

PENGARUH ARUS KAS BEBAS, PERTUMBUHAN DAN STRUKTUR ASET KEBIJAKAN UTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Oleh:

Kiki Fadhillah¹, Jubaedah¹

E-mail:jubaedah_nawir@yahoo.co.id

¹Dosen Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Jakarta

ABSTRACT

This study is conducted to examine the effect of variables Free Cash Flow, Growth and Asset Structure on Debt Policy in manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange period of 2013. This study use secondary data from the annual financial statements that audited and summary of the performance of listed companies obtained from the Indonesia Stock Exchange website. Population in this research is manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange (BEI) in the period of 2013. Sampling technique using purposive sampling method, and obtained a sample of 58 manufacturing companies. Data analysis technique use is multiple linear regression analysis. Hypothesis testing is done by using the F test statistics and t test statistics with a confidence level of 5%. The results showed that Free Cash Flow, Growth and Asset Structure simultaneously influence on Debt Policy. Partially indicates that Free Cash Flow positively influence the Debt Policy, while Growth and Asset Structure do not influence the Debt Policy.

Keyword : *Free Cash Flow, Growth, Asset Structure and Debt Policy*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham merupakan tujuan utama perusahaan. Optimalisasi suatu nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, yaitu keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemilik perusahaan.

Keputusan pendanaan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya dan berpengaruh terhadap risiko perusahaan itu sendiri. Banyak perusahaan yang sukses dan berkembang akibat dapat mengambil keputusan pendanaan, akan tetapi banyak juga perusahaan yang mengalami kebangkrutan akibat banyak utang dan terbelit bunga. Keputusan perusahaan mengenai pemilihan antara utang atau modal sendiri (*debt or equity*) akan mempengaruhi struktur modal perusahaan yang merefleksikan motivasi manajemen untuk terus dapat meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena terdapat *trade off* antara tingkat pengembalian (*return*) dengan risiko (*risk*) dalam penggunaan utang.

Pemilihan alternatif penambahan modal yang berasal dari utang pada umumnya didasarkan pada pertimbangan murah, dikatakan murah karena biaya bunga yang harus ditanggung perusahaan lebih kecil dari laba yang diperoleh dari pemanfaatan utang tersebut (Gitman, 1994). *Trade-off theory* (Myers, 1977; 1984) memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan sampai batas *leverage* tertentu (optimal), dan sesudahnya penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan, karena penggunaan utang setelah *leverage* optimal akan menimbulkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) yang lebih besar. Se jauh manfaat masih besar, utang akan ditambah. Tetapi bila pengorbanan karena menggunakan utang sudah lebih besar maka utang tidak lagi ditambah.

Free cash flow theory mengatakan bahwa tingkat utang yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Arus kas bebas mencerminkan arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik utang). Keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan berpotensi menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Perusahaan dengan kas yang berlebihan, membuat manajer cenderung menggunakan kas tersebut untuk mendanai proyek beresiko tinggi atau untuk fasilitas yang berlebihan yang tidak ada hubungannya dengan nilai saham perusahaan dengan harapan akan menambah insentif bagi manajer dimasa yang akan datang. Sedangkan pemegang saham menginginkan agar sisa dana dibagikan dalam bentuk dividen. Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk mengurangi kelebihan arus kas ini adalah dengan mengubah sasaran struktur modal dengan jumlah utang yang lebih besar. Penggunaan utang membuat manajer lebih disiplin, karena penggunaan utang dapat menimbulkan potensi kebangkrutan.

Selain *Free cash flow*, pertumbuhan perusahaan dan struktur aktiva dapat mempengaruhi tingkat utang perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang relatif tinggi dapat dimungkinkan dibelanjai dengan menggunakan utang dalam jumlah yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhan penjualannya rendah. Struktur aktiva merupakan harta atau kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah yang besar, karena perusahaan dengan skala aktiva tetap dapat dijadikan jaminan, sehingga lebih mudah memperoleh akses sumber dana

Namun kondisi empirik yang terjadi pada beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tidak demikian, seperti pada data berikut :

Tabel 1
Data Utang Perusahaan dan *Growth* pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Kode	Tahun	Growth	Naik/ Turun	DER	Naik/ Turun
SMCB	2012	19,77 %	Turun	0,45	Naik
	2013	7,49%		0,70	
UNVR	2012	16,34%	Turun	2,02	Naik
	2013	12,65%		2,14	
KLBF	2012	24,97%	Turun	0,28	Naik
	2013	17,35%		0,33	
LION	2012	24,41%	Turun	0,17	Naik

