

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN  
*GROWTH OPPORTUNITY* TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI  
BEI PADA PERIODE 2008-2011**

***EFFECT OF FREE CASH FLOW, DIVIDEND POLICY AND  
GROWTH OPPORTUNITY ON DEBT POLICY ON  
MANUFACTURING COMPANIES LISTED ON THE STOCK  
EXCHANGE PERIOD 2008-2011.***

**PUSPA INDAH NURFITRIANI  
8335119093**



**Skripsi ini Disusun Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh Gelar  
Sarjana Ekonomi**

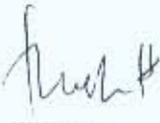
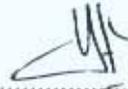
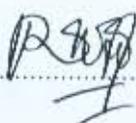
**PROGRAM STUDI S1 AKUNTANSI ALIH PROGRAM  
JURUSAN AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
2013**

## LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

PENANGGUNG JAWAB  
DEKAN FAKULTAS EKONOMI



Dra. Nurahma Hajat, M.Si  
NIP. 19531002 198503 2 001

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
1. <u>Nuramalia Hasanah, SE, M.Ak</u> NIP. 19770617 200812 2 001	Ketua Penguji	 .....	4.7.13 .....
2. <u>Yunika Murdayanti, SE, M.Si.M.Ak</u> NIP. 19780621 20080 12011	Sekretaris	 .....	4.7.13 .....
3. <u>Diena Noviarini, SE, M.Si</u> NIP. 19751115 200812 2 002	Penguji Ahli	 .....	4.7.13 .....
4. <u>Indra Pahala, S.E., M.Si</u> NIP. 19790208 200812 1 001	Pembimbing I	 .....	9.7.13 .....
5. <u>Rida Prihatni, SE, Akt., M.Si</u> NIP. 19760425 200112 2 002	Pembimbing II	 .....	9.7.13 .....

Tanggal Lulus : 2 Juli 2013

## PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan bahwa :

1. Skripsi ini merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik sarjana, baik di Universitas Jakarta maupun di Perguruan Tinggi lain.
2. Skripsi ini belum pernah dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, 2013



Puspa Indah Nurfitriani

No. Reg. 8335119093

## ABSTRAK

Puspa Indah Nurfitriani, 2013 ; Pengaruh *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen dan *Growth Opportunity* terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2011.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini dilakukan terhadap 15 sampel pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia selama empat tahun yaitu dari tahun 2008-2011. Penelitian ini menggunakan metode regresi analisis berganda dengan uji asumsi klasik terlebih dahulu.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* dan *growth opportunity* memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan kebijakan dividen memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil dari penelitian ini juga menunjukkan bahwa variabel *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kata kunci : *free cash flow*, kebijakan dividen, *growth opportunity*, dan kebijakan hutang.

## **ABSTRACT**

*Puspa Indah Nurfitriani, 2013; Effect of Free Cash Flow, Dividend Policy and Growth Opportunity on Debt Policy on Manufacturing Companies Listed on the Stock Exchange Period 2008-2011.*

*This study has the objective to determine the effect of free cash flow, dividend policy and growth opportunity to the debt policy. This research was conducted on 15 samples of the companies listed on stock exchanges Indonesia for four years ie from 2008-2011. This study uses multiple regression analysis with classical assumption test.*

*These results indicate that free cash flow and growth opportunity has a positive influence on debt policy, while the dividend policy has a negative effect on debt policy. The results of this study also showed that the variables of free cash flow, dividend policy and growth opportunity to have an influence on debt policy.*

*Keywords: free cash flow, dividend policy, growth opportunity, and debt policies.*

## KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan puji dan syukur ke hadirat Allah SWT. Atas segala rahmat dan karunia-Nya pada penulis, akhirnya penulis dapat menyelesaikan skripsi ini yang berjudul : **Pengaruh *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen dan *Growth Opportunity* Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2011.**

Skripsi ini ditulis dalam rangka memenuhi salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jakarta bidang akuntansi. Penulis menyadari bahwa skripsi ini dapat diselesaikan berkat dukungan dan bantuan berbagai pihak. Oleh karena itu secara khusus pada kesempatan ini penulis menyampaikan terimakasih pada :

1. Indra Pahala, SE. M.Si , sebagai dosen pembimbing utama yang telah bersedia membimbing, mengarahkan dan memberikan masukan yang membangun bagi penulis selama proses penyusunan skripsi ini.
2. Rida Prihatni, SE, Ak, M.Si , sebagai dosen pembimbing kedua yang juga telah bersedia membimbing, mengarahkan dan memberikan masukan yang membangun bagi penulis selama proses penyusunan skripsi ini.
3. Dra. Hj. Nurahma Hajat, M.Si, selaku Dekan Fakultas Ekonomi,
4. Unggul Purwohedhi, SE., Akt., M.Si, selaku Ketua Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
5. Nuramalia Hasanah, M. Ak, sebagai Ketua Program Studi SI Akuntansi Alih Program, Fakultas Ekonomi UNJ.

6. Kedua orang tua, adik tercinta dan seluruh keluarga yang telah mendukung dengan penuh kasih sayang baik secara moril maupun materiil membantu penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.
7. Untuk Hadid Putra Noviawan yang sudah memberikan semangat, waktu dan tenaganya untuk membantu dalam penyelesaian skripsi ini.
8. Untuk bos saya yang sudah memberikan ijin disaat waktu bekerja serta teman-teman *vfr-finance* di PT. Nutrifood Indonesia yang selalu memberikan semangat dan keceriaan dalam penyelesaian skripsi ini.
9. Teman-teman mahasiswa alih program yang telah memberi dukungan yang secara langsung maupun tidak langsung untuk menyelesaikan skripsi ini.
10. Serta pihak-pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Penulis menyadari dalam penulisan Skripsi ini masih banyak terdapat kekurangan. Oleh karena itu, kritik dan saran yang membangun dari pembaca akan penulis terima dengan tangan terbuka. Semoga penulisan Skripsi ini dapat memberikan manfaat yang positif bagi pembaca.

Jakarta, Juli 2013

Puspa Indah Nurfitriani

## DAFTAR ISI

Halaman

<b>JUDUL</b>	
<b>LEMBAR PERSETUJUAN SIDANG SKRIPSI</b> .....	i
<b>PERNYATAAN ORISINALITAS</b> .....	ii
<b>ABSTRAK</b> .....	iii
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	v
<b>DAFTAR ISI</b> .....	vii
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	ix
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	x
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	xi
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	6
1.3 Tujuan Penelitian .....	6
1.4 Manfaat Penelitian .....	7
<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS</b>	
2.1 Kajian Pustaka.....	8
2.1.1 Kebijakan Hutang .....	8
2.1.1.1 Hutang.....	8
2.1.1.2 Hutang.....	8
2.1.1.3 Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang.....	13
2.1.1.4 Teori Kebijakan Hutang.....	15
2.1.2 <i>Free Cash Flow</i> .....	18
2.1.3 Kebijakan Dividen .....	23
2.1.4 <i>Growth Opportunity</i> .....	26
2.1.5 <i>Free cash flow</i> , kebijakan dividen dan <i>growth opportunity</i> .....	29
2.2 <i>Review</i> Penelitian Terdahulu.....	31
2.3 Kerangka Pemikiran.....	39
2.3.1 Pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap kebijakan hutang .....	39
2.3.2 Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang .....	40
2.3.3 Pengaruh <i>growth opportunity</i> terhadap kebijakan hutang.....	40
2.3.4 Pengaruh <i>free cash flow</i> , kebijakan dividen dan <i>growth opportunity</i> terhadap kebijakan hutang .....	41
2.4 Hipotesis.....	43
<b>BAB III OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN</b>	
3.1 Objek dan Ruang Lingkup Penelitian .....	44
3.2 Metode Penelitian .....	44
3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian .....	45
3.3.1 Variabel Dependen.....	45
3.3.2 Variabel Independen .....	46

3.4 Metode Penentuan Populasi atau Sampel .....	47
3.5 Prosedur Pengumpulan Data.....	48
3.6 Metode Analisis .....	48
3.6.1 Analisis Statistik Deskriptif .....	49
3.6.2 Pengujian Asumsi Klasik.....	49
3.6.3 Analisis Regresi Berganda.....	53
3.6.4 Uji Hipotesis .....	54
3.6.5 Uji Koefisien Determinasi .....	56
<b>BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN</b>	
4.1 Deskripsi Unit Analisis/Observasi.....	57
4.1.1 Analisis Statistik Deskriptif .....	58
4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan .....	61
4.2.1 Hasil Penelitian .....	61
4.2.1.1 Uji Asumsi Klasik.....	61
4.2.1.2 Uji Normalitas.....	61
4.2.1.3 Uji Multikolinieritas.....	64
4.2.1.4 Uji Autokorelasi.....	65
4.2.1.5 Uji Heterokedasitas .....	66
4.2.2 Pengujian Hipotesis.....	67
4.2.2.1 Model Regresi Linier Berganda.....	67
4.2.2.1.1 Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t).....	68
4.2.2.1.2 Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F) .....	70
4.2.2.1.3 Koefisien Determinasi.....	71
4.2.3 Pembahasan.....	72
4.2.3.1 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Hutang .....	72
4.2.3.2 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang.....	74
4.2.3.3 Pengaruh <i>Growth Opportunity</i> Terhadap Kebijakan Hutang.....	76
4.2.3.4 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , Kebijakan Dividen dan <i>Growth Opportunity</i> terhadap Kebijakan Hutang.....	78
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
5.1 Kesimpulan .....	81
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	82
5.3 Saran.....	83
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>84</b>
<b>LAMPIRAN-LAMPIRAN.....</b>	<b>87</b>
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP</b>	

## DAFTAR TABEL

Tabel : Judul	Halaman
2.1 Penelitian-penelitian terdahulu .....	36
3.1 Kriteria Uji Durbin Watson .....	52
4.1 Kriteria sampel.....	58
4.2 Deskripsi statistik variable penelitian .....	59
4.3 Uji Kolmogorov-Smirnov .....	63
4.4 Uji Skewnes-Kurtosis .....	64
4.5 Hasil uji multikolinieritas .....	65
4.6 Uji Autokorelasi.....	65
4.7 Uji Heterokedasitas .....	66
4.8 Uji Statistik t .....	69
4.9 Uji Statistik F.....	70
4.10 Koefisien Determinasi .....	71

## DAFTAR GAMBAR

Gambar :	Judul	Halaman
2.1	Model Kerangka Pemikiran .....	42
4.1	Normal P-Plot of Debt .....	62

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Judul	Halaman
Lampiran 1	Daftar Nama Sampel Perusahaan Manufaktur .....	87
Lampiran 2	Daftar Perhitungan Variabel Kebijakan Hutang.....	88
Lampiran 3	Daftar Perhitungan Variabel <i>Free Cash Flow</i> .....	90
Lampiran 4	Daftar Perhitungan Variabel Kebijakan Dividen .....	92
Lampiran 5	Daftar Perhitungan Variabel <i>Growth Opportunity</i> .....	94
Lampiran 6	Tabulasi Data Variabel Independen dan Dependen .....	96
Lampiran 7	Hasil Uji Asumsi Klasik.....	98
Lampiran 8	Hasil Uji Hipotesis .....	102

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Perusahaan-perusahaan di Indonesia terdiri dari beberapa bagian industri. Perusahaan dengan industri manufaktur merupakan salah satu jenis industri terbesar di Indonesia yang mampu untuk bersaing dalam mengembangkan perusahaannya. Perusahaan-perusahaan tersebut merupakan perusahaan *go public* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Tujuan dari perusahaan-perusahaan *go public* tersebut salah satunya ialah berusaha meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran para pemegang saham (Bringham dan Gapenski 1996 dalam Yeniatie dan Nicken 2010). Nilai perusahaan sendiri ditentukan oleh keputusan investasi. Keputusan investasi terdiri atas investasi jangka pendek dan investasi jangka panjang. Investasi jangka pendek ini ditujukan guna membiayai kegiatan operasional perusahaan, sedangkan untuk investasi jangka panjang digunakan guna meningkatkan nilai perusahaan (Prawita Sari, Ira, 2011).

Dalam memulai aktifitas investasi, kebijakan dalam pendanaan sangat dibutuhkan disini. Dana bisa berasal dari dana internal dan dana eksternal. Sumber dana internal diperoleh dari hasil kegiatan operasional perusahaan,

sedangkan sumber dana eksternal diperoleh dari luar perusahaan, yang terdiri atas utang (pinjaman) dan modal sendiri.

Keputusan atas pemilihan sumber dana yang dipilih perusahaan merupakan wewenang dari manajer perusahaan yang telah diberikan kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan perusahaan. Menurut Husnan dalam penelitian Ira Prawita Sari, utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Penggunaan dana eksternal dalam bentuk utang lebih disukai daripada modal sendiri karena dua alasan. Alasan pertama adalah biaya emisi obligasi lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Alasan kedua adalah penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan mengakibatkan harga saham mengalami penurunan.

Sebenarnya tidak ada perusahaan yang disyaratkan untuk memiliki hutang dalam pendanaannya. Karena perusahaan dapat memiliki dana dari sumber pendanaan internal. Akan tetapi, jarang ada perusahaan yang tidak memiliki hutang dalam pendanaannya. Sehingga sangat menarik untuk mengetahui mengapa terdapat ketergantungan sedemikian rupa pada pemilihan penggunaan dana pada perusahaan. Termasuk hal-hal yang dapat mempengaruhi dalam pemilihan pendanaan suatu perusahaan.

Dalam penggunaan dananya melalui utang, maka timbul masalah mengenai masalah keagenan. Masalah keagenan (*Agency Problems*) ini selalu terjadi pada perusahaan-perusahaan yang telah Go Public, hal ini disebabkan karena

didalamnya setidaknya ada 3 pihak yang masing-masing memiliki kepentingan yang berbeda (*conflict of interest*). Ketiga pihak tersebut ialah pihak pemegang saham, pihak manajemen serta pihak pemberi pinjaman atau sering disebut juga kreditur.

Konflik keagenan ini terjadi dipicu oleh adanya *free cash flow* atau kelebihan modal. Manajemen, yang merupakan pelaksanaan kegiatan operasional, cenderung menginvestasikan kelebihan modal ini pada investasi lain yang diperkirakan akan dapat terus mengembangkan perusahaan dari waktu ke waktu dan mengharapkan keuntungan dari *reinvestment* ini, namun menurut pihak Pemegang saham (*Owners*) investasi tersebut belum perlu untuk dilakukan dikarenakan hal tersebut belum menguntungkan bagi pihak pemegang saham.

Dalam website [www.wealthindonesia.com](http://www.wealthindonesia.com), Yenni Salim menyatakan bahwa“ *free cash flow* merupakan salah satu indikator untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk mengembalikan keuntungan bagi para pemegang saham melalui pengurangan hutang, peningkatan dividen atau pembelian saham kembali”. Seperti pada penelitian Rizka Putri Indah Ningrum dan Ratih handayani (2009) *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan.

Bila manajer akan melakukan investasi, setidaknya kebutuhan dana bisa dipenuhi dengan menarik pinjaman baru (hutang). Hal ini akan mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dengan pihak pemegang saham. Dikarenakan perusahaan akan membagikan jumlah dividen yang tinggi kepada

pemegang saham. Seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Steven dan Lina (2011) bahwa kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar dividen yang tetap tersebut. Sehingga semakin tinggi kebijakan dividen maka semakin tinggi kebijakan hutang.

Namun sebenarnya pengambilan keputusan tersebut diikuti masalah lain yang melekat padanya, yaitu munculnya tuntutan dari para kreditor berupa bunga. Dengan adanya beban bunga ini, maka akan berdampak juga bagi para pemegang saham dikarenakan sebagian keuntungan perusahaan itu terlebih dahulu harus digunakan untuk membayar beban bunga pinjaman.

Hal tersebut akan menambah konflik yang terjadi antara pihak pemegang saham dengan pihak pemberi pinjaman. Konflik ini muncul dari perbedaan penerimaan serta perbedaan resiko yang dihadapi keduanya. Pemberi pinjaman memperoleh bunga dan pengembalian pokok dalam jangka waktu yang ditentukan sebagai penghasilan tetap, sedangkan pemegang saham memperoleh pendapatan dari sisa laba perusahaan yang telah digunakan untuk memenuhi kewajiban kepada pemberi pinjaman. Sedangkan dilihat dari tingkat risikonya, pihak pemberi pinjaman memiliki risiko yang lebih tinggi daripada pihak pemegang saham.

Tinggi rendahnya konflik antara pihak pemegang saham dan pihak pemberi pinjaman dipengaruhi oleh *growth opportunities* perusahaan yang dilihat dari

kesempatan investasi. Semakin besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula konflik antara keduanya. Untuk memperkecil konflik tersebut perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi memilih dana internal sebagai sumber pendanaannya. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mathew T. Billet (2004) bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi maka harus memiliki sedikit hutang dikarenakan dengan hutang yang sedikit akan meminimalisir adanya konflik antara manajemen dengan pemegang saham sehingga peluang untuk bertumbuh suatu perusahaan dapat semakin meningkat. Namun berdasarkan penelitian Imam Syafi'I (2011) dihasilkan bahwa *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin besar peluang tumbuhnya suatu perusahaan, maka untuk membiayai atas pertumbuhan perusahaan ini sebagian besar akan dibiayai dari pinjaman.

Berdasarkan dari latar belakang diatas maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai hal-hal yang berkenaan dengan kebijakan hutang suatu perusahaan. Oleh karena itu, peneliti akan meneliti mengenai kebijakan hutang suatu perusahaan dengan mengambil judul penelitian **“Pengaruh *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2008-2011”**.

## 1.2 Rumusan Masalah

Dari penjelasan diatas, maka rumusan masalah yang dapat dibahas dalam penelitian ini ialah:

1. Apakah terdapat pengaruh antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang?
2. Apakah terdapat pengaruh antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang?
3. Apakah terdapat pengaruh antara *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang?
4. Apakah terdapat pengaruh *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang secara bersama-sama?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan daripada penelitian ini ialah:

1. Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI.
2. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI.
3. Untuk mengetahui pengaruh *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI.

4. Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang secara bersama-sama pada perusahaan manufaktur di BEI.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

Manfaat dari penelitian ini ialah:

1. Manfaat teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah ilmu pengetahuan mengenai penelitian dengan variabel terikatnya kebijakan hutang dikarenakan variabel bebas yang dipakai disini merupakan variabel yang masih jarang dilakukan penelitian sehingga diharapkan dapat membantu untuk dijadikan referensi selanjutnya.

