

PENGARUH ARUS KAS BEBAS, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2008-2012

**ANDIKA WISNU SOFIA RAHMAN
NI NYOMAN ALIT TRIANI**

**Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang Surabaya 60231
Email: andikaonehanded@gmail.com**

Abstract: *The purpose of this study was to analyze the influence of free cash flow, dividend policy and firm size on capital structure. Free Cash Flow is proxied by free cash flow (FCF), dividend policy is proxied by the dividend payout ratio (DPR), firm size is proxied by the natural logarithm of total assets, while capital structure is proxied by LTDtER (Long Term Debt to Equity Ratio). Sampling was done by using purposive sampling method that produces 22 companies as the study sample. Multiple linear regression was used to examine the relationship between the dependent and independent variables. The results showed that the independent variables simultaneously affect the capital structure. Partially free cash flow positive effect on the capital structure of the firm size also has a positive effect on the capital structure, while the dividend policy has negative effect on the capital structure.*

Keywords: *capital structure, free cash flow, dividend policy and the firm size.*

PENDAHULUAN

Perkembangan dunia bisnis menciptakan suatu persaingan yang ketat antara perusahaan. Persaingan tersebut menjadi tantangan bagi kelangsungan dan perkembangan perusahaan. Hal ini akan mendorong manajer perusahaan dalam meningkatkan produktivitas kegiatan produksi, pemasaran dan strategi perusahaan. Kegiatan tersebut berkaitan dengan usaha perusahaan dalam memaksimalkan keuntungan di tengah persaingan ekonomi global yang sangat ketat.

Industri manufaktur di sektor nonmigas nasional secara kumulatif tumbuh sebesar 6,58 persen pada semester pertama tahun 2013, naik dibandingkan periode yang sama tahun 2012 sebesar 5,58 persen. Namun, beberapa subsektor justru mencatat penurunan produksi pada triwulan II 2013. Berikut ini adalah subsektor industri yang mengalami

penurunan produksi. Mesin dan perlengkapan turun 13,61 %, Tekstil turun 12,46 %, Karet, barang dari karet, dan plastik turun 10,70 %, Farmasi, produk obat kimia, dan obat tradisional turun 7,92%, Pengolahan lainnya turun 6,02%, Pengolahan tembakau, turun 5,35 %, Alat angkutan lainnya turun 3,08 %, Kertas dan barang dari kertas turun 1,73 %, Jasa reparasi dan pemasangan mesin dan peralatan turun 0,87 % (Bisnis.com, 2013)

Adanya fenomena penurunan tersebut bisa jadi peringatan bagi para pemilik perusahaan untuk lebih memperhatikan kinerja perusahaannya. Pihak manajemen perusahaan khususnya perusahaan manufaktur dituntut agar dapat menjaga stabilitas perusahaan dengan memperhatikan berbagai aspek salah satunya adalah mengusahakan tercapainya

keseimbangan yang optimal dalam menggunakan sumber dananya.

Menurut Brigham dan Houston (2001; 5) dalam Prabansari dan Kusuma (2005) struktur modal adalah bauran dari hutang, saham preferen, dan saham biasa. Sedangkan menurut Husnan (1989: 272) struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri.

Penelitian yang dilakukan Respati (2007), menyebutkan bahwa arus kas bebas yang dimiliki suatu perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal suatu perusahaan. Semakin besar arus kas bebas, maka penggunaan hutang juga semakin besar. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham juga dapat ditimbulkan karena arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan tersebut (Respati, 2007). Manajer memiliki kecenderungan menggunakan arus kas bebas untuk mendanai investasi walaupun memiliki *Net Present Value* negatif dengan alasan untuk mendapatkan alokasi sumber daya perusahaan yang lebih besar, sedangkan pemegang saham menginginkan kelebihan tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham tersebut. arus kas bebas adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur dan pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aktiva tetap (Ross *et al.*, 2003).