	2013	-0,07%		0,20	
JPFA	2012	14,07%	Turun	1,30	Naik
	2013	-10,41%		1,51	
ALDO	2012	14,22%	Turun	0,96	Naik
	2013	-7,95%		1,01	
SPMA	2012	7,17%	Turun	1,14	Naik
	2013	-20,05%		1,22	
PSDN	2012	4,72%	Turun	0,67	Naik
	2013	-27,52%		0,68	
KBRI	2012	76,16%	Turun	0,04	Naik
	2013	-76,57%		0,10	
TCID	2012	11,87%	Turun	0,15	Naik
	2013	-15,72%		0,23	

Sumber : www.idx.co.id

Pada tabel 1 terlihat terjadi fenomena pada beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sangatlah berbeda dengan kondisi idealnya, peningkatan pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan tingkat utang karena kebutuhan dana yang meningkat namun justru secara empirik pada beberapa perusahaan manufaktur menurunnya pertumbuhan perusahaan meningkatkan jumlah utang.

Kondisi empirik yang terjadi pada beberapa perusahaan manufaktur dan beberapa penelitian masih menunjukkan hasil yang berbeda, bahkan bertentangan antara hasil penelitian yang satu dengan yang lainnya. Hal inilah yang akan diangkat menjadi *gap research* dalam penelitian ini, oleh karenanya menarik dikaji ke dalam sebuah penelitian dengan judul “Pengaruh Free Cash Flow, Growth dan Struktur Aktiva Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”.

Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian maka dapat diidentifikasi masalah dalam penelitian ini adalah pemilihan alternatif penambahan modal yang berasal dari utang pada umumnya didasarkan pada pertimbangan murah, dikatakan murah karena biaya bunga yang harus ditanggung perusahaan lebih kecil dari laba yang diperoleh dari pemanfaatan utang tersebut. Kebijakan utang perusahaan sangat dipengaruhi oleh *Free cash flow*, pertumbuhan perusahaan dan struktur aktiva. Jika perusahaan memiliki *Free cash flow* yang besar maka akan menurunkan tingkat utang namun peningkatan pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan jumlah utang untuk membiayai peningkatan penjualan demikian pula dengan struktur aktiva. Jika perusahaan memiliki struktur aktiva yang besar akan meningkatkan perolehan utang karena aktiva yang besar dapat dijaminkan untuk memperoleh utang dalam jumlah besar. Namun kondisi empirik berbeda dengan kondisi ideal sehingga terjadi *gap* antara teori dan fakta empirik.

Tujuan Penelitian

Berdasarkan identifikasi masalah diatas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, *growth* dan struktur aktiva secara simultan terhadap kebijakan utang perusahaan.
- b. Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang perusahaan.
- c. Untuk mengetahui pengaruh *growth* terhadap kebijakan utang perusahaan.
- d. Untuk mengetahui pengaruh struktur aktiva terhadap kebijakan utang perusahaan

Kegunaan Penelitian

a. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan ilmu tentang kebijakan utang perusahaan dan sebagai referensi untuk penelitian sejenis.

b. Manfaat Praktis

1) Bagi Perusahaan (Emiten)

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang bermanfaat, sehingga dapat digunakan oleh manajemen perusahaan sebagai bahan pertimbangan untuk pengambilan keputusan dalam kebijakan utang.

2) Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan sebagai sumber informasi yang dapat digunakan dalam pengambilan keputusan berinvestasi di pasar modal.

Tinjauan Literatur Dan Pengembangan Hipotesis

Berikut adalah matrik penelitian terdahulu tentang variabel penelitian yang menjadi *gap research* dalam penelitian ini :

Tabel 2 Matrik Peneliti Terdahulu

VARIABEL INDEPENDEN	PENELITI	HASIL
<i>Free Cash Flow</i> (X ₁)	Indahningrum & Handayani (2009)	Signifikan (+)
	Hardiningsih & Oktaviani (2012)	Tidak Signifikan
	Narita (2012)	Tidak Signifikan
	Astuti & Nurlaelasari (2013)	Signifikan (+)
<i>Growth</i> (X ₂)	Indahningrum & Handayani (2009)	Tidak Signifikan
	Ramlall (2009)	Tidak Signifikan
	Yeniatie & Destriana (2010)	Signifikan (+)
	Susanto (2011)	Tidak Signifikan
	Hardiningsih & Oktaviani (2012)	Signifikan (-)
	Anake, <i>et.al</i> (2014)	Tidak Signifikan
	Pradhana, dkk (2014)	Tidak signifikan