2. Manfaat praktis

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai sumber informasi mengenai tingkat kebijakan hutang dalam suatu perusahaan yang dapat dilihat dari *free cash flow*, *growth opportunity* serta kebijakan dividen suatu perusahaan. Serta hasil penelitian ini diharapkan akan membantu perusahaan dalam memilih kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan guna memenuhi tujuan dari perusahaan itu sendiri.

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS**

#### **2.1 Kajian Pustaka**

##### 2.1.1 Kebijakan Hutang

###### 2.1.1.1 Hutang

Setiap perusahaan baik besar maupun kecil memiliki hutang. Hutang didefinisikan sebagai pengorbanan masa depan yang timbul dari kewajiban masa kini. Untuk tujuan pelaporan hutang diklasifikasikan menjadi dua jenis utama yaitu, hutang lancar dan hutang tidak lancar. Hutang lancar merupakan kewajiban yang akan jatuh tempo dalam satu tahun dalam siklus operasi normal perusahaan. Selain itu, hutang lancar biasanya dibayar dengan aktiva lancar. Jika hutang yang telah diklasifikasikan sebagai tidak lancar akan jatuh tempo di tahun depan, maka kewajiban tersebut harus dilaporkan sebagai hutang lancar. Hutang tidak lancar merupakan kewajiban yang jatuh temponya lebih dari satu tahun. Selain itu, hutang tidak lancar akan dibayar dengan penyerahan aktiva tidak lancar yang telah diakumulasikan untuk tujuan pelunasan kewajiban.

###### 2.1.1.2 Kebijakan hutang

Kebijakan hutang menggambarkan keputusan yang diambil oleh manajemen dalam menentukan sumber pendanaannya. Permasalahan

yang berhubungan dengan pembiayaan melalui hutang ialah permasalahan biaya agensi atas hutang yang disebabkan oleh adanya kegiatan peminjaman dana oleh perusahaan dari pihak kreditor. Kegiatan ini yang kemudian menimbulkan permasalahan yang melibatkan pihak pemegang saham sebagai pemilik, pihak manajemen, dan pihak pemberi pinjaman. Kebijakan hutang suatu perusahaan dapat diukur dengan rasio *leverage*. Menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2004:70), “ Rasio *leverage* mengukur seberapa jauh perusahaan menggunakan hutang”. Beberapa analisis menggunakan rasio solvabilitas, yang berarti mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya.

Menurut Menurut Brigham dan Houston, (2001:84), rasio *leverage* dapat diukur dari: ”rasio total utang (*debt to total asset ratio*), kemampuan untuk membayar bunga (*times interest earned*), dan kemampuan melunasi kewajiban”.

a. Rasio total utang (*debt to total asset ratio*) dihitung dengan rumus:

$$Debt\ Ratio = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Asset}$$

Total utang mencakup, baik utang lancar maupun utang jangka panjang. Kreditor lebih menyukai rasio utang yang rendah karena semakin rendah rasio ini, maka semakin besar perlindungan terhadap kerugian kreditor dalam peristiwa likuidasi. Di sisi lain, pemegang saham akan

menginginkan *leverage* yang lebih besar karena akan dapat meningkatkan laba yang diharapkan.

b. Kemampuan untuk membayar bunga (*times interest earned*).

Kemampuan untuk membayar bunga (*times interest earned*) adalah rasio laba sebelum bunga pajak terhadap beban bunga. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi pembayaran bunga tahunan dengan rumus:

$$\text{Time Interest Earned} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Tax}}$$

Rasio ini mengukur seberapa besar laba operasi dapat menurun sampai perusahaan tidak dapat memenuhi beban bunga tahunan. Kegagalan dalam memenuhi kewajiban ini dapat mengakibatkan adanya tindakan hukum dari kreditur perusahaan, dan mungkin menimbulkan kebangkrutan. Perhatikan bahwa laba sebelum bunga dan pajak bukannya laba bersih, digunakan sebagai pembilang. Hal ini disebabkan karena bunga dibayar dengan rupiah sebelum pajak, maka kemampuan perusahaan untuk membayar perusahaan tidak dipengaruhi oleh pajak.

c. Kemampuan melunasi kewajiban.

Kemampuan melunasi kewajiban adalah serupa dengan rasio kemampuan membayar bunga, tetapi rasio ini lebih inklusif karena mengakui bahwa banyak aktiva perusahaan *dilease* dan harus melakukan pembayaran pelunasan. *Leasing* telah digunakan secara luas dalam

industri tertentu dalam tahun-tahun terakhir, yang membuat rasio ini lebih disukai dari pada rasio kemampuan untuk membayar bunga untuk tujuan tertentu. Beban tetap mencakup bunga, kewajiban *lease* jangka panjang, serta pembayaran dana pelunasan dan rasio cakupan beban tetap.

Kemampuan melunasi kewajiban dihitung dengan rumus:

$$\text{Kemampuan melunasi kewajiban} = \frac{\text{EBIT} + \text{PL}}{\text{I} + \text{PL} + \frac{\text{PM}}{(1-T)}}$$

Keterangan:

EBIT = *earning before interest tax*

PL = *pay leasing*

I = *Interest*

T = *tax*

PM = *pay capital*

Kebijakan hutang dapat dilihat dari rasio hutang terhadap ekuitas. Menurut Ciaran Walsh (2004:118) “Rasio “hutang terhadap ekuitas” merupakan salah satu ukuran paling mendasar dalam keuangan perusahaan. Rasio ini merupakan pengujian yang baik bagi kekuatan perusahaan. Tujuan dari rasio ini adalah mengukur bauran dana dalam neraca dan membuat perbandingan antara dana yang diberikan oleh pemilik (ekuitas) dan dana yang dipinjam (hutang).”

Menurut Sofyan Syafri Harahap (2011:303) rasio “hutang terhadap ekuitas” ini disebut juga sebagai rasio solvabilitas. Rasio solvabilitas ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya atau kewajiban-kewajibannya apabila perusahaan dilikuidasi. Ada beberapa rumus untuk rasio solvabilitas menurut Sofyan Syafri Harahap (2011:303):

$$a. \text{ Rasio utang atas modal} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal (equity)}}$$

Rasio ini menggambarkan sampai sejauh mana modal pemilik dapat menutupi utang-utang kepada pihak luar. Semakin kecil rasio ini semakin baik.

$$b. \text{ Debt Service Ratio} = \frac{\text{Lababersih+Bunga+Penyusutan+Beban Nonkas}}{\text{Pembayaran Bunga dan Pinjaman Utang}}$$

(Rasio Pelunasan)

Rasio ini menggambarkan sejauh mana laba setelah dikurangi bunga dan penyusutan serta biaya nonkas dapat menutupi kewajiban bunga dan pinjaman. Semakin besar rasio ini semakin besar kemampuan perusahaan menutupi utang-utangnya.

$$c. \text{ Rasio Utang atas Aktiva} = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Rasio ini menunjukkan sejauh mana utang dapat ditutupi oleh aktiva lebih besar rasionya lebih aman. Bisa juga dibaca berapa porsi utang dibandingkan dengan aktiva.

### 2.1.1.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Dalam penerapan struktur hutang, perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai variabel yang mempengaruhinya. Menurut Weston Copeland dalam buku agnes sawir (2004:121) mengemukakan faktor-faktor yang berpengaruh dalam pengambilan keputusan kebijakan hutang, yaitu:

#### 1. Stabilitas Penjualan

Perusahaan dengan penjualannya stabil boleh lebih banyak menggunakan utang dan memikul biaya tetap yang tinggi dibandingkan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

#### 2. Struktur Aktiva

Perusahaan yang memiliki aktiva yang bisa diserahkan sebagai jaminan pinjaman cenderung menggunakan utang dalam jumlah yang besar.

#### 3. Elastisitas Operasi

Perusahaan dengan elastisitas operasi yang rendah umumnya lebih mungkin memanfaatkan *leverage* keuangan.

#### 4. Tingkat Pertumbuhan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Biaya emisi saham biasanya lebih tinggi dibandingkan emisi obligasi, sehingga perusahaan dengan

tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang.

#### 5. Profitabilitas

Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan melakukan permodalan dengan laba ditahan.

#### 6. Pajak

Bunga utang merupakan pos deduksi untuk kepentingan perpajakan, sehingga tambah tinggi tarif pajak suatu perusahaan, pendanaan dengan utang ialah lebih baik.

#### 7. Pengendalian Perusahaan

Pengaruh utang atau saham pada posisi pengendalian perusahaan akan mempengaruhi keputusan manajemen mengenai struktur modal. Secara umum pengendalian tidak harus menentukan bentuk pendanaan utang atau ekuitas. Tetapi jika manajemen merasa kurang aman, pengaruh struktur modal atas pengendalian akan diperhitungkan.

#### 8. Sikap Manajemen

Dalam kondisi dimana tidak dapat dibuktikan bahwa suatu struktur modal akan membuat harga saham lebih tinggi dibandingkan struktur modal lainnya, manajemen dapat melakukan pertimbangan sendiri dalam menentukan struktur modal yang dianggapnya tepat.

Ada manajemen yang cenderung berhati-hati sehingga menggunakan utang yang relatif lebih kecil dibandingkan rata-rata perusahaan sejenis, tetapi ada juga yang sebaliknya.

#### 9. Sikap Kreditur

Sikap kreditur seringkali merupakan determinan penting dalam penentuan struktur modal. Manajemen perusahaan umumnya membicarakan struktur modalnya dengan kreditur dan memperhatikan pendapat mereka.

#### 10. Kondisi Pasar

Kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka pendek dan jangka panjang yang dapat mempengaruhi struktur modal optimal suatu perusahaan.

#### 11. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan sendiri berpengaruh pada struktur modalnya.

### 2.1.1.4 Teori kebijakan hutang

#### 1. *Agency Theory*

Agen menurut Arthur (2004:16) merupakan orang yang diberi kekuasaan untuk bertindak atas nama orang lain, dikenal sebagai pelaku utama. Dalam mengatur perusahaan, pemegang saham adalah pelaku utama sebab mereka adalah pemilik nyata dari perusahaan.

Dewan direksi, CEO, para eksekutif perusahaan dan semuanya yang memiliki kekuasaan dalam pengambilan keputusan ialah agen (perantara) dari pemegang saham. Sayangnya, para agen ini tidak selalu melakukan apa yang menjadi kepentingan terbaik bagi pemegang saham. Terkadang mereka bertindak untuk kepentingan mereka sendiri.

Untuk kepentingan pemegang saham maka diperlukan biaya pengawasan yang dapat dilakukan dengan cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap pengambilan keputusan oleh manajemen. Kegiatan pengawasan yang dilakukan memerlukan biaya keagenan. Biaya keagenan ini digunakan untuk mengontrol perilaku para agen sehingga para agen ini dapat bertindak sesuai dengan yang sudah disepakati sebelumnya. Biaya pengawasan ini biasanya ditanggung oleh para pemegang saham.

## *2. Signalling Theory*

Isyarat atau signal menurut Brigham dan Houston (2001) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Dalam Brigham dan Houston (2001), perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang

diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal.

Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (signal) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

### 3. *Pecking Order Theory*

*Pecking order theory* dikemukakan oleh Donaldson (1961). Teori ini menjelaskan urutan pendanaan yang dilakukan perusahaan. Menurut Steven dan Lina (2011) teori ini memprediksi bahwa perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. *Pecking order theory* melihat bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko. Ide dasar teori ini sangat sederhana, yaitu perusahaan membutuhkan dana eksternal hanya apabila dana internal tidak cukup dan sumber dana yang diutamakan adalah hutang bukan saham.

#### 4. Teori *Trade-Off*

Argumen-argumen terdahulu mengarah pada perkembangan yang disebut dengan “teori *trade-off* dari *leverage*”, dimana perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan utang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Berikut merupakan pendapat mengenai teori *trade-off*, yaitu utang memberikan manfaat perlindungan pajak. hasilnya penggunaan hutang mengakibatkan peningkatan porsi laba operasi perusahaan yang mengalir ke investor. Sehingga semakin besar utang perusahaan, semakin tinggi nilainya dan harga sahamnya.

##### 2.1.2 *Free cash flow*

*Free cash flow* atau arus kas bebas ialah arus kas akrual yang dapat didistribusikan kepada investor sesudah perusahaan melakukan semua investasi dalam aktiva tetap, produk baru, dan modal kerja yang diperlukan untuk menjaga kelangsungan operasinya (Sawir, Agnes, 2004:93). Aliran kas bebas merupakan bagian arus kas perusahaan yang tidak diinvestasikan secara menguntungkan. Kas tersebut biasanya akan menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. *Free cash flow*, menurut Penman yang dikutip oleh Mardiyah dan Nurwahyudi (2004:113), didefinisikan sebagai kas dari laba operasi setelah menahan laba tersebut

sebagai aset dan merupakan kas bersih yang dihasilkan dari operasi yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar klaim atas hutang dan ekuitasnya.

Sedangkan *free cash flow* menurut Jack Guinan (2009:131) ialah ukuran kinerja keuangan yang dihitung sebagai aliran kas operasional dikurangi belanja modal. Pengertian *free cash flow* menurut Arthur J Keown (2004:45), “*free cash flow* atau aliran kas bebas ialah jumlah uang tunai yang tersedia dari operasi setelah investasi pada modal kerja operasional bersih dan aktiva tetap. Uang tunai ini tersedia untuk didistribusikan pada pemilik perusahaan dan kreditor”. Dari beberapa pengertian diatas, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* merupakan aliran kas bebas yang diperoleh setelah digunakan sebagai modal kerja atau investasi pada aset.

*Free cash flow* yang besar akan mengarah pada perilaku manajer yang salah dan keputusan yang buruk yang bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dengan kata lain, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku opportunistik yang lain karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan.

Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya

misalnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipermainkan. Dengan adanya hutang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas.

Menurut James dan John (2007:207) bahwa ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi beban (beban keuangan tetap), kecuali beban dividen saham preferen, dapat mengakibatkan ketidakmampuan keuangan. Makin besar dan makin stabil arus kas masa depan yang diharapkan keuangan, makin besar pula kapasitas utang (*debt capacity*) keuangan.

Menurut Arthur J Keown menghitung arus kas bebas dari perspektif pembiayaan, kita melakukan : Penghitungan bunga yang dibayarkan kepada kreditor, menentukan jika perusahaan membayar kembali utang pokok kepada kreditor (kreditor menerima uang tunai) atau meningkatkan pokok hutang (kreditor menyediakan uang tunai pada perusahaan). Jumlah ini didapatkan dengan menghitung perubahan utang pokok, memastikan bahwa ada dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham dan menentukan bila ada saham baru yang dikeluarkan (investor menyediakan uang tunai untuk perusahaan) atau jika perusahaan membeli kembali saham dari investor (investor menerima uang tunai dari perusahaan).Disini kita mengambil

perubahan dalam nilai per saham dan agio saham untuk semua saham yang dikeluarkan dan diubah dalam perbendaharaan saham.

Menurut Nofie Iman (2002:52) arus kas bebas (*free cash flow*) dapat dihitung dengan mengurangi kas bersih hasil operasional perusahaan dengan belanja modal. Sedangkan menurut Jack Guinan (2009:131) *free cash flow* dapat dihitung menggunakan rumus :  $FCF = \text{Amortisasi/Depresiasi} - \text{Perubahan modal kerja} - \text{belanja modal}$ . Juga bisa dihitung dengan aliran kas operasional dikurangi dengan belanja modal.

Perhitungan *free cash flow* menurut Arthur J Keown (2004:45) antara arus kas bebas operasi perusahaan haruslah sama dengan arus kas bebas pembiayaan perusahaan.

Aliran kas bebas dengan perspektif operasi rumusnya, yaitu:

$FCF_{\text{operasi}} = \text{ arus kas setelah pajak dari operasi} - \text{ modal kerja operasional bersih} - \text{ perubahan dalam aktiva tetap kotor dan aktiva lain.}$

Sedangkan aliran kas dengan perspektif pembiayaan rumusnya, yaitu:

$FCF_{\text{pembiayaan}} = \text{ bunga yang diterima dari kreditur perusahaan} - \text{ perubahan utang pokok} - \text{ dividen yang dibayar kepada para pemegang saham} - \text{ perubahan saham.}$

Ukuran *free cash flow* menurut perspektif operasi seperti yang digunakan oleh Arthur J Keown seperti pada rumus yang merujuk kepada Ross et. al (2000) yang disebutkan dalam jurnal Tarjo (2003), yaitu:

$$FCF_{it} = AKO_{it} - P_{mit} - NWC_{it}$$

Selain itu juga, menurut rumus dari Tarjo (2003) serta Metha dan Barbara (2011) menyatakan bahwa selain itu *free cash flow* dapat dihitung dengan menggunakan rasio *free cash flow* dibagi dengan ekuitas. *Free cash flow* terhadap ekuitas ini merupakan arus kas residual setelah memenuhi pengeluaran modal dan modal kerja yang dibutuhkan. Seperti pada rumus rasio *free cash flow* terhadap ekuitas yang disebutkan dalam jurnal Tarjo (2003), yaitu:

$$\text{FCF it} = \frac{\text{AKOit} - \text{Pmit} - \text{NWCit}}{\text{Ekuitas}}$$

Dalam hal ini:

- a. FCFit (*Free cash flow*)
- b. AKOit (Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t) yang merupakan nilai bersih kenaikan/penurunan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan.
- c. Pmit (Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t) merupakan nilai perolehan aktiva tetap akhir dikurangi nilai perolehan aktiva tetap awal.
- d. NWCit (Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t) dihitung dengan cara aktiva lancar dikurangi hutang lancar.
- e. Ekuitas perusahaan

### 2.1.3 Kebijakan dividen

Dividen adalah pembagian kepada pemegang saham dari suatu perusahaan secara proporsional sesuai dengan jumlah lembar saham yang dipegang oleh masing masing pemilik. Semua keuntungan ataupun kerugian yang diperoleh perusahaan selama berusaha dalam satu periode tersebut dilaporkan oleh direksi kepada para pemegang saham dalam suatu rapat pemegang saham. Pembagian dividen dapat berupa kas, aktiva lain, wesel (disebut juga dividen tunai ditangguhkan), dan deviden saham. Kebanyakan dividen menyebabkan pengurangan dalam laba ditahan.