Biaya agensi dari sisi pemegang saham dapat dikurangi dengan cara melibatkan pihak ketiga yang masuk melalui hutang. Perusahaan dengan arus kas bebas besar cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi yang mana akan mempengaruhi kebijakan struktur modal. Dalam penelitian yang dilakukan Wu (2004) juga

menyatakan hal serupa bahwa variabel arus kas bebas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan suatu perusahaan. Perusahaan dengan arus kas bebas besar yang memiliki level hutang tinggi diharapkan mampu menurunkan biaya agensi. Penggunaan hutang yang besar tersebut dapat disebabkan karena kepemilikan managerial yang kecil/rendah. Sehingga peningkatan kepemilikan saham oleh manajer akan dapat mensejajarkan keputusan manajer dengan pemegang saham, sehingga penggunaan hutang dapat dikurangi.

Penelitian yang secara khusus meneliti pengaruh arus kas bebas terhadap *long term debt to equity ratio* sebagai proksi dari struktur modal perusahaan di Indonesia masih relatif jarang dilakukan. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak melaporkan arus kas bebas secara eksplisit. Berbeda dengan praktek di Amerika Serikat, arus kas bebas sudah mendapat cukup perhatian, hal ini dibuktikan dengan keberadaan suatu badan independen seperti *value line investment survey* yang bertugas untuk mengumumkan arus kas bebas secara berkala yang dimiliki oleh perusahaan (Vogt dan Vu, 2000 dalam Respati, 2007). Oleh karena itu, peneliti ingin meneliti pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan struktur modal pada industri manufaktur di Indonesia.

Menurut Murtini (2008) Kebijakan dividen menyangkut tentang keputusan untuk membagikan laba yang diperoleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba ditahan guna pembelanjaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen adalah pembagian keuntungan bagi para pemegang saham. Laba ditahan (*retained earning*) adalah salah satu sumber dana paling penting untuk membiayai

pertumbuhan perusahaan, tetapi dividen adalah arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Dalam hal ini alat ukur yang digunakan untuk dividen adalah *dividend payout ratio* yang merupakan perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.

Ketika perusahaan membagikan dividen, hal ini akan mengurangi besarnya laba ditahan. Perusahaan memilih menggunakan sumber dana eksternal yaitu utang setelah sumber dana internal tidak mencukupi untuk pembiayaan investasi (Artini, 2011). Dalam penelitian Nurfauziah (2007) mengatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif. Dengan adanya *research gap* dari penelitian sebelumnya maka peneliti akan melakukan penelitian selanjutnya.

Ukuran perusahaan juga adalah salah satu faktor yang harus dipertimbangkan dalam keputusan struktur modal. Ukuran perusahaan yang besar, dianggap sebagai suatu indikator yang menggambarkan tingkat risiko bagi investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut, maka diyakini bahwa perusahaan tersebut juga mampu memenuhi segala kewajibannya serta memberikan tingkat pengembalian yang memadai bagi investor (Joni dan Lina, 2010)

Berdasarkan faktor-faktor yang disebutkan penulis bertujuan menganalisis tiga faktor yang berhubungan terhadap struktur modal yaitu faktor arus kas bebas, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan karena ketiga faktor tersebut dianggap sebagai faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal. Tahun 2008-2012 diambil sebagai tahun penelitian karena lima tahun penelitian adalah waktu yang cukup untuk melakukan penelitian dan kondisi perusahaan manufaktur saat itu cukup stabil. Karena alasan tersebut maka dilakukanlah

penelitian tentang pengaruh arus kas bebas, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

Struktur Modal

Menurut Husnan (1989; 272) struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri. Ada dua macam tipe modal menurut Gitman (2000) dalam Fajar (2011) yaitu modal utang (*debt capital*) dan modal sendiri (*equity capital*). Tetapi dalam kaitannya dengan struktur modal, jenis modal utang yang diperhitungkan hanya utang jangka panjang.

Pada umumnya hutang jangka panjang digunakan untuk perluasan perusahaan (ekspansi) karena modal yang dibutuhkan untuk keperluan tersebut dalam jumlah yang besar dan jangka waktu yang lama. Menurut Brigham dan Houston (2006:36) hutang jangka panjang sering disebut dengan hutang pendanaan (*funded debt*) yang berarti perusahaan menggantikan hutang jangka pendeknya dengan sekuritas yang jatuh temponya lebih panjang. Pembiayaan dengan menggunakan hutang memiliki beberapa keunggulan dan kelemahan (Weston dan Copeland, 1995:487).