Struktur Aktiva (X₃)	Ramlall (2009)	Signifikan (+)
	Yeniatie & Destriana (2010)	Signifikan (+)
	Susanto (2011)	Signifikan (+)
	Hardiningsih & Oktaviani (2012)	Signifikan (+)
	Yuniarti (2013)	Tidak Signifikan
	Anake, <i>et.al</i> (2014)	Signifikan (+)
	Purwasih & Agusti (2014)	Tidak Signifikan

Kebijakan utang merupakan bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Dalam menentukan kebijakan utang ini berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan utang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari utang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *financial leverage* dan semakin tidak pastinya tingkat pengambilan bagi para pemegang saham biasa. Kebijakan utang akan memberikan dampak pada pendisiplinan bagi manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada. Karena utang yang cukup besar akan menimbulkan kesulitan keuangan dan atau risiko kebangkrutan.

Metode Penelitian

Variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

- 1) *Free cash flow* (X₁) dinyatakan sebagai laba operasi setelah pajak dikurangi investasi dalam modal kerja dan aset tetap yang dibutuhkan untuk mempertahankan usaha. Variabel *free cash flow* menggunakan skala rasio, dihitung dengan menggunakan rumus: NOPAT - Investasi Bersih pada Modal Operasi
- 2) *Growth* (X₂) merupakan gambaran mengenai perkembangan prestasi perusahaan. Pertumbuhan adalah proporsi perubahan total penjualan yang dimiliki perusahaan pada periode sekarang dengan periode sebelumnya terhadap total penjualan periode sebelumnya. Skala pengukuran variabel ini menggunakan skala rasio, dihitung dengan menggunakan rumus : $\frac{\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$
- 3) Struktur Aktiva (X₃) merupakan komposisi jumlah aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan terhadap total aktiva. Besarnya aktiva tetap tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan pinjaman. Variabel ini menggunakan skala rasio, dihitung dengan menggunakan rumus : Aktiva Tetap/Total Aktiva

Variabel Dependen (Y)

Kebijakan Utang merupakan nilai yang diperoleh dari perbandingan antara total utang dengan total ekuitas yang dilambangkan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Skala pengukuran variabel ini menggunakan skala rasio, dihitung dengan menggunakan rumus : Total Utang / Total Ekuitas

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2013. Teknik penentuan sampel yang digunakan metode *purposive sampling* diperoleh 58 perusahaan terdaftar yang dijadikan sampel. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi berganda (*Multiple Linear Regression Analysis*).

Model dalam penelitian ini:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$$

Keterangan :

Y = Kebijakan Utang

X₁ = *Free Cash Flow*

X₂ = *Growth*

X₃ = Struktur Aktiva

PEMBAHASAN

Model telah lolos dari uji asumsi klasik yaitu uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heterokedastisitas selanjutnya dilakukan uji hipotesis sebagai berikut :

1. Uji Simultan (Uji F)

Tabel 3 Hasil Uji Simultan ANOVA^a

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7,262	3	2,421	4,487	,007 ^b
	Residual	29,135	54	,540		
	Total	36,397	57			

a. Dependent Variable: DER

b. Predictors: (Constant), STRUKTUR AKTIVA, GROWTH, FCF

Sumber: *Output SPSS 21.0*, data diolah

Maka dapat disimpulkan bahwa *free cash flow*, *growth* dan struktur aktiva secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

2. Uji Parsial (Uji t)

Tabel 4 Hasil Uji Parameter Individual Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		

1	(Constant)	-4,967	1,274		-	,00
	FCF	,183	,051	,443	3,900	0
	GROWTH	,014	,101	,017	,135	,89
	STRUKTUR AKTIVA	,143	,862	,021	,166	,86
						8

a. Dependent Variable: DER

Sumber: *Output SPSS 21.0*, data diolah

Dapat disimpulkan bahwa hasil uji hipotesis dalam pengujian uji t adalah sebagai berikut:

- a. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang perusahaan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.
- b. Pengaruh *growth* terhadap kebijakan utang perusahaan *growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.
- c. Pengaruh struktur aktiva terhadap kebijakan utang perusahaan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

3. Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 5 Koefisien Determinasi Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	,447 ^a	,200	,155

a. Predictors: (Constant), STRUKTUR AKTIVA, GROWTH, FCF

b. Dependent Variable: DER

Sumber: *Output SPSS 21.0*, data diolah

Nilai *Adjusted R Square* (R^2) sebesar 0.155 atau 15.5%, menunjukkan bahwa Kebijakan Utang dapat dijelaskan oleh variable *Free Cash Flow* (FCF), *growth* dan struktur aktiva sebesar 15.5%, sedangkan 84.5% (100% - 15.5%) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model penelitian ini.