Deviden adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham. Selain dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk deviden, sebagian dari laba bersih itu ditahan di dalam perusahaan untuk membiayai operasi perusahaan pada periode berikutnya yang biasa disebut laba ditahan (*retained earning*). Dividen tunai ialah sumber dari aliran kas untuk pemegang saham dan memberikan informasi tentang kinerja perusahaan saat ini dan akan datang (Ridwan dan Inge, 2002:332).

Kebijakan deviden menyangkut keputusan apakah laba akan dibayarkan sebagai dividen atau ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan (Sawir, Agnes, 2004:137). Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang kontroversial karena: bila dividen ditingkatkan, arus kas untuk investor akan meningkat dan menguntungkan investor serta bila dividen ditingkatkan, laba

ditahan yang direinvestasi dan pertumbuhan masa depan akan menurun sehingga merugikan investor.

Pada umumnya perusahaan akan menaikkan dividen hingga suatu tingkatan dimana mereka yakin dapat mempertahankannya di masa mendatang. Artinya jika terjadi kondisi terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya (Atmaja, Lukas Setia : 2003). Sementara menurut Farah Margaretha (2005) kebijakan dividen merupakan keputusan tentang laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan sebagai laba ditahan guna pembiayaan investasi. Serta kebijakan deviden dapat disebut sebagai perencanaan tindakan perusahaan yang harus dituruti ketika keputusan dividen harus dibuat.

Sehingga dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen ialah suatu penentuan dari pihak perusahaan mengenai besarnya pembagian dividen dan pengambilan keputusan atas digunakannya dana dividen untuk investasi perusahaan lainnya atau untuk dibagikan seluruhnya/proporsi kepada pemegang saham.

Oleh karena ada dua kelompok investor yaitu yang lebih menyukai pendanaan dalam bentuk dividen dan ada pula investor yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka karena kelompok investor ini berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi. Maka, perusahaan dapat

menentukan kebijakan dividen yang oleh manajemen dianggap paling baik.

Berikut ialah tipe pembayaran dividen (Margaretha, Farah : 2005) :

- a. *Residual dividend policy*
- b. *Stable/predictable dividend*
- c. *Constant payout ratio*
- d. *Low regular dividend plus extra*

Kebijakan dividen penting bagi perusahaan dengan dua alasan. Pertama, pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan tersebut. Kedua, laba ditahan biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan.

Ada tiga jenis kebijakan dividen menurut Ridwan dan Inge (2002:342), yaitu :

- a. kebijakan dividen rasio pembayaran konstan (*constant-payout-ratio dividend policy*)

Kebijakan dividen yang didasarkan pembayaran dividen dalam persentase tertentu dari pendapatan yang dibayarkan kepada pemilik setiap periode pembagian dividen. Pembayaran ini menggunakan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*), yaitu persentase dari setiap rupiah yang dihasilkan dibagikan kepada pemilik dalam bentuk tunai, dihitung dengan membagi dividen kas per saham dengan laba per saham.

b. Kebijakan dividen teratur (*regular dividend policy*)

Kebijakan dividen yang didasarkan atas pembayaran dividen dengan rupiah yang tetap dalam setiap periode. Seringkali kebijakan dividen teratur ini digunakan dengan memakai target rasio pembayaran dividen, yaitu kebijakan dimana perusahaan mencoba membayar dividen dalam persentase tertentu seperti dividen yang dinyatakan dalam rupiah serta disesuaikan terhadap target pembayaran yang membuktikan terjadinya peningkatan hasil.

c. Kebijakan dividen rendah teratur dan ditambah ekstra (*low-regular-and-extra dividend policy*).

Kebijakan dividen ini didasarkan pembayaran dividen yang rendah yang teratur, ditambah dengan dividen ekstra jika ada jaminan pendapatan. Seringkali kebijakan dividen teratur ini digunakan dengan memakai target rasio pembayaran dividen.

Kebijakan dividen seringkali dilambangkan dengan *dividend payout ratio* (DPR), yang merupakan rasio antara pembayaran dividen yang diproyeksikan dengan DPS (*dividend per share*) terhadap EPS (*earning per share*) (Atmaja, Lukas Setia, 2003).

#### 2.1.4 *Growth opportunity*

Pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan sebagai peningkatan yang terjadi pada suatu perusahaan. Suatu perusahaan yang berada dalam industri

yang mempunyai laju pertumbuhan tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai belanja perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang bertumbuh secara lambat.

Menurut Brigham dan Gapenski (dikutip dari Indahningrum dan Ratih 2009, h.196) bahwa “perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber ekstern yang lebih besar”. Tingkat kesempatan bertumbuh suatu perusahaan yang semakin cepat akan mengidentifikasi bahwa perusahaan tersebut sedang mengadakan ekspansi. Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan dari luar tersebut, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana yang lebih murah sehingga penerbitan surat hutang lebih disukai oleh perusahaan dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru. Hal ini dikarenakan biaya emisi untuk pengeluaran saham baru akan lebih besar daripada biaya hutang.

Esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan ialah adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan. Dimana kesempatan investasi atau pilihan-pilihan pertumbuhan merupakan sesuatu yang melekat. *Growth opportunity* mengindikasikan adanya kemampuan perusahaan untuk berkembang dimasa depan dengan memanfaatkan peluang investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. *Growth opportunity* dapat dilihat dari kesempatan investasi suatu perusahaan. Kesempatan investasi pada penelitian ini diukur dengan proksi berdasarkan harga, yaitu *market to book value of*

*equity*. Menurut Barclay *et al* (1995) penggunaan *market to book value of equity* mampu mencerminkan potensi nilai perusahaan di masa depan. Gaver dan Gaver (1993) dan Hartono (1999) dalam jurnal Ira Prawita Sari dan Indira Januarti (2011) menyatakan bahwa penggunaan nilai pasar dalam membentuk rasio kesempatan investasi sudah tepat karena mampu menunjukkan potensi perusahaan untuk tumbuh (*growth opportunity*) di masa depan.

Rumusnya sebagai berikut:

$$\text{Market to book value of equity} = \frac{\text{(EAT)}}{\frac{\text{EPSX closing price}}{\text{Common equity}}}$$

Nilai *market value of common equity* mengindikasikan adanya penilaian atas kepercayaan investor terhadap perusahaan. Semakin tinggi nilai pasar saham perusahaan ini berarti semakin tinggi pula tingkat kepercayaan investor terhadap perusahaan, karena perusahaan akan mampu memberikan keuntungan baik berupa *capital gain* maupun dividen bagi investor dimasa mendatang. Semakin besar nilai *market to book value of equity* ini berarti *growth opportunity* perusahaan juga semakin tinggi pula. Agar perusahaan mampu merealisasikan *growth opportunity* tersebut akan dibutuhkan tambahan sumber pendanaan baru, baik yang berasal dari unsur equitas ataupun utang (*debt*). Rasio pertumbuhan menurut Arief Sugiono (2009:81) bertujuan mengukur kemampuan perusahaan dalam mempertahankan kedudukannya. Dalam mencari *growth rate* dari suatu perusahaan perlu

dihitung tingkat pertumbuhan dari penjualan, laba bersih sesudah pajak, *earning per share*, deviden, harga pasar dan nilai buku dari saham biasa.

*Growth opportunity* dapat dihitung menggunakan *market to book asset ratio*, *market to book equity ratio* dan *earning price ratio*. Seperti yang dikatakan oleh Sofyan Syafri Harahap (2011:311) bahwa *market to book value ratio* ialah rasio yang menunjukkan perbandingan harga saham dipasar dengan nilai buku saham yang digambarkan di neraca. Penggunaan rasio ini sebagai cara yang paling efektif dalam mengukur peluang pertumbuhan perusahaan dikarenakan nilai pasar merupakan hal yang tepat dalam menunjukan potensi untuk tumbuh. Berikut rumus menurut Sofyan Syafri Harapap (2011:311):

$$\text{Market to Book Value Ratio} = \frac{\text{Nilai Pasar Saham}}{\text{Nilai Buku}}$$

#### 2.1.5 *Free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity*.

Seperti yang telah dijelaskan bahwa *free cash flow* ialah arus kas operasional yang telah dikurangi belanja modal dan modal kerja bersih, kebijakan dividen ialah keputusan atas laba yang dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk direinvestasi kepada perusahaan serta *growth opportunity* ialah peluang pertumbuhan suatu perusahaan yang dilihat dari kesempatan investasinya.

Menurut Brigham Houston (2012:439) ialah “*If it is to grow, a firm needs capital, and capital comes primarily in the form of debt or equity. Debt has advantages and disadvantages. Because of the additional risk from using debt, companies with volatile earnings and*

*operating cash flow tend to limit its use. On the other hand, companies with low business risk and stable operating cash flows can benefit from taking on more debt. And also about dividend payments, because dividend payments to stockholders are not deductible corporations using debt in their capital structure”.*

Sedangkan pendapat menurut Arthur J Keown (2004:118) menyatakan bahwa tambahan kebutuhan dana yang dibutuhkan perusahaan merupakan bagian dari fungsi prospek pertumbuhan perusahaan dan praktik industri dengan mematuhi pembayaran dividen. Tambahan kebutuhan dana yang dibutuhkan merupakan fungsi yang berkaitan dengan profitabilitas perusahaan. Semakin tinggi marjin laba bersih tertinggi maka akan semakin rendah kebutuhan dana yang dibutuhkan.

Pendapat lain mengenai *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* menurut James dan John ialah bahwa keputusan untuk membeli saham harus melibatkan distribusi kelebihan dana ketika peluang investasi perusahaan tidaklah cukup menarik untuk menjamin penggunaan dana tersebut, baik saat ini maupun di masa depan. Serta secara umum beberapa perusahaan menghasilkan banyak uang kas tetapi peluang jumlah investasinya terbatas-hal ini terjadi pada perusahaan-perusahaan dalam industri yang menguntungkan, juga matang, dimana hanya ada sedikit peluang pertumbuhan. Perusahaan tersebut juga biasanya membagikan persentase kas yang besar kepada pemegang saham, sehingga menarik kelompok investor

yang memilih dividen yang tinggi dan menyebabkan perusahaan memiliki jumlah hutang yang rendah.

## **2.2 Review Penelitian Terdahulu**

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang sudah dilakukan oleh beberapa peneliti. Penelitian tersebut ialah :

- a. Steven dan Lina (2011) melakukan penelitian dengan judul “Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan manufaktur”. Penelitian ini menggunakan analisis regresi dalam meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang seperti kebijakan dividen, investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas dan kepemilikan manajerial. Hasil dari penelitian ini ialah bahwa kebijakan dividen, struktur aset dan profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan investasi, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.
- b. Rizka Putri Indahningrum dan Ratih handayani (2009) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan”. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur terkecuali perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI tahun

2005-2007. Penelitian ini menggunakan metode statistik regresi berganda. Hasil dari penelitian ini ialah bahwa kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

- c. Imam Syafi'I (2011) melakukan penelitian dengan mengambil judul "*Managerial ownership, free cash flow dan growth opportunity* terhadap kebijakan utang dengan menggunakan variabel control profitabilitas dan ukuran perusahaan". Penelitian ini memakai sampel perusahaan industri manufaktur yang listing di BEI selama periode 2003-2010. Metode analisis yang digunakan ialah regresi linier berganda. Hasil analisis menunjukkan sebagai berikut: *Managerial ownership* berpengaruh negatif tidak signifikan, *free cash flow* berpengaruh positif signifikan, dan *growth opportunity* berpengaruh positif signifikan, baik sebelum maupun sesudah dimasukkannya kedua variabel kontrol. Profitabilitas sebagai variabel kontrol berpengaruh negatif tidak signifikan, sedangkan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol berpengaruh positif signifikan. Keberadaan kedua variabel kontrol mampu memperkuat pengaruh *managerial ownership, free cash flow, dan growth opportunity* terhadap kebijakan utang, dengan ditunjukkan semakin meningkatnya nilai koefisien regresi masing-masing variabel.

- d. Yeniatie dan Nicken Destrianan (2010) mengambil penelitian dengan judul “ Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. Penelitian ini menggunakan 45 perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2005-2007. Hasil penelitiannya ialah bahwa kepemilikan institusional, struktur aset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan manajerial, kebijakan dividend an risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.
- e. Tarjo dan DR. Jogiyanto HM, MBA, Ak (2003) mengambil penelitian dengan judul “ *Analisa free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang pada perusahaan publik di Indonesia”. Penelitian ini menggunakan 59 perusahaan publik yang terdaftar di BEJ dengan periode 1996-2000 dengan data yang dikumpulkan secara *purposive sampling*. Hasil dari penelitian ini ialah bahwa perusahaan publik di Indonesia memiliki peluang investasi yang rendah (IOS) ketika arus kas bebas yang tinggi dengan menggunakan utang untuk biaya operasi perusahaan. Hasil kuat karena bukti dengan uji chow menghasilkan bahwa perbedaan stabilitas regresi signifikan antara aliran kas bebas terhadap kebijakan hutang perusahaan memiliki set kesempatan investasi rendah dan tinggi. Meskipun, ketika dibagi berdasarkan perusahaan besar memiliki kesempatan investasi yang rendah dan perusahaan kecil memiliki peluang

investasi yang rendah, keduanya memiliki efek yang sama antara aliran kas bebas terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil uji chow menunjukkan pemeriksaan tidak ada perbedaan yang signifikan secara statistik. Kepemilikan manajerial hubungan negatif dengan kebijakan utang, ini bukti hasil bahwa badan biaya utang dapat mengurangi oleh kepemilikan manajerial.

- f. Ira Prawita Sari dan Indira Januarti melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap *Leverage* dengan *Debt covenant* sebagai variabel moderating”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu suatu metode pengambilan sampel yang mengambil sampel dengan kriteria tertentu. Kriteria – kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi pada tahun 2006- 2010, menerbitkan laporan keuangan pada tahun 2006-2010, dan menyajikan *debt covenant*. Dengan metode *purposive sampling* diperoleh 31 sampel. Sampel tersebut dianalisis dengan menggunakan analisis regresi sederhana dan uji nilai selisih mutlak. Hasil analisis menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Selain itu, hasil analisis juga menunjukkan bahwa *debt covenant* terbukti secara signifikan memperlemah efek negatif *growth opportunity* terhadap *leverage*.
- g. Penelitian yang dilakukan oleh Desi Milanto dengan judul penelitian “Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang”. Sampel

yang digunakan dalam penelitian ini ialah perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2011. Penelitian ini menggunakan metode regresi berganda. Hasil dari analisis memperlihatkan bahwa pada periode 2009-2011 atas variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institutional, kebijakan dividen, struktur aset, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan merupakan variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang. Hasil dari penelitian ialah kepemilikan manajerial, kepemilikan institutional, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan merupakan variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang. Sedangkan kebijakan dividend an struktur aset tidak mempengaruhi kebijakan hutang.

- h. Penelitian oleh Rhini Fatmasari dengan judul "*The Relation Between Growth Opportunity, Leverage Policy, and Function og Covenant to Control The Agency Conflict Between Shareholders and Debtholders*". Penelitian ini menggunakan model panel data regresi. *Growth opportunity* dengan *leverage* terdapat pengaruh yang negatif. Variable moderating yaitu *covenant* dapat mengurangi pengaruh negative antara *Growth opportunity* dengan *leverage*.
- i. Penelitian yang dilakukan oleh Mathew T.Billet dan Henry B. Tippie dengan judul penelitian "*The Effect of Growth Opportunities on the Joint Choice of Leverage, Maturity and Covenant*". Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap

*leverage*. Namun penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh *growth opportunity* terhadap *leverage* berubah positif saat *debt covenant* atau *short term debt* memoderasi hubungan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa *debt covenant* maupun *short term debt* terbukti dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara *shareholders* dan *bondholders*.

- j. Penelitian yang dilakukan oleh Nasrizal, Kamaliah dan Tika Rahmi Syafitri dengan judul penelitian “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Saham Manajerial dan Kepemilikan Saham Institusional Terhadap Kebijakan Hutang”. Sampel penelitian ini ialah seluruh perusahaan yang listing di BEI seperti yang tercantum di Indonesian Capital Market Directory (ICMD) periode 2006-2008. Data dianalisis dengan menggunakan program SPSS. Hasil dari penelitiannya ialah hanya variabel kepemilikan saham institusional dan seluruh variabel kontrol yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh secara signifikan.

Tabel 2.1  
Penelitian-penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Steven dan Lina (2011)	Variabel Dependen: Kebijakan Hutang Variabel Independen: Kebijakan Dividen,	Kebijakan dividen, struktur aset, dan profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

		Investasi, struktur aset, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas dan kepemilikan manajerial.	Sedangkan investasi, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.
2.	Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009)	Variabel Dependen: Kebijakan Hutang Variabel Independen: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, <i>free cash flow</i> , dan profitabilitas	Kepemilikan manajerial, pembayaran dividen dan pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan institusional, profitabilitas dan <i>free cash flow</i> memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.
3.	Imam Syafi'i (2011)	Variabel Dependen: Kebijakan Hutang Variabel Independen: <i>Managerial ownership</i> , <i>free cash flow</i> dan <i>growth opportunity</i>	Terdapat pengaruh positif signifikan antara <i>free cash flow</i> dan <i>growth opportunity</i> dengan kebijakan hutang. Sedangkan untuk <i>managerial ownership</i> berpengaruh negatif tidak signifikan.
4.	Yeniatie dan Nicken Destriana (2010)	Variabel Dependen: Kebijakan Hutang Variabel Independen: Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan dan resiko bisnis	Terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional, struktur aset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan hutang. Sedangkan tidak terdapat pengaruh antara kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan risiko bisnis dengan kebijakan hutang.