Menurut Murtini (2008), modal sendiri pada dasarnya adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan untuk waktu yang tidak terlalu lama. Modal sendiri di dalam suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT), terdiri dari saham (tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu perusahaan) adapun jenisnya saham meliputi saham biasa (*common*

stock), dan saham preferen (*preferred stock*).

Arus Kas Bebas

Arus kas bebas adalah jumlah arus kas yang tersedia bagi investor (penyedia utang/kreditur dan penyedia ekuitas/pemilik) setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan menutupi dana untuk investasi baik dalam aktiva tetap bersih maupun aktiva lancar bersih (Gitman, 2006:113).

Damodaran (2001:540) mendefinisikan arus kas bebas sebagai aliran kas yang tersedia bagi investor perusahaan setelah pembayaran pajak dan kebutuhan investasi.

Dari definisi di atas, secara garis besar arus kas bebas dapat didefinisikan sebagai pendapatan kas yang bersumber dari pendapatan operasional usaha setelah dikurangi pajak, pembelian barang modal, pengeluaran modal kerja dan pengeluaran-pengeluaran kas lainnya untuk operasional usaha tetapi belum dikurangi pembayaran dividen dan bunga atas pinjaman yang diterima.

Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, arus kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak memiliki kemampuan di masa depan. Arus kas bebas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (pemilik). Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang diterima.

Wu (2004) juga menyatakan hal serupa bahwa variabel arus kas bebas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan

pendanaan suatu perusahaan. Perusahaan dengan arus kas bebas besar yang memiliki level hutang tinggi diharapkan mampu menurunkan biaya agensi. Penggunaan hutang yang besar tersebut dapat disebabkan karena kepemilikan manajerial yang kecil/rendah. Sehingga peningkatan kepemilikan saham oleh manajer akan dapat mensejajarkan keputusan manajer dengan pemegang saham, sehingga penggunaan hutang dapat dikurangi.

Kebijakan Dividen

Menurut Weston dan Coopeland (1995), kebijakan dividen adalah pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan. Laba ditahan (*retained earnings*) merupakan salah satu sumber dana paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, tetapi dividen merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Kebijakan dividen adalah pembagian keuntungan bagi para pemegang saham.

Dividen merupakan laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham (pemilik modal). Selain untuk dibagikan sebagai dividen, laba bersih ditahan di dalam perusahaan untuk membiayai kegiatan operasi selanjutnya, yang disebut sebagai laba ditahan (*retained earning*). Dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dapat diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio* yang merupakan perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham (Van Horne dan Wachowicz, 1998).

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang

dimiliki oleh perusahaan (Saidi, 2004) Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Saidi (2004), dimana ukuran perusahaan di-proxy dengan nilai logaritma natural dari *total asset* (*natural logarithm of asset*).

Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan lebih mampu memenuhi kewajibannya, sehingga perusahaan besar cenderung mempunyai hutang yang lebih besar daripada perusahaan kecil (Rajan dan Zingales, 1995 dalam Seftianne, 2011).

Hasil dari banyak studi menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor penting dalam penentu struktur modal, dan banyak studi menemukan bahwa perusahaan yang besar lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan kecil (Chen dan Strange, 2005). Ini dikarenakan semakin besar perusahaan, maka lebih memiliki arus kas yang lebih stabil, yang dapat mengurangi risiko dari penggunaan utang (Chen dan Strange, 2005).

Arus Kas Bebas dan Struktur Modal

Perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya biaya agensi yang berasal dari arus kas bebas (Jensen, 1986) dalam Putri (2013). Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, arus kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan

di masa depan dan yang tidak memiliki kemampuan di masa depan. Arus kas bebas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (pemilik). Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang diterima.