Berdasarkan hasil penelitian bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Semakin tinggi *Free Cash Flow* maka akan semakin tinggi kebijakan utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa ketika arus kas bebas (*free cash flow*) perusahaan tinggi maka perusahaan cenderung menggunakan utang sebagai sumber pendanaannya. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi akan memonitor perilaku manajer dalam melakukan investasi dengan menambah utang, sehingga manajer tidak akan membuang-buang kas bebas perusahaan untuk investasi yang tidak menguntungkan. Perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level utang yang tinggi akan menurunkan *agency cost of free cash flow*. Penurunan tersebut akan menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas yang berada dibawah kendali manajemen. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum & Handayani (2009)

serta Astuti & Nurlaelasari (2013) yang menyatakan bahwa FCF berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan utang perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal tersebut menginformasikan bahwa perusahaan sampel yang diteliti tidak cenderung menggunakan utang untuk memenuhi kebutuhan dananya melainkan memilih ekuitas sebagai sumber pendanaannya. Pertumbuhan perusahaan dengan meningkatnya penjualan tidak semua dana yang digunakan berasal dari utang, karena penggunaan utang yang semakin besar akan meningkatkan biaya modal perusahaan yaitu berupa beban bunga yang semakin meningkat dan akan berdampak pada risiko perusahaan juga semakin meningkat sehingga perusahaan lebih cenderung untuk menghindari risiko apabila tidak mampu melunasinya. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum & Handayani (2009), Ramlall (2009), Susanto (2011), Aneke, *et.al* (2014) serta Pradhana dkk (2014) yang menyatakan bahwa *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan.

Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Salah satu persyaratan dalam mengajukan pinjaman adalah adanya aktiva tetap berwujud yang dapat dijaminkan. Perusahaan yang aktivanya dapat dijadikan jaminan untuk utang akan lebih banyak menggunakan modal utang dan investor akan memberikan pinjaman apabila perusahaan mempunyai jaminan. Masih rendahnya porsi aktiva tetap dan tingkat struktur aset yang dimiliki perusahaan manufaktur dengan nilai rata-rata sebesar 0,351672 menjadi indikator struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuniarti (2013) dan Purwasih & Agusti (2014) yang menyatakan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan.

KESIMPULAN

Dari hasil penelitian ini dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

- a. *Free Cash Flow* (FCF), *Growth* dan Struktur Aktiva secara simultan berpengaruh terhadap Kebijakan Utang perusahaan. Hal ini mengindikasikan ketiga variabel tersebut dapat membantu manajer dalam menentukan atau mengambil keputusan pendanaannya dengan utang.
- b. *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa ketika arus kas bebas (*free cash flow*) tinggi, maka perusahaan mampu meningkatkan utang agar kas bebas perusahaan tidak digunakan untuk investasi yang tidak menguntungkan.
- c. Pertumbuhan perusahaan (*growth*) tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal tersebut menginformasikan bahwa perusahaan sampel yang diteliti tidak cenderung menggunakan utang untuk memenuhi kebutuhan dananya melainkan memilih ekuitas sebagai sumber pendanaannya. Pertumbuhan perusahaan dengan meningkatnya penjualan tidak semua dananya berasal dari utang.
- d. Struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini menginformasikan bahwa masih rendahnya porsi aktiva tetap dan tingkat struktur aset yang dimiliki perusahaan manufaktur. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sulit memperoleh pinjaman karena aset yang dijadikan jaminan cukup rendah dan kreditor sulit untuk memberikan pinjaman.