5.	Tarjo dan DR. Jogiyanto HM, MBA, Ak (2003)	Variabel Dependen: Kebijakan Hutang Variabel Independen: <i>Free cash flow</i> dan kepemilikan manajerial	Terdapat hubungan yang positif antara <i>free cash flow</i> dengan kebijakan hutang dan terdapat hubungan yang negative antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.
6.	Ira Prawita Sari dan Indira Januarti (2011)	Variabel Dependen : Kebijakan Hutang Variabel Independen: <i>Growth Opportunity</i> Variabel Moderating : <i>Debt covenant</i>	<i>Growth opportunity</i> berpengaruh negative terhadap <i>leverage</i> , serta <i>debt covenant</i> terbukti secara signifikan memperlemah efek negative <i>growth opportunity</i> terhadap <i>leverage</i> .
7.	Desi Milanto (2012)	Variabel Dependen: Kebijakan Hutang Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan	Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kebijakan dividen dan struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
8.	Rhini Fatmasari (2011)	Variabel Dependen : Kebijakan Hutang Variabel Independen: <i>Growth Opportunity</i> Variabel Moderating : <i>Debt covenant</i>	<i>Growth opportunity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> , serta <i>debt covenant</i> terbukti secara signifikan memperlemah efek negative <i>growth opportunity</i> terhadap <i>leverage</i> namun tidak dapat menghilangkan pengaruh negative.
9.	Mathew T.Billet dan Henry B. Tippie	Variabel Dependen : Kebijakan Hutang Variabel Independen:	<i>Growth opportunity</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> , namun

	(2004)	<i>Growth Opportunity</i> Variabel Moderating : <i>Debt covenant</i>	pengaruh <i>growth opportunity</i> terhadap <i>leverage</i> berubah positif saat <i>debt covenant</i> atau <i>short term debt</i> memoderasi hubungan tersebut.
10.	Nasrizal, Kamaliah dan Tika Rahmi Syafitri (2010)	Variabel Dependen : Kebijakan Hutang Variabel Independen: <i>Free Cash Flow</i> , kebijakan dividen, kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional	Kepemilikan saham institusional berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang.

Sumber : Penelitian-penelitian terdahulu

### 2.3 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan telaah pustaka dan penelitian terdahulu tentang analisis faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, maka dalam penelitian ini mengangkat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, antarlain adalah struktur kepemilikan yang meliputi *free cash flow*, kebijakan dividen, dan *growth opportunity*.

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

Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas di bawah kendali manajemen. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab

mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost free cash flow* (Rizka dan Ratih, 2009). Jadi, *free cash flow* ialah salah satu hal yang membuat perusahaan membuat keputusan untuk melakukan pendanaan lewat hutang.

### 2.3.2 Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang

Dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperoleh selain keuntungan lain berupa *capital gain* oleh si pemegang saham. Dalam kata lain dividen dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada pemegang saham. Kebijakan dividen ini akan memiliki pengaruh terhadap terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan, turunnya pembayaran dividen menyebabkan naiknya laba ditahan yang meningkatkan *borrowing capacity* perusahaan untuk menambah hutang karena laba ditahan yang dimiliki dapat dijadikan jaminan bahwa perusahaan mampu membayar bunga dan pokok hutang (Steven dan Lina, 2011).

### 2.3.3 Pengaruh *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang

*Growth opportunity* ialah peluang pertumbuhan perusahaan. Biasanya perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan perusahaan merupakan perusahaan yang belum terlalu besar sehingga mereka cenderung menggunakan lebih banyak hutang karena mereka membutuhkan dana yang

besar untuk mengembangkan usahanya. Namun untuk perusahaan beesar yang akan memperluas usahanya juga sebagian besar menggunakan hutang pada pendanaannya. Semakin besar peluang perusahaan untuk tumbuh maka semakin besar dana yang dibiayai oleh hutang (Imam, 2011)

#### 2.3.4 Pengaruh *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang

Menurut Jensen (1986) dalam penelitian Ira Prawita Sari (2011) perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), aktif melakukan investasi, memiliki *cash flow* yang rendah dan asset in place yang kecil. Dalam keadaan demikian, perusahaan berpotensi mengalami *underinvestment problem*.

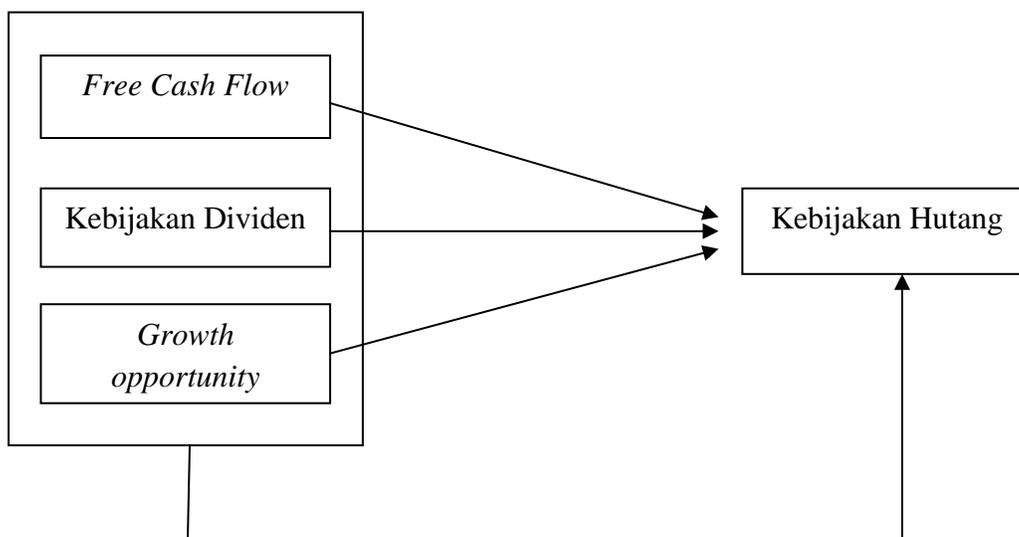
Selanjutnya Myers (1986) dalam penelitian Ira Prawita Sari (2011) menjelaskan bahwa *underinvestment problem* terjadi saat perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi menghadapikesempatan berinvestasi pada proyek dengan NPV positif yang mensyaratkanpenggunaan dana yang besar.

Dalam keadaan *free cash flow* rendah dan *assets in place* yang kecil, perusahaan akan mengambil utang untuk mengambil kesempatan investasi yang ada. Namun hal ini memungkinkan terjadinya konflik antara *shareholder* dan *bondholders*. *Shareholders* beranggapan bahwa keuntungan harus dibagi sebagai deviden. Sementara *bondholders* beranggapan bahwa keuntungan harus digunakan untuk melunasi utang. Pada keadaan seperti ini, perusahaan

akan memilih untuk meninggalkan proyek dengan NPV positif dan kehilangan kesempatan untuk tumbuh. Agar dapat meneruskan proyek –proyek dengan NPV positif perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi menggunakan dana internal atau menggunakan utang dalam jumlah kecil.

Berdasarkan beberapa uraian mengenai pengaruh variabel-variabel *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang di atas, maka sebagai acuan untuk merumuskan hipotesis, berikut disajikan kerangka pemikiran teoritis yang dituangkan dalam model penelitian seperti yang ditunjukkan pada gambar berikut:

Gambar 2.1  
Model Kerangka Pemikiran



## 2.4 Hipotesis

Berdasarkan permasalahan dan konsep pemikiran yang ada, hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini mengenai hubungan antar variabel adalah sebagai berikut:

- a.  $H_1$  : *Free cash flow* memberi pengaruh yang signifikan terhadap terhadap kebijakan hutang.
- b.  $H_2$  : Kebijakan dividen memberi pengaruh yang signifikan terhadap terhadap kebijakan hutang.
- c.  $H_3$  : *Growth opportunity* memberi pengaruh yang signifikan terhadap terhadap kebijakan hutang.
- d.  $H_4$  : *Free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* memberi pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang secara bersama-sama.

## **BAB III**

### **METODOLOGI PENELITIAN**

#### **3.1 Objek dan Ruang Lingkup Penelitian**

Obyek yang dilakukan pada penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan telah mempublikasikan laporan keuangannya di BEI. Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI digunakan sebagai objek karena perusahaan tersebut mempunyai kewajiban untuk menyampaikan laporan keuangan kepada pihak luar perusahaan. Perusahaan ini juga yang mempunyai potensi untuk melakukan hutang ke pihak lain dikarenakan merupakan industri terbesar di Indonesia. Jenis data yang diambil ialah data sekunder. Data tersebut ialah data yang diambil pada BEI yaitu, perusahaan manufaktur pada periode tahun 2008-2011 diketahui bahwa jumlah perusahaan manufaktur yang *go public* di BEI dan tercatat pada tahun 2008-2011 berturut-turut adalah 168 perusahaan yang terbagi dalam 18 kategori perusahaan.

Ruang lingkup penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2008 sampai dengan 2011

#### **3.2 Metode Penelitian**

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian deskriptif, yaitu analisis yang menekankan pada pembahasan data-data

dan subjek penelitian dengan menyajikan data-data secara sistematis dan tidak menyimpulkan hasil penelitian.

Pendekatan yang dipakai dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Kuantitatif adalah sekumpulan data yang dinyatakan dalam angka-angka sebagai hasil observasi atau pengumpulan. Peneliti menganalisa data dengan menggunakan analisis regresi untuk mengetahui hubungan antara variabel yang telah dirumuskan dalam hipotesis secara parsial. Sebelum melakukan analisis regresi terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik untuk mengetahui apakah data yang digunakan telah memenuhi syarat ketentuan dalam model regresi.

### **3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian**

Berikut ialah variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini ialah:

#### **3.3.1 Variabel Dependen**

Variabel dependen yaitu variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen.

##### **a. Kebijakan hutang**

Kebijakan hutang yang merupakan kebijakan yang diambil oleh perusahaan berkenaan dengan struktur hutang jangka panjang atau sumber pendanaan yang akan digunakan untuk berinvestasi atau melakukan ekspansi usaha. Kebijakan hutang diukur dengan rasio hutang (*debt to equity ratio*). Rasio ini menunjukkan perbandingan utang dan modal.

Berikut ialah rumusnya:

$$\text{DEBT} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

### 3.3.2 Variabel Independen

Variabel independen ialah variabel yang mempengaruhi variabel dependen. Adapun variabel independen dalam penelitian ini ialah :

#### a. *Free cash flow*

*Free cash flow* merupakan kelebihan arus kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross et al. (2000) dalam jurnal Tarjo (2003) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{FCF it} = \frac{\text{AKOit} - \text{Pmit} - \text{NWCit}}{\text{Ekuitas}}$$

Dalam hal ini:

FCFit : *Free cash flow*

AKOit : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

Pmit : Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

NWCit : Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Ekuitas : Ekuitas Perusahaan

#### b. Kebijakan Dividen

Dalam penelitian ini variabel kebijakan dividen dilambangkan dengan *dividend payout ratio* (DPR), yang merupakan rasio antara pembayaran

dividen yang diproyeksikan dengan DPS (*dividend per share*) terhadap EPS (*earning per share*) (Atmaja, Lukas Setia, 2003).

Rumus DPR dapat disebutkan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

EPS

Keterangan:

DPR = *Dividen Payout Ratio*

DPS = *Dividen Per Share*

EPS = *Earning Per Share*

c. *Growth opportunity*

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dan Hartono (1999) dalam jurnal Ira Prawita Sari dan Indira Januarti (2011) menyatakan bahwa penggunaan nilai pasar dalam membentuk rasio kesempatan investasi sudah tepat karena mampu menunjukkan potensi perusahaan untuk tumbuh (*growth opportunity*) di masa depan.

Rumusnya menurut Sofyan Syafri Harahap (2011:311) sebagai berikut:

$$\text{Market to Book Value Ratio} = \frac{\text{Nilai Pasar Saham}}{\text{Nilai Buku}}$$

### 3.4 Metode Penentuan Populasi atau Sampel

Populasi dalam penelitian ini ialah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2011. Sedangkan untuk pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan

menggunakan metode *sampling purposive* yaitu teknik pengumpulan sampel dengan pertimbangan tertentu.

Adapun yang menjadi kriteria dalam penentuan sampel pada penelitian ini adalah:

1. Perusahaan Manufaktur yang sesuai dengan jenis pengklasifikasian *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD).
2. Perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama periode penelitian dan laporan keuangan berakhir tanggal 31 Desember.
3. Perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan dengan mata uang rupiah.
4. Terdaftar di BEI minimal satu tahun sebelum periode pengamatan dan berturut-turut selama periode pengamatan yaitu tahun 2008-2011.
5. Perusahaan yang melaporkan dividen selama tahun 2008-2011

### **3.5 Prosedur Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi data laporan keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam kurun waktu 2008 sampai dengan 2011. Seluruh sumber data yang digunakan untuk menghitung setiap faktor yang akan diteliti diperoleh dari website idx dan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

### **3.6 Metode Analisis**

Analisis yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif yaitu sekumpulan data yang dinyatakan dalam angka-angka sebagai hasil

observasi atau pengumpulan. Analisis ini dengan menggunakan model regresi linier berganda (*multi linier regression method*). Analisis regresi linier berganda dipergunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen dengan skala pengukuran interval atau rasio dalam suatu persamaan linier.

Menurut Imam Ghozali (2011:95) hasil dari analisis regresi adalah berupa koefisien untuk masing-masing variabel independen. Koefisien ini diperoleh dengan cara memprediksi nilai variabel dependen dengan suatu persamaan. Proses analisis kuantitatif ini dilakukan dengan menggunakan perhitungan statistik sebagai berikut:

### 3.6.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dimaksudkan untuk memberikan penjelasan yang memudahkan peneliti dalam menginterpretasikan hasil analisis data dan pembahasannya. Statistik deskriptif berkaitan dengan pengumpulan dan peringkat data yang menggambarkan karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian ini.

### 3.6.2 Pengujian asumsi klasik

#### a. Uji Normalitas

Uji Normalitas yang digunakan dalam penelitian ini ialah uji Kolmogorov-Smirnov., P-Plot, dan skewnes kurtosis. Uji ini menguji data variabel bebas dan variabel terikat pada persamaan regresi yang dihasilkan, apakah berdistribusi normal atau berdistribusi tidak normal.

Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dari penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik normal. Persamaan regresi dikatakan baik jika mempunyai data variabel bebas dan data variabel terikat berdistribusi normal atau normal sama sekali (Danang Sunyoto, 2011:84)

Pengujian data normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov smirnov menggunakan *level of significant* yang digunakan ialah 0,05.

Dasar pengambilan keputusan ialah sebagai berikut :

Jika nilai Asymp. Sig. (2-tailed) < 0,05, maka data tidak berdistribusi normal.

Jika nilai Asymp. Sig. (2-tailed) > 0,05, maka data berdistribusi normal.

Uji normalitas dapat menggunakan uji Skewnes-kurtosis untuk memastikan normalitas menggunakan perhitungan. Skewnes berhubungan dengan simetri distribusi. Sedangkan kurtosis berhubungan dengan puncak dari suatu distribusi. Jika variabel distribusi secara normal maka nilai skewness dan kurtosis sama dengan nol. Perhitungan SK dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Z_{\text{skew}} = \frac{S - 0}{\sqrt{6/N}} \qquad Z_{\text{kurt}} = \frac{K - 0}{\sqrt{24/N}}$$

Dimana :

S : nilai skewnes

N : jumlah kasus

K : nilai kurtosis

b. Uji Multikolinieritas

Uji asumsi klasik jenis ini diterapkan untuk analisis regresi berganda yang terdiri atas dua atau lebih variabel bebas, dimana akan diukur tingkat asosiasi (keeratan) hubungan/pengaruh antarvariabel bebas tersebut melalui besaran koefisien korelasi (Danang Sunyoto, 2011:81). Menurut Imam Ghozali (2011:105) model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen dikarenakan bila terjadi korelasi diantara variabel maka variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal ialah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol.

Multikolinieritas dapat dilihat dari (a) Nilai *tolerance* dan lawannya (b) *Variance Inflation Factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena  $VIF = 1/Tolerance$ ). Nilai *cut-off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance*  $> 0.1$  atau sama dengan nilai  $VIF < 10$ .

Adapun dasar pengambilan keputusan:

Jika  $VIF > 10$  atau  $tolerance < 0,1$ , maka terjadi multikolinieritas.

Jika  $VIF < 10$  atau  $tolerance > 0,1$ , maka tidak terjadi multikolinieritas.

### c. Uji Autokorelasi

Persamaan regresi yang baik adalah yang tidak memiliki masalah autokorelasi. Jika terjadi autokorelasi maka persamaan tersebut menjadi tidak baik atau tidak layak dipakai prediksi. Masalah autokorelasi baru timbul jika ada korelasi secara linier antara kesalahan pengganggu periode  $t$  (berada) dan kesalahan pengganggu periode  $t-1$  (sebelumnya) (Danang Sunyoto, 2011:91). Untuk mengetahui gejala autokorelasi dapat menggunakan uji Durbin-Watson (DW). Uji ini menghasilkan nilai DW hitung dan nilai DW tabel ( $d_L$  &  $d_U$ ).

Adapun dasar pengambilan keputusan untuk mengetahui ada atau tidaknya gejala autokorelasi adalah:

**Tabel 3.1**  
**Kriteria Uji Durbin-Watson**

No	Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
1	Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < d_L$
2	Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$d_L < d < d_U$
3	Tidak ada korelasi negatif	Tolak	$4 - d_L < d < 4$
4	Tidak ada korelasi negatif	No decision	$4 - d_U < d < 4 - d_L$
5	Tidak ada autokorelasi, positif atau negatif	Tidak ditolak	$d_U < d < 4 - d_U$

Sumber: Imam Ghozali

#### d. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dan residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas (Imam Ghazali, 2011:139). Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas ialah dengan menggunakan uji *glejser*. Uji ini mengusulkan untuk meregresikan nilai residual yang diabsolutkan terhadap variabel independen.

Adapun dasar pengambilan keputusan:

Jika signifikan  $< 0.05$ , maka terjadi heteroskedastisitas.

Jika signifikan  $> 0.05$ , maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### 3.6.3 Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh variabel bebas *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap variabel terikatnya yaitu kebijakan hutang.

Bentuk persamaan regresi berganda yang dapat digunakan untuk penelitian ini adalah:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

Dimana :

Y = kebijakan hutang

$X_1$  = *free cash flow*

$X_2$  = Kebijakan dividen

$X_3$  = *growth opportunity*

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ , = koefisien regresi

$\alpha$  = konstanta

e = standar eror

#### 3.6.4 Uji Hipotesis

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan antara *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang. Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, digunakan metode uji signifikansi simultan (Uji Statistik t) dan uji signifikan parameter individual (Uji statistik F).

##### a. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistika t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011:98). Pengujian dengan uji t atau *t test* yaitu membandingkan antara t hitung dengan t tabel.

Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ( $\alpha=5\%$ ). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut :

1. Jika nilai signifikan  $> 0,05$  maka hipotesis ditolak. Ini berarti bahwa secara parsial variabel independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
2. Jika nilai signifikan  $\leq 0,05$  maka hipotesis diterima. Ini berarti secara parsial variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Pengambilan keputusan berdasarkan t hitung:

Ho diterima jika t hitung  $< t$  tabel

Ho ditolak jika t hitung  $> t$  tabel

b. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Menurut Ghozali (2001:98) uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimaksudkan dalam model mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ( $\alpha=5\%$ ).

Ketentuan penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut :

- 1) Jika nilai signifikan  $> 0,05$  maka hipotesis diterima (koefisien regresi tidak signifikan). Ini berarti bahwa secara simultan ketiga variabel

independen tersebut tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

- 2) Jika nilai signifikan  $\leq 0,05$  maka hipotesis ditolak (koefisien regresi signifikan). Ini berarti secara simultan ketiga variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Pengambilan keputusan berdasarkan F hitung terhadap F tabel:

- 1) Jika F hitung  $>$  F tabel, maka  $H_0$  ditolak
- 2) Jika F hitung  $<$  F tabel, maka  $H_0$  diterima

### 3.6.5 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara satu dan nol. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2001:97).

## BAB IV

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Deskripsi Unit Analisis/Observasi

Deskripsi unit analisis ini menjelaskan mengenai bagian hasil penelitian dan pembahasan tingkat variabel bebas (*independen*) dan variabel terikat (*dependen*). Penelitian ini meliputi analisis data yang terdiri dari analisis regresi berganda serta pengujian hipotesis untuk mengetahui apakah terdapat hubungan yang signifikan antara *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Penelitian ini menggunakan periode penelitian tahun 2008–2011.

Berdasarkan data yang diperoleh dari *Fact Book* pada website idx ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) tahun 2008-2012 diketahui bahwa jumlah perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2008-2011 sebanyak 168 perusahaan yang terbagi dalam 18 kategori perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa laporan keuangan yang diperoleh dari website idx yang merupakan website resmi dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam pengumpulan data adalah metode *purposive sampling*, yaitu metode pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan. Berdasarkan kriteria yang ditetapkan maka diperoleh sebanyak 15 perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel dalam

penelitian ini. Peneliti mengolah data selama 4 (empat) tahun dari 15 perusahaan tersebut sehingga jumlah data yang diteliti dalam penelitian ini sebanyak 60 data perusahaan manufaktur yang terdaftar pada tahun 2008-2011.

Berikut ialah data tabel yang menjadi kriteria dalam penelitian ini :

Tabel 4.1  
Kriteria Sampel

No	Kriteria Purposive Sampling	Sample
1.	Perusahaan Manufaktur yang sesuai dengan jenis pengklasifikasian <i>Indonesia Capital Market Directory</i> (ICMD).	168
2.	Perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama periode penelitian dan laporan keuangan berakhir tanggal 31 Desember.	113
3.	Perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan dengan mata uang rupiah.	112
4.	Terdaftar di BEI minimal satu tahun sebelum periode pengamatan dan berturut-turut selama periode pengamatan yaitu tahun 2008-2011.	108
5.	Perusahaan yang melaporkan dividen selama tahun 2008-2011	15

Sumber : Diolah penulis

#### 4.1.1 Analisis Statistik Deskriptif

Deskripsi statistik berkaitan dengan pengumpulan dan peringkat data yang menggambarkan karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian ini.

Deskriptif statistik keseluruhan variabel penelitian yang mencakup nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi adalah seperti yang terlihat dalam tabel dibawah ini:

**Tabel 4.2**  
**Deskripsi Statistik Variabel Penelitian**

<b>Variabel</b>	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std.Deviation</b>
Kebijakan Hutang	60	0,10	1,85	0,42	0,31
<i>Free cash flow</i>	60	-0,86	1,65	-0,39	0,45
Kebijakan dividen	60	0,07	1,23	0,54	0,31
<i>Growth opportunity</i>	60	0,22	38,97	4,11	7,27

Sumber: Data Sekunder diolah penulis

### **1. Kebijakan Hutang**

Berdasarkan tabel 4.1 maka dapat diketahui bahwa variabel kebijakan hutang memiliki nilai rata-rata sebesar 0,42. Hal ini berarti bahwa secara umum perusahaan manufaktur periode 2008-2011 memiliki jumlah hutang sebanyak 42% dari nilai ekuitas yang dimilikinya. Nilai minimum yang dimiliki oleh PT.Mandom Indonesia Tbk tahun 2010 sebesar 0,10 dan nilai maximum yang dimiliki oleh PT. Unilever Tbk pada tahun 2011 sebesar 1,85 dengan standar deviasi yaitu sebesar 0,31.

### **2. Free Cash Flow**

Berdasarkan tabel 4.1 maka dapat diketahui bahwa rata-rata *free cash flow* ialah sebesar -0,39. Hal ini berarti bahwa secara umum perusahaan manufaktur yang terdaftar tahun 2008-2011 memiliki aliran kas operasi yang lebih kecil

dari pengeluaran modal dan modal kerja bersihnya sebesar -39% dari jumlah ekuitasnya. Sedangkan nilai maksimumnya adalah 1,65 yang dimiliki oleh PT. Unilever tahun 2011 dan nilai minimum adalah -0,86 yaitu, yang dimiliki oleh PT. Sepatu Bata tahun 2008, dengan standar deviasi 0,45

### **3. Kebijakan Dividen**

Berdasarkan tabel 4.1 maka dapat diketahui bahwa rata-rata kebijakan dividen ialah 0,54. Hal ini berarti secara umum perusahaan manufaktur yang terdaftar tahun 2008-2011 membagikan dividen sebesar 54% dari laba per saham. Adapun nilai minimum dari DPR sebesar 0,07 dimiliki oleh PT. Sepatu Bata tahun 2008 dan nilai maximum sebesar 1,23 dimiliki perusahaan PT. Indo Kordsa tahun 2011 dengan standar deviasi 0,31

### **4. *Growth Opportunity***

Berdasarkan tabel 4.1 maka dapat diketahui bahwa rata-rata *Growth Opportunity* dalam penelitian ini ialah 4,11, hal ini berarti bahwa secara umum perusahaan manufaktur periode 2008-2011 memiliki nilai pasar saham 4,11% dari nilai buku. Nilai maksimumnya sebesar 38,97 yang dimiliki oleh PT.Unilever tahun 2011 sedangkan nilai minimumnya yaitu sebesar 0,22 dimiliki oleh PT.Mustika Ratu pada tahun 2008. Sedangkan nilai standar deviasi ialah 7,27.

## **4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan**

### **4.2.1 Hasil Penelitian**

#### **4.2.1.1 Uji Asumsi Klasik**

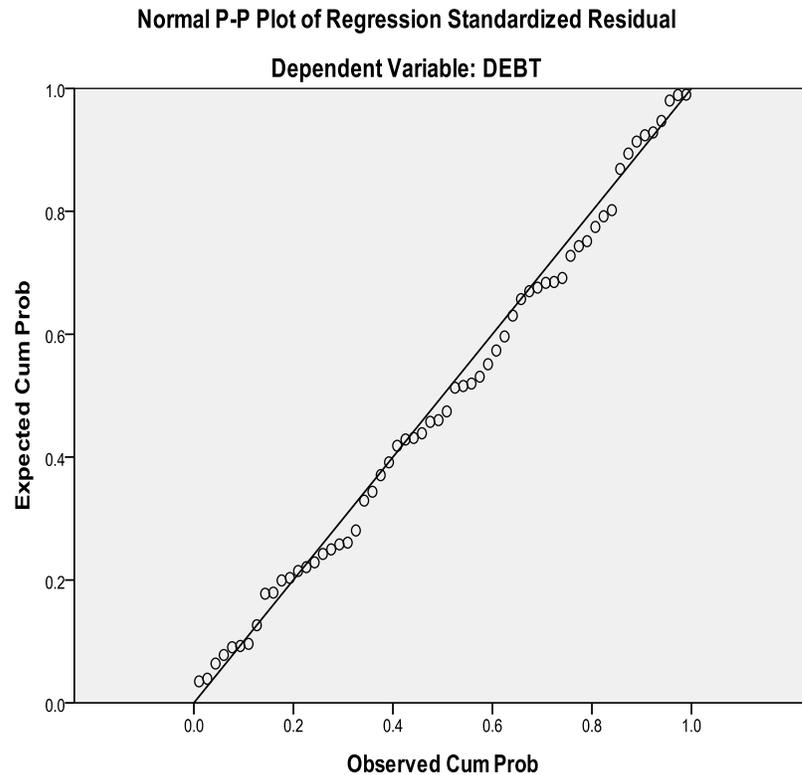
Uji asumsi klasik harus dilakukan dalam penelitian ini, untuk menguji apakah data memenuhi asumsi klasik. Hal ini untuk menghindari terjadi estimasi yang bias mengingat tidak semua data dapat diterapkan regresi. Pengujian yang dilakukan adalah uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

#### **4.2.1.2 Uji Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, masing-masing variabel mempunyai distribusi data yang normal. Model regresi yang baik ialah memiliki distribusi data yang normal atau mendekati normal.

Uji normalitas data dalam pengujian ini menggunakan metode normal probability plot (P-Plots) yang bertujuan untuk melihat apakah data telah berdistribusi normal atau tidak. Dasar pengambilan keputusan normal probability plot yaitu, bila data menyebar dan mengikuti arah garis diagonal. Serta menggunakan Skewnes Kurtosis yang memiliki prasyarat dengan menggunakan perhitungan rumus, dan normalitas dengan kolmogorov-smirnov dengan prasyarat  $\text{sig} > 0.05$ .

**Gambar 4.1**



Pada gambar 4.1 terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal dan penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data terdistribusi dengan normal.

Untuk normalitas dapat menggunakan uji statistik untuk menguji normalitas data adalah uji non-parametrik Kolmogorov-Smirnov. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%, sehingga suatu data terdistribusi dengan normal atau tidak secara statistik dengan melihat nilai signifikansinya.

Nilai signifikansi  $< 0,05$ , maka data terdistribusi secara tidak normal.

Nilai signifikansi  $> 0,05$ , maka data terdistribusi secara normal

**Tabel 4.3**  
**Uji Kolmogorov-Smirnov**

		Unstandardized Residual
N		60
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.13957095
Most Extreme Differences	Absolute	.066
	Positive	.066
	Negative	-.042
Kolmogorov-Smirnov Z		.475
Asymp. Sig. (2-tailed)		.978

Sumber: Data sekunder diolah

Hasil uji normalitas dengan menggunakan analisis normal uji Kolmogorov-Smirnov menampilkan semua variabel mempunyai distribusi normal. Data diatas dapat disimpulkan berdistribusi normal karena nilai Kolmogorov-Smirnov Z (Unstandardize) masih dalam range 0-1.96 dan nilai Asymp. Sig (2-tailed) lebih besar dari nilai  $\alpha$  0,05.

Selain itu uji normalitas dapat menggunakan uji Skewnes-kurtosis untuk memastikan normalitas menggunakan perhitungan. Skewnes berhubungan dengan simetri distribusi. Sedangkan kurtosis berhubungan dengan puncak dari suatu distribusi. Jika variabel distribusi secara normal maka nilai skewness dan kurtosis berada di rentang yaitu untuk alpha 0.05 nilai kritisnya  $\pm 1.96$ .

**Tabel 4.4**  
**Skewnes-Kurtosis**

	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	60	.391	.309	-.140	.608
Valid N (listwise)	60				

$$Z_{skew} = \frac{0,391 - 0}{\sqrt{6/60}} = 1,237011 \quad Z_{kurt} = \frac{-0,140 - 0}{\sqrt{24/60}} = -0,22125$$

Terlihat dari hasil berada diantara +/- 1.96 dengan menggunakan unstandardize residualnya maka data tersebut dikatakan normal.

#### 4.2.1.3 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas berhubungan dengan adanya korelasi antar variabel independen. Sebuah persamaan terjangkit penyakit ini bila dua atau lebih variabel independen memiliki tingkat korelasi yang tinggi. Sebuah persamaan dikatakan baik apabila persamaan tersebut memiliki independen yang saling berkorelasi.

Indikator yang bisa digunakan dalam uji multikolinieritas adalah :

- a. Mempunyai VIF (*variable Inflation Factor*) > 10 maka variabel tersebut memiliki koliniaritas yang tinggi.
- b. Mempunyai nilai tolerance > 0,10

Pada penelitian ini hasil perhitungan *tolerance* dan *variance inflasi factor* (VIF) adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**

Variabel	Tolerance	VIF	Kesimpulan
FCF	0,173	5,773	Tidak terjadi multikolinieritas
DPR	0,774	1,292	Tidak terjadi multikolinieritas
PBV	0,169	5,903	Tidak terjadi multikolinieritas

Sumber: Data sekunder diolah

Tabel 4.4 menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) tidak terdapat multikolinieritas karena nilai VIF tidak ada yang melebihi 10 dan nilai *tolerance* tidak ada yang kurang dari 0,10. Dari hasil tersebut maka dapat dikatakan bahwa model regresi terbebas dari multikolinieritas.

#### 4.2.1.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah untuk melihat apakah dalam suatu model regresi terjadi korelasi antara suatu periode  $t$  dengan periode sebelumnya ( $t-1$ ). Uji yang digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik autokorelasi adalah dengan uji Durbin-Watson (uji DW).

**Tabel 4.6**  
**Uji Autokorelasi**

Model	N	K	$d_L$	$d_U$	DW	Keputusan
1	60	3	1,4797	1,6889	1,733	Tidak ada autokorelasi, positif atau negatif

Sumber: Data sekunder diolah

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat nilai Durbin Watson yang dihasilkan dari model regresi adalah 1,733. Nilai DW berada pada kriteria 5 yaitu  $Du < Dw$

$Hit < (4-Du) = 1,6889 < 1,733 < 2,3111 (4-1,6889)$ . Sehingga dapat dikatakan bahwa model regresi terbebas dari autokorelasi.

#### 4.2.1.5 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dalam sebuah model regresi, bertujuan bahwa apakah suatu regresi tersebut terjadi ketidaksamaan varians dari residual dari setiap pengamatan ke pengamatan lainnya berbeda, maka disebut heteroskedastisitas. Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *Glejser*. Uji ini dilakukan untuk meregresikan nilai residual yang diabsolutkan terhadap variabel independen dengan kriteria nilai signifikansi  $> 0,05$ .

**Tabel 4.7**  
**Uji Heteroskedastisitas**

Variabel	Signifikansi	Keputusan
FCF	0,576	Tidak terjadi heteroskedastisitas
DPR	0,331	Tidak terjadi heteroskedastisitas
PBV	0,727	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Data sekunder diolah

Dari hasil SPSS, maka dapat dilihat bahwa tidak ada variabel independen yang tidak signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen dan probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5 % (0,05), serta dapat dilihat dari hasil *scatterplot* pada lampiran 7 data menyebar sempurna, sehingga dapat diambil kesimpulan model regresi tersebut tidak mengandung adanya heteroskedastisitas atau dapat dikatakan homokedastisitas.

## 4.2.2 Pengujian Hipotesis

### 4.2.2.1 Model Regresi Linier Berganda

Analisis pengaruh *Free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia dapat dijabarkan dengan analisis berganda. Dengan demikian persamaan regresi yang digunakan adalah  $Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$ , maka persamaan regresi dapat disusun adalah:

$$Y = 0.608 + 0,434 \text{ FCF} - 0,149 \text{ DPR} + 0,016 \text{ PBV} + e$$

Dari persamaan ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a) Nilai Konstanta (a) bernilai positif yaitu 0.608, hal ini menunjukkan bahwa apabila variabel *Free Cash Flow* ( $X_1$ ), Kebijakan Dividen ( $X_2$ ), *Growth Opportunity* ( $X_3$ ) nilainya 0, maka kebijakan hutang adalah 0,608.
- b) Koefisien regresi variabel FCF (*free cash flow*) bernilai positif sebesar 0,434, artinya jika variabel independen lain nilainya tetap dan FCF mengalami kenaikan Rp 1, maka kebijakan hutang (variabel Y) akan mengalami kenaikan sebesar 0,434. Koefisien bernilai positif antara *Free cash flow* dengan kebijakan hutang yang menyatakan bahwa semakin menambahnya *free cash flow* maka akan semakin meningkatnya kebijakan hutang.
- c) Koefisien regresi variabel Kebijakan Dividen (DPR) bernilai negatif sebesar -0,149 artinya jika variabel independen lain nilainya tetap dan

dividen perusahaan manufaktur mengalami penurunan 1%, maka DEBT (variabel Y) akan mengalami peningkatan 0,149. Koefisien bernilai negatif antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang yang menyatakan bahwa semakin kecilnya pembagian dividen maka kebijakan hutang akan semakin meningkat.

- d) Koefisien regresi variabel *Growth Opportunity* (PBV) bernilai positif sebesar 0,016, artinya jika variabel independen lain nilainya tetap dan *growth opportunity* perusahaan manufaktur mengalami kenaikan 1%, maka DEBT (variabel Y) akan mengalami peningkatan 0,016. Koefisien bernilai positif antara *growth opportunity* dengan kebijakan hutang yang menyatakan bahwa semakin meningkat *growth opportunity* suatu perusahaan maka semakin tinggi pula kebijakan hutang dalam perusahaan

#### 4.2.2.1.1 Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji t-statistik dilakukan untuk menyelidiki lebih lanjut mana diantara tiga variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Uji t-statistik dilakukan dengan membandingkan t hitung dengan t tabel, taraf signifikansi  $5\% : 2 = 2,5\%$  (Uji 2 sisi) dengan derajat kebebasan (df)  $n-k-1$  atau  $60-3-1= 56$  (n adalah jumlah sampel dan k adalah jumlah variabel independen). Dengan pengujian 2 sisi (signifikan = 0,025), maka hasil diperoleh untuk t tabel sebesar 2,00324.