Di sisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka. Perusahaan dengan arus kas bebas yang besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi. Perusahaan dengan arus kas bebas besar yang memiliki level hutang yang tinggi akan menurunkan biaya agensi dari arus kas bebas

Kebijakan Dividen dan Struktur Modal

Perusahaan memilih membagi laba sebagai dividen, tentunya akan mengurangi laba yang akan ditahan. Dampak selanjutnya akan mengurangi kemampuan sumber dana internal, demikian sebaliknya apabila perusahaan memilih menahan laba, maka akan memperkuat atau memperbesar sumber dana internal.

Dengan demikian kebijakan dividen akan berkaitan dengan struktur modal dan nilai perusahaan. Hubungan *dividend payout ratio* dengan struktur modal, apabila *dividend payout ratio* tinggi maka jumlah laba bersih yang akan ditahan sebagai laba ditahan (*retained earning*) akan berkurang sehingga sumber pembiayaan internal perusahaan akan semakin kecil dan perusahaan akan mencari sumber dana yang berasal dari eksternal.

Ukuran Perusahaan dan Struktur modal

Hasil dari banyak studi menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor penting dalam penentu struktur modal, dan banyak studi menemukan bahwa perusahaan yang besar lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan kecil (Chen dan Strange, 2005). Ini dikarenakan semakin besar perusahaan, maka lebih memiliki arus kas yang lebih stabil, yang dapat mengurangi risiko dari penggunaan utang (Chen dan Strange, 2005).

Sementara itu, Napa dan Mulyadi (1996) dalam Seftiane (2011), mengemukakan bahwa perusahaan yang lebih besar akan lebih mudah memperoleh pinjaman dibandingkan perusahaan kecil. Oleh karena itu dapat memungkinkan untuk perusahaan besar, tingkat *leverage*-nya akan lebih besar dari perusahaan yang berukuran kecil. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan, ada kecenderungan untuk menggunakan jumlah pinjaman yang lebih besar

Berdasarkan kajian teoritis dan penelitian terdahulu, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- H1: Arus kas bebas berpengaruh terhadap struktur modal
- H2: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap struktur modal
- H2: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal

METODE

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kausal yang bertujuan

mendapatkan bukti hubungan sebab akibat (Malhotra, 2009: 100). Penelitian kausal akan menghasilkan data dalam bentuk angka sehingga data akan dianalisis dengan menggunakan pendekatan kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah 192 perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2012.

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel yang antara lain : (1) Perusahaan manufaktur yang listing di BEI pada periode 2008-2012; (2) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangannya secara berturut-turut pada periode 2008-2012; (3) Perusahaan tersebut membagikan dividen setiap periode pengamatan yaitu periode 2008-2012. Maka perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel berjumlah 22 perusahaan. Jumlah sampel yang memenuhi kriteria dalam penelitian ini adalah sejumlah 22 perusahaan.

Sumber data yang digunakan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang memuat laporan keuangan dari tahun 2008-2012 (per 31 Desember) dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal (Y) sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah arus kas bebas (X1), kebijakan dividen (X2), ukuran perusahaan (X3)

Struktur modal adalah pendanaan permanen perusahaan yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa, tetapi tidak termasuk hutang jangka pendek. Struktur modal dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut

$$\text{LTDtER} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Equity}}$$

Arus kas bebas adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berlangsung. Arus kas bebas dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$FCF_{it} = EBIT_{it} + DEPR_{it} - TAX_{it} - \Delta NFA_{it} - \Delta NWC_{it}$$

$$\Delta NFA_{it} = FA_{it} - FA_{it-1} + DEPR_{it}$$

$$\Delta NWC_{it} = (CA_{it} - CA_{it-1}) - (CL_{it} - CL_{it-1})$$

Dimana :