DAFTAR PUSTAKA

- Anake, AF, Obim, EN, Awara, EF 2014, 'Determinants of financial structure: evidence from Nigerian quoted firm', *Research journal of finance and accounting*, Vol.5, No.16, pp 53-66 (online).
- Astuti, WA & Nurlaelasari 2013, 'Pengaruh arus kas bebas dan profitabilitas terhadap kebijakan utang', *Trikonomika*, Vol.2, No.1, Juni 2013, hlm.40-48.
- Atmaja, LS 2008, *Teori dan praktik manajemen keuangan edisi 1*, ANDI, Yogyakarta
- Brealey, Myers, Marcus 2008, *Dasar-dasar manajemen keuangan perusahaan jilid 2*, Erlangga, Jakarta.
- Brigham, EF & Houston, JF 2011, *Dasar-dasar manajemen keuangan edisi 11*, Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham, EF & Houston, JF 2012, *Dasar-dasar manajemen keuangan edisi 11*, Salemba Empat, Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia, *Laporan keuangan tahunan*, diakses 1 Mei 2015, <http://www.idx.co.id/id/beranda/publikasi/ringkasan KinerjaJaperusahaantercatat.aspx>.
- Bursa Efek Indonesia, *Ringkasan kinerja perusahaan tercatat*, diakses 1 Mei 2015, <http://www.idx.co.id/id/beranda/publikasi/ringkasan KinerjaJaperusahaantercatat.aspx>.
- Fahmi, I 2011, *Analisis laporan keuangan*, Alfabeta, Bandung.
- Ghozali, I 2011, *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 19*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Hanafi, MM 2012, *Manajemen keuangan edisi 1*, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.
- Harahap, SS 2011, *Analisis kritis atas laporan keuangan edisi 1*, Rajawali Pers, Jakarta.
- Harahap, SS 2012, *Teori Akuntansi*, Edisi Revisi, Rajawali Pers, Jakarta.
- Hardiningsih, P & Oktaviani, RM 2012, 'Determinan kebijakan hutang (dalam *agency theory* dan *pecking order theory*)', *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Vol.1, No.1, Mei 2012, hlm.11-24.
- Harjito, DA & Martono 2013, *Manajemen keuangan edisi kedua*, Ekonisia, Yogyakarta.
- Husnan, S & Pudjiastuti, E 2012, *Dasar-dasar manajemen keuangan edisi keenam*, UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Indahningrum, RP & Handayani, R 2009, 'Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas

terhadap kebijakan hutang perusahaan', *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.11, No.3, Desember 2009, Hlm.189-207.

Kasmir 2012, *Analisis laporan keuangan edisi 1*, Rajawali Pers, Jakarta.

Keown, AJ, Martin, JD, Petty, JW, Scott, DF 2011, *Manajemen keuangan: prinsip dan penerapan edisi kesepuluh*, jilid 1, Jakarta

Najmudin, 2011, *Manajemen keuangan dan aktualisasi syar'iyah modern*, ANDI, Yogyakarta.

Narita, RM 2012, 'Analisis kebijakan hutang', *Accounting Analysis Journal*, Vol.1, No.2, November 2012, hlm.1-6.

Pradhana, A, Taufik, T, Anggaini, L 2014, 'Analisis pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan food and beverages yang terdaftar di bursa efek indonesia periode 2010-2012', *Jom Fekon*, Vol.1, No.2, Oktober 2014, hlm.1-15.

Purwasih, D & Agusti, R 2014, 'Analisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan sktruktur aset terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia periode 2010-2012', *Jom Fekon*, Vol.1, No.2, Oktober 2014, hlm.1-15.

Ramlall, I 2009, 'Determinants of capital structure among nor qouted maurition firm under specificity of leverage: looking form modified pecking order theory', *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 31, pp 83-92 (EuroJournals Publishing, Inc)

Sarjono, H & Julianita, W 2011, *SPSS vs Lisrel: Sebuah pengantar aplikasi untuk riset*, Salemba Empat, Jakarta.

Setyawan, IR 2011, 'An empirical study on market timing theory of capital structure', *International Research Journal of Business Studies*, Vol.4, No.2, pp.103-119.

Sitanggang, JP 2013, *Manajemen keuangan perusahaan lanjutan edisi pertama*, Mitra Wacana Media, Jakarta.

Sitanggang, JP 2014, *Manajemen keuangan perusahaan edisi 2*, Mitra Wacana Media, Jakarta.

Sjahrial, D 2010, *Manajemen keuangan edisi 4*, Mitra Wacana Media, Jakarta

Subramanyam, KR & Wild, JJ 2011, *Analisis laporan keuangan edisi 10*, Salemba Empat, Jakarta.

Sudana, IM 2011, *Manajemen keuangan perusahaan: teori dan praktik*, Erlangga, Jakarta.

- Susanto, YK 2011, 'Kepemilikan saham, kebijakan dividen, karakteristik perusahaan, risiko sistematis, set peluang investasi dan kebijakan hutang', *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.13, No.3, Desember 2011, Hlm.195-210.
- Yeniatie & Destriana, N 2010, 'Faktor - faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di bursa efek indonesia', *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.12, No.1, April 2010, Hlm.1-16.
- Yuniarti, AMD 2013, 'Pengaruh kepemilikan manajerial, dividen, profitabilitas dan struktur aset terhadap kebijakan hutang', *Accounting Analysis Journal*, Vol.2, No.4, November 2013, hlm.447-454.