**Tabel 4.8**  
**Uji Statistik t**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.608	.075		8.113	.000
FCF	.434	.100	.616	4.336	.000
DPR	-.149	.068	-.147	-2.188	.033
PBV	.016	.006	.362	2.523	.015

a. Dependent Variable: DEBT

Dari tabel 4.7 diatas, sehingga diperoleh hasil pengujian sebagai berikut:

- a. Variabel *free cash flow* ( $X_1$ ) memiliki t hitung sebesar 4,336. Dengan demikian tampak bahwa t-hitung > t-tabel. Disamping itu berdasarkan hasil SPSS, nilai t hitung sebesar 4,336 berada dalam taraf signifikan 0,000 (0%) yang berarti berada dibawah taraf signifikan 0,05 (5%). Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur, yakni pada *free cash flow* yang tinggi maka kebijakan hutangnya tinggi.
- b. Variabel kebijakan dividen ( $X_2$ ) memiliki t hitung sebesar -2,188. Dengan demikian tampak bahwa t-hitung > t-tabel. Disamping itu berdasarkan hasil SPSS, nilai t hitung sebesar -2,188 berada dalam taraf signifikan 0,033 (3,3%) yang berarti berada dibawah taraf signifikan 0,05 (5%). Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap

kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur, yakni pada kebijakan dividen yang rendah kebijakan hutangnya tinggi.

- c. Variabel *growth opportunity* ( $X_3$ ) memiliki t hitung sebesar 2,523. Dengan demikian tampak bahwa t-hitung  $>$  t-tabel. Disamping itu berdasarkan hasil SPSS, nilai t-hitung sebesar 2,523 berada dalam taraf signifikan 0,015 (1,5%) yang berarti berada dibawah taraf signifikan 0,05 (5%). Hal ini menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur, yakni pada tingkat *growth opportunity* yang tinggi maka kebijakan hutangnya tinggi juga.

#### 4.2.2.1.2 Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F)

Uji F-statistik digunakan untuk membuktikan hipotesis yang menyatakan ada pengaruh secara simultan antara *free cash flow*, kebijakan dividen, dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan Fhitung dengan Ftabel serta taraf signifikansi kurang dari 5% (0,05).

**Tabel 4.9**  
**Uji Statistik F**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.712	3	1.571	76.926	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1.143	56	.020		
	Total	5.856	59			

Sumber : Data Sekunder diolah, 2013

Dari tabel 4.8 diketahui bahwa Fhitung 76,926 dengan signifikansi sebesar 0,000 dan nilai F tabel 2,76 dengan taraf signifikansi 5 %. Dari hasil perhitungan menunjukkan bahwa F-hitung > F-tabel yaitu  $76,926 > 2,76$  dan taraf signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,000. Dengan demikian menunjukkan bahwa ada pengaruh secara simultan antara *free cash flow*, kebijakan dividen, dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2011.

#### 4.2.2.1.3 Koefisien Determinasi

Dalam uji regresi linier berganda ini dianalisis pula besarnya koefisien determinasi ( $R^2$ ) secara keseluruhan.

**Tabel 4.10**  
**Koefisien Determinasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.897 <sup>a</sup>	.805	.794	.14290

Sumber: Data sekunder diolah, 2013

Hasil pengujian menunjukkan  $R^2$  (*adjusted R<sup>2</sup>*) sebesar 0,794 ini berarti bahwa pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen sebesar 79,4 %. Jadi dapat dikatakan bahwa 79,4% besarnya kebijakan hutang perusahaan manufaktur disebabkan oleh *Free Cash Flow*,

Kebijakan dividen dan *growth opportunity*, sisanya 20,6% dipengaruhi oleh variabel lain.

### **4.2.3 Pembahasan**

Berdasarkan penyajian data hasil penelitian beserta pengolahannya yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2011, maka dalam pembahasan ini akan membahas hasil penelitian sesuai dengan permasalahan yang diajukan. Pembahasan masing-masing variabel pada penelitian adalah sebagai berikut:

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

Pada variabel *free cash flow*, hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Tanda positif yang diperoleh dalam penelitian ini mencerminkan adanya hubungan searah antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur yang memiliki kebijakan hutang yang tinggi sebagian besar memiliki *free cash flow* perusahaan yang tinggi juga. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia, penggunaan hutang yang tinggi dikarenakan mereka memiliki *free cash flow* yang tinggi.

Hal ini sesuai dengan teori menurut James dan John (2007) bila makin besar dan makin stabil arus kas masa depan yang diharapkan keuangan, makin besar pula kapasitas utang (*debt capacity*) keuangan. Seperti pada hasil

penelitian Rizka dan Ratih (2009) yang menyatakan bahwa adanya hubungan searah antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Serta ditemukan bahwa *free cash flow* mempengaruhi kebijakan hutang secara searah yaitu, bila *free cash flow* tinggi maka perusahaan memiliki kebijakan hutang yang tinggi dikarenakan perusahaan menggunakan hutang untuk mengurangi biaya *agency* yang timbul. Namun hasil berbeda yang ditemukan dalam penelitian Nasrizal, Kamaliah dan Tika Rahmi (2010) yang melakukan penelitian dengan hasil tidak adanya pengaruh dan hubungan yang signifikan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang.

Kesimpulan atas hasil pada penelitian ini, yaitu yang dilakukan untuk periode data penelitian tahun 2008-2011 menemukan bahwa *free cash flow* mampu untuk mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka mengurangi *agency cost* yaitu, bahwa bila *free cash flow* tinggi maka kebijakan hutang tinggi sehingga kebijakan hutang ini mampu mengurangi adanya biaya *agency* yang timbul pada saat *free cash flow* perusahaan tinggi. Hal ini juga menunjukkan bahwa meningkatnya perolehan *free cash flow* secara periodik akan berakibat pada adanya kenaikan atas penarikan sumber dana yang berasal dari pinjaman. Dengan demikian terjadi pengaruh yang searah antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang ialah bahwa *free cash flow* yang tinggi mengakibatkan kebijakan hutang tinggi.

#### **4.2.3.2 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang**

Dividen merupakan salah satu pertimbangan perusahaan dalam mengambil kebijakan hutang. Kebijakan dividen salah satu hal yang mempengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan. Kebijakan dividen memberikan hasil negatif dan namun signifikan. Hal ini berarti bahwa kebijakan dividen berbanding terbalik terhadap kebijakan hutang dan berpengaruh kepada kebijakan hutang perusahaan.

Hal ini selaras dengan hasil penelitian Steven dan Lina (2011) yang menyebutkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan dengan hubungan yang terbalik. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar dividen yang tetap tersebut. Sebaliknya jika perusahaan mempunyai banyak hutang, maka perusahaan akan mengurangi jumlah dividen karena sebagian besar keuntungan akan digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. Namun pada penelitian Rizka dan Ratih (2009) menemukan hasil bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Seperti yang dikatakan oleh teori farah margaretha bahwa kebijakan dividen penting bagi perusahaan dengan dua alasan. Pertama, pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan tersebut. Kedua, laba ditahan biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan

perusahaan. Sehingga apabila dividen tinggi, kebijakan hutang akan tinggi, dikarenakan bahwa dividen yang tinggi, laba ditahan akan cenderung rendah sehingga perusahaan memerlukan kebijakan hutang yang tinggi.

Seperti pada teori yang menyatakan bahwa sebuah perusahaan yang membayarkan dividennya akan berkurang kas perusahaannya sehingga perusahaan cenderung akan meminjam uang kepada kreditur. Sehingga pada teori tersebut disimpulkan bahwa kebijakan dividen yang tinggi justru membuat kebijakan hutang yang tinggi pula, dikarenakan bahwa perusahaan yang membagikan dividennya akan membutuhkan dana untuk operasionalnya. Seperti teori bahwa rasio pembayaran dividen mempengaruhi kebutuhan modal eksternal. Semakin tinggi rasio pembayaran dividen, makin kecil penambahan laba yang ditahan maka semakin besar modal eksternal yang diperlukan.

Hasil dari penelitian ini yang menyatakan bahwa perusahaan yang kebijakan dividennya tinggi, maka kebijakan hutangnya akan rendah. Sehingga dapat dilihat bahwa hal ini menyatakan bahwa pada kebijakan dividen yang tinggi, kebijakan hutang akan rendah. Dikarenakan pada kebijakan dividen yang tinggi perusahaan masih mampu mendanai operasi perusahaannya sehingga tidak memerlukan dana dari pihak eksternal. Dapat dilihat juga bahwa pada tahun penelitian 2008-2011 hasil yang didapat ialah sebagian besar rasio kebijakan hutangnya mendapat nilai yang kecil dibandingkan dengan rasio perhitungan kebijakan dividen. Sehingga hasilnya pun menyatakan bahwa kebijakan dividen dengan kebijakan hutang berpengaruh namun tidak searah.

#### 4.2.3.3 Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil hipotesis yang didapatkan, diketahui bahwa *growth opportunity* perusahaan berpengaruh searah terhadap kebijakan hutang, yang artinya bila *growth opportunity* meningkat maka kebijakan hutang suatu perusahaan pun meningkat.

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Imam Syafi'I (2011) bahwa *growth opportunity* mempengaruhi kebijakan hutang, sehingga semakin besar peluang pertumbuhan suatu perusahaan, semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Setiap perusahaan yang peluang pertumbuhannya semakin tinggi akan meningkatkan kepercayaan para kreditur dalam menyalurkan dana pinjamannya kepada perusahaan sehingga terdapat hubungan yang searah antara keduanya. Berbeda dengan hasil penelitian Ira dan Indira (2011) yang mendapatkan hasil bahwa *growth opportunity* mempengaruhi kebijakan hutang secara berbanding terbalik atau tidak searah. Jadi, pada *growth opportunity* yang tinggi, tingkat kebijakan hutangnya rendah. Namun dengan menggunakan *debt covenant* mampu memperlemah efek negative *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang.

Pertumbuhan perusahaan memang selalu menjadi harapan para pemegang saham, oleh karena itu pertumbuhan perusahaan yang tinggi menunjukkan prestasi dari manajemen sehingga semua manajemen menggunakan keahliannya untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan agar manajemen menerima tingkat imbalan yang sesuai. Sumber dana investasi yang

diperlukan berasal dari penarikan pinjaman sehingga keuntungan yang dihasilkan secara periodik sebagian besar akan tetap dialokasikan dalam pemenuhan kepentingan para pemegang saham dalam bentuk dividen. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan perusahaan yang tinggi menyebabkan kebijakan hutang yang tinggi pula.

Hasil dari penelitian tahun 2008-2011 yang menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dan searah antara *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang perusahaan, memperlihatkan bahwa pada tahun penelitian ini perusahaan manufaktur menghasilkan adanya pengaruh antara peluang pertumbuhan dengan kebijakan hutangnya. Adanya hubungan yang searah antara keduanya, memiliki arti bahwa semakin tinggi peluang pertumbuhan suatu perusahaan maka akan semakin tinggi juga tingkat kebijakan hutang suatu perusahaan, dengan kata lain perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan operasional perusahaannya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *growth opportunity* mempengaruhi kebijakan hutang secara searah, yakni bila *growth opportunity* meningkat maka kebijakan hutang suatu perusahaannya akan meningkat pula didukung dengan dibutuhkannya dana untuk perkembangan pertumbuhan perusahaan.

#### **4.2.3.4 Pengaruh *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen dan *Growth Opportunity* terhadap Kebijakan Hutang.**

Persamaan regresi memiliki nilai F hitung sebesar 76,926 yang lebih besar dari F tabel 2,76 dengan nilai signifikansi 0,000. Hal ini berarti persamaan regresi ini signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Berdasarkan hal tersebut menyatakan bahwa *free cash flow* (FCF), kebijakan dividen (DPR) dan *growth opportunity* (PBV) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang (DEBT). Ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan penjelas nyata pada variabel terikat.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat dapat dilihat dari nilai koefisien determinasinya (*adjusted R<sup>2</sup>*). Nilai koefisien determinasi dalam penelitian ini sebesar 0,794 yang memiliki arti bahwa kemampuan regresi untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 79,4%, sementara 20,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Variabel-variabel lain tersebut ialah seperti profitabilitas, pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, investasi, ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, resiko bisnis serta bisa juga memasukan variabel pajak dilihat dari berbagai macam cara pandangnya. Variabel-variabel tersebut juga merupakan variabel yang diidentifikasi memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini merupakan hasil penelitian baru yang menggabungkan antara variabel *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* dalam satu penelitian yang menganalisa variabel-variabel tersebut terhadap kebijakan hutang. Hasilnya menunjukkan bahwa ketiga variabel tersebut mampu mempengaruhi kebijakan hutang secara bersama-sama.

Seperti secara umum beberapa perusahaan menghasilkan banyak uang kas tetapi peluang jumlah investasinya terbatas-hal ini terjadi pada perusahaan-perusahaan dalam industri yang menguntungkan, juga matang, dimana hanya ada sedikit peluang pertumbuhan. Perusahaan tersebut juga biasanya membagikan persentase kas yang besar kepada pemegang saham, sehingga menarik kelompok investor yang memilih dividen yang tinggi dan menyebabkan perusahaan memiliki jumlah hutang yang rendah.

Pada penelitian ini dihasilkan bahwa variabel *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Perusahaan pada *free cash flow* yang tinggi serta dividen yang rendah dan *growth opportunity* yang tinggi memiliki tingkat hutang yang tinggi juga. Berbeda dengan teori yang disebutkan diatas bahwa pada *free cash flow* dan kebijakan dividen yang tinggi serta *growth opportunity* yang rendah perusahaan memiliki kebijakan hutang yang rendah. Hasil pada penelitian ini memang berbeda dengan yang disebutkan dalam teori, hal ini dikarenakan pada perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi, perusahaan memiliki peluang investasi yang tinggi juga dikarenakan perusahaan

manufaktur merupakan industri perusahaan yang masih berkembang dan memiliki tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi. Sehingga dividen perusahaan berada pada tingkat rendah dikarenakan *free cash flow* diinvestasikan pada investasi lain yang dianggap menguntungkan bagi manajemen dan bagi pemegang saham. Tingkat hutang pada perusahaan pun tinggi dikarenakan akan digunakan untuk operasional perusahaan pada perusahaan yang berpeluang pertumbuhan tinggi.

Oleh karena itu, pada penelitian ini dengan objek perusahaan manufaktur periode 2008-2011 memiliki hasil *free cash flow* yang tinggi, kebijakan dividen yang rendah serta *growth opportunity* yang tinggi berpengaruh terhadap kebijakan hutang sehingga kebijakan hutang tinggi.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan pada perusahaan manufaktur dan analisis dari penelitian ini serta didukung oleh teori yang diperoleh dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. *Free Cash Flow* memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang dan memiliki hubungan searah dengan kebijakan hutang. Sehingga dapat dikatakan bahwa bila *free cash flow* yang tinggi maka kebijakan hutang akan tinggi juga. Hal ini searah dengan teori yang menyatakan bahwa pada *free cash flow* yang tinggi menyebabkan kebijakan hutang yang tinggi juga dikarenakan kebijakan hutang dapat mengurangi biaya *agency* yang terjadi.
2. Kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang dan memiliki hubungan berbanding terbalik dengan kebijakan hutang. Hasil tersebut memperkuat pernyataan bahwa bila dividen tinggi maka kebijakan hutang akan rendah. Hal ini dikarenakan pada saat dividen tinggi, perusahaan masih mampu mendanai operasinya tanpa harus menggunakan dana dari pihak eksternal.
3. *Growth Opportunity* memiliki pengaruh dan searah terhadap kebijakan hutang. Sehingga apabila perusahaan memiliki *growth opportunity* yang tinggi maka kebijakan hutang akan tinggi pula dikarenakan perusahaan yang memiliki peluang

pertumbuhan tinggi cenderung meminjam hutang untuk perkembangan usaha dan operasi perusahaan.

4. Secara simultan bahwa *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pengaruhnya ialah dengan *free cash flow* yang tinggi, kebijakan dividen yang rendah dan *growth opportunity* yang tinggi perusahaan memiliki kebijakan hutang yang tinggi juga. Pada saat *free cash flow* perusahaan tinggi, perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi juga, namun perusahaan mengurangi pembagian dividen dikarenakan perusahaan berfokus pada peluang pertumbuhannya, untuk menunjang hal itu perusahaan menggunakan hutang sehingga kebijakan hutangnya tinggi.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Walaupun penelitian ini telah berhasil menguji hipotesis yang diajukan, namun disadari bahwa penelitian ini tidak sepenuhnya pada tingkat kebenaran mutlak, sehingga tidak menutup kemungkinan diadakannya penelitian lanjutan. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain :

- a. Dalam penelitian ini, peneliti hanya menggunakan *free cash flow*, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap kebijakan hutang yang masih dapat ditambah dengan variabel lainnya.
- b. Penelitian ini hanya menggunakan 15 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan dengan periode 4 tahun penelitian, sehingga

dikhawatirkan hasil penelitiannya ini kurang dapat mencerminkan hasil dari sampel perusahaan industri lainnya yang lebih luas.

### **5.3 Saran**

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka peneliti akan memberikan beberapa saran yang dapat diajukan ialah sebagai berikut:

1. Untuk penelitian selanjutnya, diharapkan peneliti dapat menambah variabel seperti profitabilitas, pertumbuhan penjualan, investasi, resiko bisnis, serta juga dapat dilihat dari hubungannya dengan pajak atau variabel lain yang termasuk variabel baru yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang serta peneliti selanjutnya juga dapat menggunakan proxy lain, sehingga dapat diperbandingkan dengan penelitian sebelumnya.
2. Penelitian selanjutnya juga dapat memperluas sampel diluar manufaktur seperti industri-industri lain yang terdapat di BEI serta menambah tahun penelitian.