FCF_{it} = Arus kas bebas yang dihasilkan oleh perusahaan i akhir tahun ke t

$EBIT_{it}$ = pendapatan sebelum bunga dan pajak perusahaan i akhir tahun ke t

TAX_{it} = pajak yang dibayarkan perusahaan i akhir tahun ke t

$DEPR_{it}$ = beban penyusutan perusahaan i akhir tahun ke t

ΔNFA_{it} = perubahan *net fixed assets* perusahaan i akhir tahun ke t

ΔNWC_{it} = perubahan *net working capital* pada perusahaan i akhir tahun ke t

FA_{it} = aktiva tetap bersih perusahaan i akhir tahun t

FA_{it-1} = aktiva tetap bersih perusahaan i akhir tahun t-1

$DEPR_{it}$ = beban penyusutan perusahaan i akhir tahun ke t

CA_{it} = aktiva lancar perusahaan i akhir tahun ke t

CA_{it-1} = aktiva lancar perusahaan i akhir tahun ke t-1

CL_{it} = hutang lancar perusahaan i akhir tahun ke t

CL_{it-1} = hutang lancar perusahaan i akhir tahun ke t-1

Kebijakan dividen merupakan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan/laba ditahan. Dalam penelitian ini menggunakan rasio *dividend payout ratio*. Menurut Atmaja (2008) DPR dapat dirumuskan

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

Dimana :

$DPR = \text{Dividend Payout Ratio}$
 $\text{Dividend per share} = \text{Dividen per Lembar Saham}$
 $\text{Earning Per Share} = \text{Laba Per Lembar Saham}$

Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Krishnan dan Moyer (1996) dalam Prabansari dan Kusuma (2005), di mana ukuran perusahaan diproyeksi dengan nilai logaritma dari total aktiva, atau dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \ln \text{ Total Aktiva Perusahaan}$$

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah melalui data sekunder berwujud data dokumentasi atau data laporan yang tersedia yaitu laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008-2012.

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda. Model

regresi yang baik diharuskan memenuhi beberapa asumsi yang disebut sebagai asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang digunakan yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi

HASIL

Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji *Kolmogrov-Smirnov* (K-S) yang menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0,701 lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa residual dalam regresi berdistribusi normal. Uji multikolinieritas dalam penelitian ini, nilai toleransi arus kas bebas (X1) 0,891; kebijakan dividen (X2) 0,995 ukuran perusahaan (X3) 0,894 lebih besar dari 0,1 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) arus kas bebas (X1) 1,123; kebijakan dividen (X2) 1,005; ukuran perusahaan (X3) 1,119; tidak lebih dari 10 sehingga tidak terjadi korelasi antar variabel bebas dan dinyatakan tidak terjadi multikolinieritas. Hasil uji autokorelasi dengan nilai Durbin Watson 1,784, yakni nilai berada di $DU < DW < (4-DU)$, $1,7117 < 1,784 < 2,2883$ yang berarti bahwa model regresi berada di daerah tidak ada autokorelasi dan dapat disimpulkan bahwa model tersebut tidak terdapat autokorelasi. Uji heteroskedastisitas menggunakan korelasi *Spearman's Rho* dengan nilai signifikansi untuk Arus kas bebas 1.000; kebijakan dividen 1.000; ukuran perusahaan 1.000; maka dapat disimpulkan tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05 berarti bahwa model regresi tidak mengandung adanya gejala heteroskedastisitas.

Tabel 1 menunjukkan bahwa hasil pengujian metode regresi linier berganda yang variabel Arus kas bebas, kebijakan dividen, ukuran perusahaan secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Secara parsial terdapat tiga

variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal yaitu : Arus kas bebas, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan.

Tabel 1. Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda

Model	Unstandardized coefficients		Nilai sig. F	Nilai t	Sig t
	B	Standard Error			
Constan	-	,060	0,000	-	,032
Arus kas bebas	,132	,000		2,188	,000
Kebijakan dividen	,000	,000		6,898	,000
Ukuran perusahaan	-,013	,006		2,013	,048
	,007	,002		3,204	,002

Sumber: Diolah penulis, 2014

PEMBAHASAN

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Struktur Modal

Arus kas bebas merupakan jumlah arus kas yang tersedia bagi investor (penyedia utang/kreditur dan penyedia ekuitas/pemilik) setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan mengcover dana untuk investasi baik dalam aktiva tetap bersih maupun aktiva lancar bersih (Gitman, 2006:113)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal. Hal ini disebabkan perusahaan yang memiliki Arus kas bebas yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya biaya agensi yang berasal dari Arus kas bebas.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Wu (2004:18) yang menyatakan bahwa variabel arus kas bebas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan suatu perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Struktur Modal

Menurut Atmaja (2008) kebijakan dividen adalah pembuatan keputusan seorang manajer dalam membagikan laba bersih perusahaan. Manajemen mempunyai dua alternatif dalam membagikan laba bersih setelah pajak antara lain dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan.