### Daftar Pustaka

- Arieska, Metha dan Barbara Gunawan. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol.13 No.1 Mei 2011:13-23.
- Billet, Matthew et al. 2007. *Growth Opportunity and The Choice of Leverage, Debt Maturity and Covenants*. *The Journal of Finance*, Vol. LXII, No.2, pp 1-29. Diakses tanggal 1 Maret 2013, dari SSRN Electronic Journal.
- Brigham dan Houston. 2001. *Manajemen Keuangan Buku II*. Jakarta :Erlangga
- Brigham dan Houston. 2012. *Fundamentals of financial Management Concise Seventh Edition*. South Western : Cengage Learning, USA google books. Diakses tanggal 4.4.13
- Fatmasari, Rhini. 2011. Hubungan antara *Growth Opportunity* dengan *Debt Maturity* dan Kebijakan *Leverage* serta Fungsi *Covenant* dalam Mengontrol Konflik Keagenan antara *Shareholders* dengan *Debtholders*. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang :Badan Penerbit Undip
- Harahap, Sofyan Syafri. 2011. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta :Rajawali Pers.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 4. Yogyakarta : UPP AMP YKPM.
- Iman, Nofie. 2008. *Kiat-kiat membiakkan uang di masa sulit, Investasi untuk pemula*. Jakarta : PT. Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia. Diakses dari Google Books tanggal 14 Maret 2013.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.
- Keown, Arthur dan John. 2010. *Manajemen Keuangan, edisisepuluh*. Jakarta : PT Indeks

- Margaretha, Farah. 2005. *Teori dan Aplikasi Manajemen Keuangan: Investasi dan Sumber Dana Jangka Panjang*. Jakarta : PT Grasindo
- Milanto, Desi. 2012. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2009-2011) . *Jurnal Dinamika Manajemen* Vol.2 No.3. Diakses tanggal 11.3.2013.
- Nasrizal, Kamaliah dan Tika Rahmi Syafitri. 2010. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Kepemilikan Saham Institusional Terhadap Kebijakan Hutang. Diunduh dari website google tanggal 24 Maret 2013.
- Prawita Sari, Ira dan Indira Januarti. 2011. Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap *Leverage* dengan *Debt Covenant* Sebagai Variabel Moderating. Seminar Nasional Ilmu Ekonomi Terapan :Fakultas Ekonomi UNIMUS.
- Sawir, Agnes. 2004. *Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan*. Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama
- Setia, Lukas. 2003. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : CV Andi Offset
- Steven dan Lina. 2011. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.
- Sugiono, Arief. 2009. *Manajemen Keuangan untuk Praktisi Keuangan*. Jakarta : Grasindo
- Sunyoto, Danang. 2011. *Analisis Regresi dan Uji Hipotesis*. Yogyakarta : PT. Buku Seru.
- Sundjaja, Ridwan. 2002. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : PT Prenhallindo
- Syafi'i, Imam. 2011. *Managerial Ownership, Free Cash Flow, dan Growth Opportunity* Terhadap Kebijakan Utang. *Media Mahardika* Vol.10 No. 1 September 2011.
- Tarjo. 2003. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. Simposium Nasional Akuntansi VI Surabaya, 16-17 Oktober 2003.

Walsh, Ciaran. 2004. *Key Management Ratios*, rasio-rasio manajemen penting penggerak dan pengendali bisnis. Alih bahasa Shalahuddin Haikal.Yati Sumiharti, Suryadi Ed.Jakarta :Erlangga.

Yeniatie dan Nicken Destriana. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan NonKeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol 12 No.1 April 2010.

## Daftar Nama Sampel Perusahaan Manufaktur Periode 2008-2011

No	Kode	Nama	Industri
1	AUTO	PT. Astra Otoparts Tbk.	Otomotif dan Komponen
2	BATA	PT. Sepatu Bata Tbk	Alas Kaki
3	BRAM	PT. Indo Kordsa Tbk.	Otomotif dan Komponen
4	DLTA	PT. Delta Djakarta Tbk.	Makanan & Minuman
5	GGRM	PT. Gudang Garam Tbk.	Rokok
6	HMSP	PT. Hanjaya Mandala Sampora	Rokok
7	IKBI	PT. Sumi Indo Kabel Tbk.	Kabel
8	KAEF	PT. Kimia Farma Tbk.	Farmasi
9	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk.	Farmasi
10	LION	PT. Lion Metal Works Tbk.	Logam dan Sejenisnya
11	MRAT	PT. Mustika Ratu Tbk.	Kosmetik & Barang Keperluan Rumah Tangga
12	SMGR	PT. Semen Gresik Tbk.	Semen
13	TCID	PT. Mandom Indonesia Tbk.	Kosmetik & Barang Keperluan Rumah Tangga
14	TSPC	PT. Tempo Scan Pasific Tbk.	Farmasi
15	UNVR	PT. Unilever Indonesia Tbk.	Kosmetik & Barang Keperluan Rumah Tangga

Daftar Perhitungan Variabel  
Kebijakan Hutang  
(Y)

no	Kode	Tahun	Total Hutang	Total Ekuitas	DER
			(1)	(2)	1/2
1	AUTO	2008	1,190,886,000,000.00	2,652,969,000,000.00	0.45
		2009	1,262,292,000,000.00	3,208,778,000,000.00	0.39
		2010	1,482,705,000,000.00	4,103,147,000,000.00	0.36
		2011	2,241,333,000,000.00	4,722,894,000,000.00	0.47
2	BATA	2008	128,782,339,000.00	273,118,240,000.00	0.47
		2009	115,335,252,000.00	301,343,895,000.00	0.38
		2010	152,743,590,000.00	331,508,965,000.00	0.46
		2011	162,169,217,000.00	354,480,088,000.00	0.46
3	BRAM	2008	480,181,057,000.00	998,024,806,000.00	0.48
		2009	224,872,806,000.00	981,987,623,000.00	0.23
		2010	283,850,592,000.00	1,208,877,015,000.00	0.23
		2011	458,393,625,000.00	1,201,725,440,000.00	0.38
4	DLTA	2008	174,315,604,000.00	519,768,305,000.00	0.34
		2009	160,807,930,000.00	590,226,233,000.00	0.27
		2010	115,224,947,000.00	593,358,786,000.00	0.19
		2011	123,231,249,000.00	572,935,427,000.00	0.22
5	GGRM	2008	8,553,688,000,000.00	15,519,266,000,000.00	0.55
		2009	8,848,424,000,000.00	18,301,537,000,000.00	0.48
		2010	9,421,403,000,000.00	21,320,276,000,000.00	0.44
		2011	14,537,777,000,000.00	24,550,928,000,000.00	0.59
6	HMSP	2008	8,083,584,000,000.00	8,047,896,000,000.00	1.00
		2009	7,250,522,000,000.00	10,461,616,000,000.00	0.69
		2010	10,309,671,000,000.00	10,215,452,000,000.00	1.01
		2011	9,174,554,000,000.00	10,201,789,000,000.00	0.90
7	IKBI	2008	129,272,498,459.00	507,136,016,388.00	0.25
		2009	69,844,457,698.00	492,104,414,270.00	0.14
		2010	108,391,265,412.00	492,429,064,239.00	0.22
		2011	119,063,506,486.00	516,335,640,018.00	0.23
8	KAEF	2008	497,905,256,839.00	947,764,542,800.00	0.53
		2009	567,309,530,042.00	995,315,100,095.00	0.57
		2010	543,257,475,734.00	1,114,034,358,646.00	0.49
		2011	541,736,739,279.00	1,252,505,683,826.00	0.43
9	KLBF	2008	1,358,989,930,592.00	3,622,399,153,499.00	0.38
		2009	1,691,512,395,248.00	4,310,437,877,062.00	0.39
		2010	1,260,361,432,719.00	5,771,917,028,836.00	0.22
		2011	1,758,619,054,414.00	6,515,935,058,426.00	0.27
10	LION	2008	51,933,803,127.00	201,208,049,236.00	0.26
		2009	43,567,152,983.00	227,799,218,314.00	0.19
		2010	43,971,457,126.00	259,928,517,672.00	0.17
		2011	63,755,284,220.00	302,060,465,373.00	0.21
11	MRAT	2008	51,145,982,537.00	303,622,641,425.00	0.17
		2009	49,211,308,083.00	316,412,409,850.00	0.16
		2010	48,828,866,257.00	337,523,576,658.00	0.14
		2011	64,063,972,371.00	358,429,064,718.00	0.18

Daftar Perhitungan Variabel  
Kebijakan Hutang  
(Y)

no	Kode	Tahun	Total Hutang	Total Ekuitas	DER
			(1)	(2)	1/2
12	SMGR	2008	2,429,248,657,000.00	8,069,585,873,000.00	0.30
		2009	2,633,214,059,000.00	10,197,679,028,000.00	0.26
		2010	3,423,246,058,000.00	12,139,752,888,000.00	0.28
		2011	5,046,505,788,000.00	14,615,096,979,000.00	0.35
13	TCID	2008	94,623,628,100.00	816,166,049,465.00	0.12
		2009	113,822,972,438.00	880,797,253,531.00	0.13
		2010	98,758,035,129.00	948,480,404,874.00	0.10
		2011	110,452,261,687.00	1,020,412,800,735.00	0.11
14	TSPC	2008	655,932,334,006.00	2,235,687,760,131.00	0.29
		2009	819,647,097,648.00	2,408,870,867,823.00	0.34
		2010	944,862,700,629.00	2,644,733,210,591.00	0.36
		2011	1,204,438,648,313.00	3,045,935,747,008.00	0.40
15	UNVR	2008	3,397,915,000,000.00	3,100,312,000,000.00	1.10
		2009	3,776,415,000,000.00	3,702,819,000,000.00	1.02
		2010	4,652,409,000,000.00	4,048,853,000,000.00	1.15
		2011	6,801,375,000,000.00	3,680,937,000,000.00	1.85

Daftar Perhitungan Variabel  
Free Cash Flow  
(X1)

No	Kode	Tahun	Ako	PM	NWC	Ekuitas	FCF
			(1)	(2)	(3)	(4)	(1)-(2)-(3)/(4)
1	AUTO	2008	517,079,000.00	147,587,000.00	989,628,000.00	2,652,969,000.00	-0.23
		2009	595,745,000.00	88,577,000.00	1,150,908,000.00	3,208,778,000.00	-0.20
		2010	399,127,000.00	409,006,000.00	947,994,000.00	4,103,147,000.00	-0.23
		2011	258,576,000.00	697,618,000.00	671,637,000.00	4,722,894,000.00	-0.24
2	BATA	2008	-36,673,025.00	69,459,626.00	128,355,381.00	273,118,240.00	-0.86
		2009	80,886,504.00	28,920,237.00	139,284,178.00	301,343,895.00	-0.29
		2010	43,110,621.00	27,863,725.00	153,747,908.00	331,508,965.00	-0.42
		2011	70,623,707.00	20,853,944.00	167,820,811.00	354,480,088.00	-0.33
3	BRAM	2008	168,901,714.00	125,607,261.00	531,758,693.00	998,024,806.00	-0.49
		2009	213,251,329.00	-6,062,958.00	465,235,476.00	981,987,623.00	-0.25
		2010	57,464,276.00	163,773,480.00	545,241,688.00	1,208,877,015.00	-0.54
		2011	141,798,770.00	53,667,574.00	542,174,539.00	1,201,725,440.00	-0.38
4	DLTA	2008	162,006,513.00	6,133,105.00	400,615,497.00	519,768,305.00	-0.47
		2009	169,345,237.00	14,483,735.00	482,664,330.00	590,226,233.00	-0.56
		2010	31,742,557.00	15,769,242.00	476,556,946.00	593,358,786.00	-0.78
		2011	177,327,565.00	7,544,921.00	481,515,233.00	572,935,427.00	-0.54
5	GGRM	2008	2,260,895,000.00	911,790,000.00	9,338,044,000.00	15,519,266,000.00	-0.51
		2009	3,265,201,000.00	1,117,567,000.00	11,623,254,000.00	18,301,537,000.00	-0.52
		2010	2,872,598,000.00	1,183,351,000.00	14,426,360,000.00	21,320,276,000.00	-0.60
		2011	-90,307,000.00	1,645,910,000.00	16,847,435,000.00	24,550,928,000.00	-0.76
6	HMSP	2008	4,745,113,000.00	1,077,575,000.00	3,395,080,000.00	8,047,896,000.00	0.03
		2009	4,305,596,000.00	354,345,000.00	5,941,613,000.00	10,461,616,000.00	-0.19
		2010	7,059,975,000.00	-14,640,000.00	5,989,616,000.00	10,215,452,000.00	0.11
		2011	11,088,270,000.00	136,641,000.00	6,361,563,000.00	10,201,789,000.00	0.45
7	IKBI	2008	68,316,550.00	6,480,227.00	372,259,927.00	507,136,016.00	-0.61
		2009	112,732,402.00	12,871,383.00	359,104,491.00	492,104,414.00	-0.53
		2010	-36,294,909.00	1,860,545.00	373,974,506.00	492,429,064.00	-0.84
		2011	71,814,761.00	-6,136,044.00	414,268,668.00	516,335,640.00	-0.65
8	KAEF	2008	-22,080,322.00	24,755,164.00	500,762,935.00	947,764,543.00	-0.58
		2009	120,369,596.00	33,215,791.00	510,030,364.00	995,315,100.00	-0.42
		2010	139,119,874.00	34,835,336.00	669,726,175.00	1,114,034,359.00	-0.51
		2011	81,552,753.00	40,048,385.00	803,335,413.00	1,252,505,684.00	-0.61
9	KLBF	2008	807,700,535.00	279,033,525.00	2,917,683,006.00	3,622,399,153.00	-0.66
		2009	1,363,583,441.00	229,520,103.00	3,127,755,102.00	4,310,437,877.00	-0.46
		2010	1,253,907,864.00	215,119,207.00	3,885,055,771.00	5,771,917,029.00	-0.49
		2011	1,473,495,223.00	419,945,874.00	4,325,534,712.00	6,515,935,058.00	-0.50
10	LION	2008	28,539,587.00	4,906,675.00	180,943,635.00	201,208,049.00	-0.78
		2009	50,456,391.00	3,857,124.00	207,195,374.00	227,799,218.00	-0.70
		2010	32,525,842.00	1,780,240.00	242,535,343.00	259,928,518.00	-0.81
		2011	40,207,285.00	2,094,631.00	281,662,584.00	302,060,465.00	-0.81
11	MRAT	2008	30,430,824.00	10,712,064.00	231,000,337.00	303,622,641.00	-0.70
		2009	2,437,835.00	10,685,531.00	240,468,535.00	316,412,409.00	-0.79
		2010	4,613,811.00	7,768,231.00	252,570,868.00	337,523,577.00	-0.76
		2011	1,143,066.00	12,005,117.00	274,410,500.00	358,429,065.00	-0.80

Daftar Perhitungan Variabel  
Free Cash Flow  
(X1)

No	Kode	Tahun	Ako	PM	NWC	Ekuitas	FCF
			(1)	(2)	(3)	(4)	(1)-(2)-(3)/(4)
12	SMGR	2008	2,628,307,576.00	835,818,817.00	4,992,832,740.00	8,069,585,873.00	-0.40
		2009	4,246,497,651.00	1,097,497,722.00	5,912,198,900.00	10,197,679,028.00	-0.27
		2010	3,378,416,266.00	4,022,902,369.00	4,828,349,310.00	12,139,752,888.00	-0.45
		2011	4,415,753,322.00	4,464,933,702.00	4,757,007,656.00	14,615,096,979.00	-0.33
13	TCID	2008	101,359,600.00	117,162,592.00	435,810,755.00	816,166,049.00	-0.55
		2009	188,221,656.00	59,759,645.00	485,459,642.00	880,797,254.00	-0.41
		2010	157,211,149.00	27,579,990.00	553,623,448.00	948,480,405.00	-0.45
		2011	73,140,815.00	63,684,442.00	614,665,974.00	1,020,412,801.00	-0.59
14	TSPC	2008	292,296,080.00	104,301,684.00	1,518,650,123.00	2,235,687,760.00	-0.60
		2009	476,589,761.00	99,494,706.00	1,675,348,626.00	2,408,870,868.00	-0.54
		2010	578,089,303.00	103,681,195.00	1,857,713,290.00	2,644,733,211.00	-0.52
		2011	587,799,606.00	252,196,241.00	2,109,327,330.00	3,045,935,747.00	-0.58
15	UNVR	2008	2,785,785,000.00	488,163,000.00	12,184,000.00	3,100,312,000.00	0.74
		2009	3,280,710,000.00	628,659,000.00	143,924,000.00	3,702,819,000.00	0.68
		2010	3,619,189,000.00	1,273,913,000.00	(654,810,000.00)	4,048,853,000.00	0.74
		2011	5,461,876,000.00	1,419,527,000.00	(2,028,375,000.00)	3,680,937,000.00	1.65

Daftar Perhitungan Variabel  
Kebijakan Dividen  
(X2)

No	Kode	Tahun	Dividen per Share	Earning Per Share	Dividen payout ratio
			(1)	(2)	(1)/(2)
1	AUTO	2008	294.00	733.99	0.40
		2009	598.00	996.25	0.60
		2010	592.00	1,479.83	0.40
		2011	105.00	286.75	0.37
2	BATA	2008	816.00	12,120.21	0.07
		2009	2,158.00	4,075.43	0.53
		2010	1,300.00	4,690.39	0.28
		2011	1,231.45	4,355.01	0.28
3	BRAM	2008	125.00	210.61	0.59
		2009	125.00	160.23	0.78
		2010	125.00	298.13	0.42
		2011	150.00	122.18	1.23
4	DLTA	2008	3,500.00	5,230.34	0.67
		2009	9,500.00	7,900.00	1.20
		2010	10,500.00	8,715.13	1.20
		2011	11,000.00	9,474.39	1.16
5	GGRM	2008	350.00	977.34	0.36
		2009	650.00	1,796.02	0.36
		2010	880.00	2,154.93	0.41
		2011	1,000.00	2,576.86	0.39
6	HMSP	2008	110.00	888.72	0.12
		2009	765.00	1,160.70	0.66
		2010	1,640.00	1,465.08	1.12
		2011	1,750.00	1,836.88	0.95
7	IKBI	2008	125.00	319.24	0.39
		2009	32.00	93.85	0.34
		2010	10.00	15.03	0.67
		2011	42.00	58.45	0.72
8	KAEF	2008	2.49	9.97	0.25
		2009	3.38	11.25	0.30
		2010	5.00	24.98	0.20
		2011	6.19	30.93	0.20
9	KLBF	2008	12.50	69.60	0.18
		2009	25.00	91.47	0.27
		2010	70.00	126.66	0.55
		2011	95.00	151.61	0.63
10	LION	2008	135.00	727.48	0.19
		2009	125.00	646.21	0.19
		2010	200.00	742.68	0.27
		2011	300.00	1,009.98	0.30

Daftar Perhitungan Variabel  
Kebijakan Dividen  
(X2)

No	Kode	Tahun	Dividen per Share	Earning Per Share	Dividen payout ratio
			(1)	(2)	(1)/(2)
11	MRAT	2008	13.02	52.08	0.25
		2009	9.82	49.10	0.20
		2010	11.41	57.05	0.20
		2011	32.60	60.25	0.54
12	SMGR	2008	215.19	425.45	0.51
		2009	308.45	560.82	0.55
		2010	306.26	612.53	0.50
		2011	330.89	667.72	0.50
13	TCID	2008	300.00	571.22	0.53
		2009	320.00	619.75	0.52
		2010	340.00	653.74	0.52
		2011	370.00	697.75	0.53
14	TSPC	2008	75.00	71.26	1.05
		2009	35.00	79.99	0.44
		2010	100.00	108.64	0.92
		2011	75.00	130.07	0.58
15	UNVR	2008	315.00	315.50	1.00
		2009	399.00	398.97	1.00
		2010	444.00	443.90	1.00
		2011	546.00	545.78	1.00

Daftar Perhitungan Variabel  
*Growth Opportunity*  
 (X3)

No	Kode	Tahun	Closing price	Nilai buku	PBV
			(1)	(2)	(1)/(2)
1	AUTO	2008	3,500.00	3,440.24	1.02
		2009	5,750.00	4,160.99	1.38
		2010	13,950.00	5,006.54	2.79
		2011	3,400.00	1,224.88	2.78
2	BATA	2008	20,500.00	21,009.10	0.98
		2009	36,000.00	23,180.30	1.55
		2010	67,600.00	25,500.69	2.65
		2011	55,000.00	27,267.70	2.02
3	BRAM	2008	1,800.00	2,217.83	0.81
		2009	1,450.00	2,182.19	0.66
		2010	2,400.00	2,383.46	1.01
		2011	2,150.00	2,670.50	0.81
4	DLTA	2008	20,000.00	32,458.78	0.62
		2009	62,000.00	36,858.77	1.68
		2010	120,000.00	36,074.53	3.33
		2011	111,500.00	35,778.99	3.12
5	GGRM	2008	4,250.00	8,065.78	0.53
		2009	21,550.00	9,511.80	2.27
		2010	40,000.00	11,016.73	3.63
		2011	62,050.00	12,759.77	4.86
6	HMSP	2008	8,100.00	1,836.16	4.41
		2009	10,400.00	2,386.86	4.36
		2010	28,150.00	2,330.47	12.08
		2011	39,000.00	2,327.58	16.76
7	IKBI	2008	500.00	1,657.31	0.30
		2009	1,620.00	1,608.18	1.01
		2010	1,200.00	1,609.25	0.75
		2011	750.00	1,641.25	0.46
8	KAEF	2008	76.00	170.65	0.45
		2009	127.00	179.21	0.71
		2010	159.00	200.58	0.79
		2011	340.00	225.51	1.51
9	KLBF	2008	400.00	356.68	1.12
		2009	1,300.00	424.42	3.06
		2010	3,250.00	529.12	6.14
		2011	3,400.00	641.58	5.30
10	LION	2008	3,075.00	3,868.20	0.79
		2009	2,100.00	4,379.41	0.48
		2010	3,800.00	4,997.09	0.76
		2011	5,250.00	5,807.07	0.90

Daftar Perhitungan Variabel  
*Growth Opportunity*  
(X3)

No	Kode	Tahun	Closing price	Nilai buku	PBV
			(1)	(2)	(1)/(2)
11	MRAT	2008	153.00	709.40	0.22
		2009	395.00	739.28	0.53
		2010	650.00	788.58	0.82
		2011	500.00	837.45	0.60
12	SMGR	2008	4,175.00	1,360.46	3.07
		2009	7,550.00	1,719.24	4.39
		2010	9,450.00	2,024.18	4.67
		2011	11,450.00	2,463.97	4.65
13	TCID	2008	5,500.00	4,059.18	1.35
		2009	8,100.00	4,380.62	1.85
		2010	7,200.00	4,717.24	1.53
		2011	7,700.00	5,075.00	1.52
14	TSPC	2008	400.00	496.82	0.81
		2009	730.00	535.30	1.36
		2010	1,710.00	578.69	2.95
		2011	2,550.00	676.87	3.77
15	UNVR	2008	7,800.00	406.33	19.20
		2009	11,050.00	485.30	22.77
		2010	16,500.00	530.20	31.12
		2011	18,800.00	482.43	38.97

Tabulasi data Variabel Independen dan Dependen  
Perusahaan Manufaktur periode 2008-2011

no	Tahun	Kode Emiten	nama	debt	fcf	dpr	pbv
				Y	X1	X2	X3
1	2008	AUTO	<i>Astra Autopart</i>	0.45	-0.23	0.40	1.02
2	2008	BATA	Sepatu Bata	0.47	-0.86	0.07	0.98
3	2008	BRAM	<i>Indo Kordsa</i>	0.48	-0.49	0.59	0.81
4	2008	GGRM	<i>Gudang Garam</i>	0.55	-0.51	0.36	0.53
5	2008	DLTA	Delta Jakarta	0.34	-0.47	0.67	0.62
6	2008	HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	1.00	0.03	0.12	4.41
7	2008	IKBI	<i>Sumi Indo Kabel</i>	0.25	-0.61	0.39	0.30
8	2008	KAEF	<i>Kimia Farma</i>	0.53	-0.58	0.25	0.45
9	2008	KLBF	<i>Kalbe Farma</i>	0.38	-0.66	0.18	1.12
10	2008	LION	<i>Lion Metal Works</i>	0.26	-0.78	0.19	0.79
11	2008	SMGR	Semen Gresik	0.30	-0.40	0.51	3.07
12	2008	MRAT	<i>Mstika Ratu</i>	0.17	-0.70	0.25	0.22
13	2008	TCID	Mandom Ind	0.12	-0.55	0.53	1.35
14	2008	TSPC	<i>Tempo Scan Pasific</i>	0.29	-0.60	1.05	0.81
15	2008	UNVR	Unilever Ind	1.10	0.74	1.00	19.20
16	2009	AUTO	<i>Astra Autopart</i>	0.39	-0.20	0.60	1.38
17	2009	BATA	Sepatu Bata	0.38	-0.29	0.53	1.55
18	2009	BRAM	<i>Indo Kordsa</i>	0.23	-0.25	0.78	0.66
19	2009	GGRM	<i>Gudang Garam</i>	0.48	-0.52	0.36	2.27
20	2009	DLTA	Delta Jakarta	0.27	-0.56	1.20	1.68
21	2009	HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	0.69	-0.19	0.66	4.36
22	2009	IKBI	<i>Sumi Indo Kabel</i>	0.14	-0.53	0.34	1.01
23	2009	KAEF	<i>Kimia Farma</i>	0.57	-0.42	0.30	0.71
24	2009	KLBF	<i>Kalbe Farma</i>	0.39	-0.46	0.27	3.06
25	2009	LION	<i>Lion Metal Works</i>	0.19	-0.70	0.19	0.48
26	2009	SMGR	Semen Gresik	0.26	-0.27	0.55	4.39
27	2009	MRAT	<i>Mstika Ratu</i>	0.16	-0.79	0.20	0.53
28	2009	TCID	Mandom Ind	0.13	-0.41	0.52	1.85
29	2009	TSPC	<i>Tempo Scan Pasific</i>	0.34	-0.54	0.44	1.36
30	2009	UNVR	Unilever Ind	1.02	0.68	1.00	22.77
31	2010	AUTO	<i>Astra Autopart</i>	0.36	-0.23	0.40	2.79
32	2010	BATA	Sepatu Bata	0.46	-0.42	0.28	2.65
33	2010	BRAM	<i>Indo Kordsa</i>	0.23	-0.54	0.42	1.01
34	2010	GGRM	<i>Gudang Garam</i>	0.44	-0.60	0.41	3.63
35	2010	DLTA	Delta Jakarta	0.19	-0.78	1.20	3.33
36	2010	HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	1.01	0.11	1.12	12.08
37	2010	IKBI	<i>Sumi Indo Kabel</i>	0.22	-0.84	0.67	0.75
38	2010	KAEF	<i>Kimia Farma</i>	0.49	-0.51	0.20	0.79
39	2010	KLBF	<i>Kalbe Farma</i>	0.22	-0.49	0.55	6.14
40	2010	LION	<i>Lion Metal Works</i>	0.17	-0.81	0.27	0.76
41	2010	SMGR	Semen Gresik	0.28	-0.45	0.50	4.67

Tabulasi data Variabel Independen dan Dependen  
Perusahaan Manufaktur periode 2008-2011

no	Tahun	Kode Emiten	nama	debt	fcf	dpr	pbv
				Y	X1	X2	X3
42	2010	MRAT	<i>Mstika Ratu</i>	0.14	-0.76	0.20	0.82
43	2010	TCID	Mandom Ind	0.10	-0.45	0.52	1.53
44	2010	TSPC	<i>Tempo Scan Pasific</i>	0.36	-0.52	0.92	2.95
45	2010	UNVR	Unilever Ind	1.15	0.74	1.00	31.12
46	2011	AUTO	<i>Astra Autopart</i>	0.47	-0.24	0.37	2.78
47	2011	BATA	Sepatu Bata	0.46	-0.33	0.28	2.02
48	2011	BRAM	<i>Indo Kordsa</i>	0.38	-0.38	1.23	0.81
49	2011	GGRM	<i>Gudang Garam</i>	0.59	-0.76	0.39	4.86
50	2011	DLTA	Delta Djakarta	0.22	-0.54	1.16	3.12
51	2011	HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	0.90	0.45	0.95	16.76
52	2011	IKBI	<i>Sumi Indo Kabel</i>	0.23	-0.65	0.72	0.46
53	2011	KAEF	<i>Kimia Farma</i>	0.43	-0.61	0.20	1.51
54	2011	KLBF	<i>Kalbe Farma</i>	0.27	-0.50	0.63	5.30
55	2011	LION	<i>Lion Metal Works</i>	0.21	-0.81	0.30	0.90
56	2011	SMGR	Semen Gresik	0.35	-0.33	0.50	4.65
57	2011	MRAT	<i>Mstika Ratu</i>	0.18	-0.80	0.54	0.60
58	2011	TCID	Mandom Ind	0.11	-0.59	0.53	1.52
59	2011	TSPC	<i>Tempo Scan Pasific</i>	0.40	-0.58	0.58	3.77
60	2011	UNVR	Unilever Ind	1.85	1.65	1.00	38.97

### Hasil Uji Asumsi Klasik

#### Uji Normalitas

##### Skewnes-Kurtosis

##### Descriptive Statistics

	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	60	.391	.309	-.140	.608
Valid N (listwise)	60				

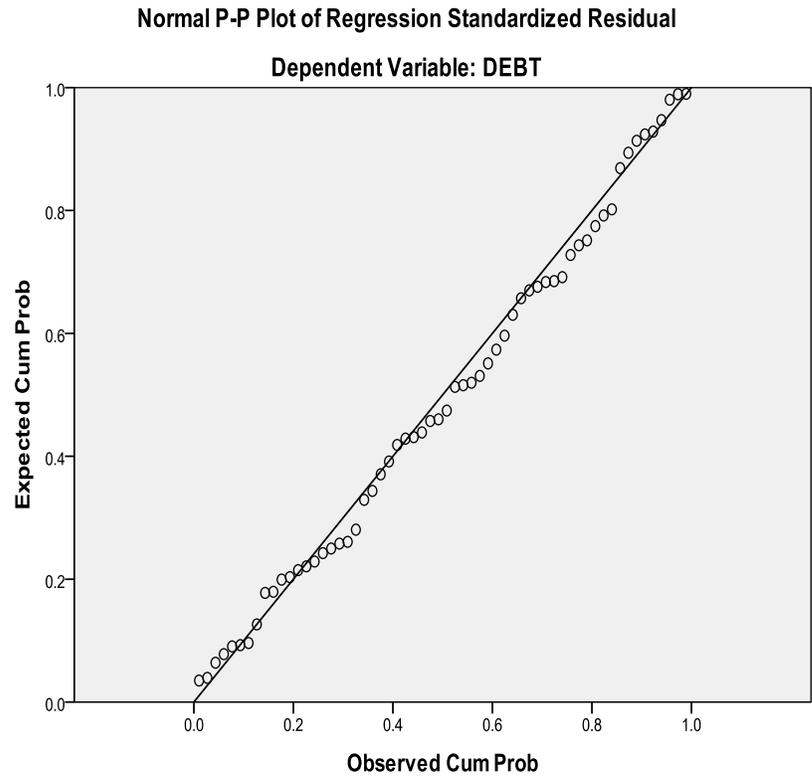
##### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		60
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.13921537
Most Extreme Differences	Absolute	.061
	Positive	.061
	Negative	-.038
Kolmogorov-Smirnov Z		.475
Asymp. Sig. (2-tailed)		.978

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

**Hasil Uji Asumsi Klasik**



**Uji Autokorelasi**

**Model Summary(b)**

Mode	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.897(a)	.805	.794	.14326	1.733

a Predictors: (Constant), PBV, DPR, FCF

b Dependent Variable: DEBT

## Hasil Uji Asumsi Klasik

## Uji Multikolenieritas

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Tolerance	VIF
1 (Constant)	.608	.075		
FCF(X1)	.434	.100	.173	5.784
DPR(X2)	-.149	.068	.774	1.293
PBV(X3)	.016	.006	.169	5.905

a. Dependent Variable: DEBT

## Uji Heterokedastisitas

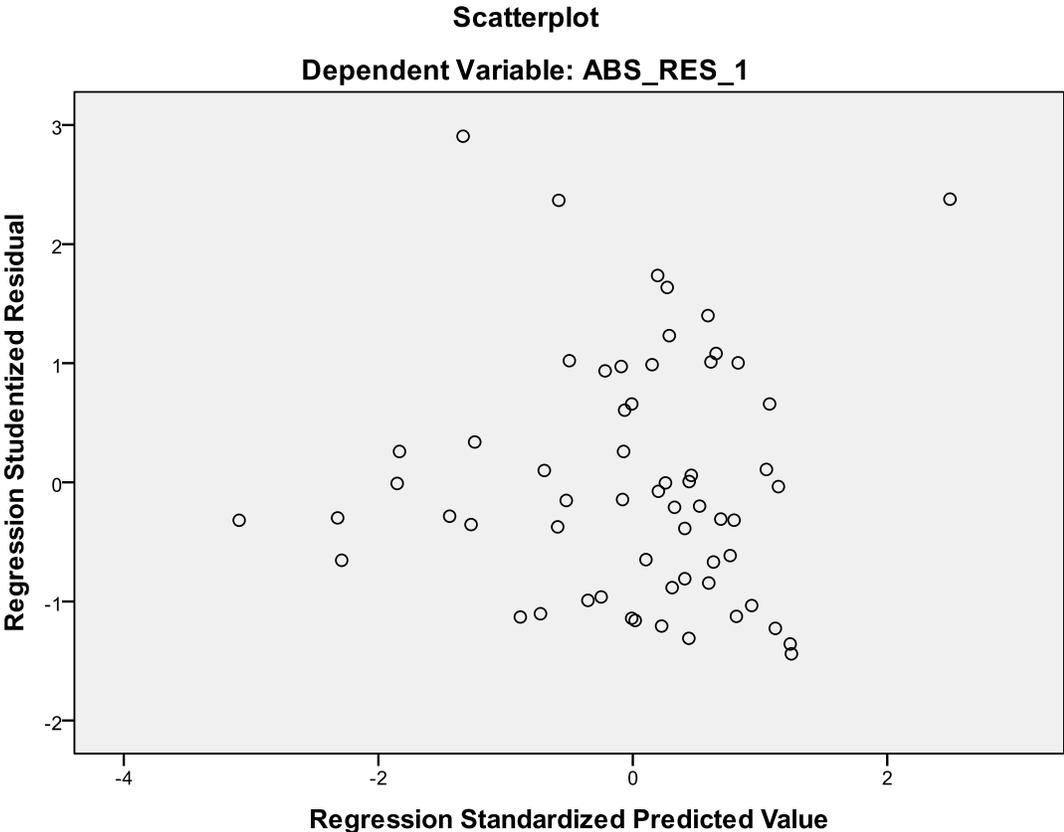
Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.150	.045		3.364	.001
FCF(X1)	.034	.060	.179	.562	.576
DPR(X2)	-.040	.041	-.148	-.982	.331
PBV(X3)	-.001	.004	-.113	-.351	.727

a. Dependent Variable: ABS\_RES\_1

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Heterokedasitas dengan *scatterplot*



### Hasil Uji Hipotesis

#### Uji Hipotesis Regresi

##### Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.608	.075		8.113	.000
FCF(X1)	.434	.100	.616	4.336	.000
DPR(X2)	-.149	.068	-.147	-2.188	.033
PBV(X3)	.016	.006	.362	2.523	.015

a. Dependent Variable: DEBT

#### Uji t

##### Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.608	.075		8.113	.000
FCF(X1)	.434	.100	.616	4.336	.000
DPR(X2)	-.149	.068	-.147	-2.188	.033
PBV(X3)	.016	.006	.362	2.523	.015

a. Dependent Variable: DEBT

### Hasil Uji Hipotesis

#### Uji F

##### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.712	3	1.571	76.926	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1.143	56	.020		
	Total	5.856	59			

a. Predictors: (Constant), PBV, DPR, FCF

b. Dependent Variable: DEBT

#### R-square

##### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.897 <sup>a</sup>	.805	.794	.14290

a. Predictors: (Constant), PBV, DPR, FCF

b. Dependent Variable: DEBT

## DAFTAR RIWAYAT HIDUP



Puspa Indah Nurfitriani atau lebih akrab dipanggil Puspa, dilahirkan di Kuningan pada tanggal 27 April 1989. Anak pertama dari 2 (dua) bersaudara. Keturunan dari pasangan Bapak Heryanto dan Ibu Nunung Nurhimah. Alamat tempat tinggal di Jalan Utan Panjang III No.36 RT 010/RW 05, Kemayoran, Jakarta Pusat, 10650

Peneliti memulai pendidikan formal di TK Dewi Sartika tahun 1993 serta TK Dewi Kania 1994. Pada tahun 1995 masuk SDN Harapan Mulya 01 Pagi. Kemudian melanjutkan ke SMP Negeri 78 Jakarta dan lulus pada tahun 2003. Setelah itu melanjutkan ke SMA Negeri 1 Jakarta dan lulus pada tahun 2006. Pada tahun 2007 peneliti terdaftar sebagai mahasiswi Universitas Negeri Jakarta dan menyelesaikan pendidikan sebagai Ahli Madya Jurusan Akuntansi pada tahun 2010. Kemudian peneliti melanjutkan jenjang pendidikan sarjana pada Alih Program Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Negeri Jakarta dari tahun 2011 sampai dengan sekarang.

Peneliti pernah menjalani Praktek Kerja Lapangan (PKL) di Departemen Pertanian pada tahun 2009 dan pada PT. Nutrifood Indonesia tahun 2012. Judul skripsi yang ditulis peneliti ialah Pengaruh *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen dan *Growth Opportunity* terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2011.