Variabel kebijakan dividen pada penelitian ini berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal. Hal ini dikarenakan pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari utang tersebut (Taranto, 2002 dan Noronha, 1996) dalam (Sugeng, 2009). Hal ini mendukung penelitian Taranto (2002) bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Besar kecilnya perusahaan dapat ditinjau dari lapangan usaha yang dijalankan. Penentuan besar kecilnya skala perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan, total aktiva, rata-rata tingkat penjualan, dan rata-rata total aktiva (seftianne, 2011). Variabel ukuran perusahaan pada penelitian ini mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal. Pengaruh positif ini menunjukkan bahwa apabila variabel ukuran perusahaan mengalami kenaikan maka akan menyebabkan kenaikan juga pada variabel struktur modal. Hal ini disebabkan bahwa perusahaan yang lebih besar akan

lebih mudah memperoleh pinjaman dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini sesuai dengan penelitian Prabansari dan Kusuma (2005) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

KESIMPULAN

Secara simultan arus kas bebas, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur sektor aneka industri di BEI selama periode 2008-2012. Secara parsial arus kas bebas berpengaruh positif terhadap struktur modal yang berarti bahwa besar kecilnya kepemilikan manajerial tidak berdampak pada besar kecilnya hutang perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa meningkatnya kebijakan dividen akan mempengaruhi penurunan struktur modal. Hal ini dikarenakan semakin tinggi pembiayaan yang berasal dari utang akan semakin tinggi pula profitabilitas modal pemilik sebagaimana diindikasikan dengan adanya peningkatan *earning per share* (EPS) dari saham perusahaan.

Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa semakin meningkatnya ukuran perusahaan akan diikuti oleh peningkatan struktur modal dan peningkatan dari tahun ke tahun atau mempunyai pola yang meningkat. Perubahan pada ukuran perusahaan ini rata-rata mempengaruhi pada perubahan hutang jangka panjang perusahaan. Jadi, dengan diketahuinya tingkat ukuran perusahaan, investor dapat mengamati mengenai perusahaan yang memiliki kemampuan pertumbuhan yang baik di masa depan

DAFTAR PUSTAKA

- Antara News, (Online) industri tumbuh 6,58 persen pada semester I. (www.yahoofinance.com)
- Artini & Puspaningsih. 2010. "Struktur kepemilikan dan struktur modal terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan". *Jurnal keuangan dan Perbankan* 15 (1): 66-75.
- Atmaja, Lukas Setia. 2008. *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Bisnis.com
- Brigham, Eugene dan Houston, Joel. 2001. *Manajemen Keuangan II*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, F. Eugene, Joel F Houston. 2006. *Dasar dasar Manajemen Keuangan. Edisi 10*. Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, S., dan Strange, R. 2005. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructring* 38: 11–35.
- Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance: Theory and Practice. International Edition*. New York. John Wiley and Sons Inc.
- Dewi, Sisca. 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* 10 1: 47-58.
- Fajar, Yahya. 2011. Analisis Pengaruh Arus kas bebas, Profitabilitas, Struktur Aktiva, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal Pada Bank Umum Konvensional Indonesia Periode 2000-2009. *Skripsi Tidak Diterbitkan*. Surabaya: Universitas Negeri Surabaya.
- Gitman, L.J. 2006. *Principles of Managerial Finance*. New York: Addison Wesley.
- Horne, Van. Wachowiz, John. 1998. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Joni dan Lina. 2010. Faktor Faktor Yang Mempengaruhi Struktur modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 12 (2): 81-96.
- Malhotra, Naresh K. 2009. *Riset Pemasaran*. Jilid Kesatu. Jakarta: PT Indeks.
- Prabansari, Yuke dan Hadri Kusuma. 2005. Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Majalah Sinergi, Edisi Khusus On Finance*: 1-15.
- Putri, Ginaza Angela Purwanto. 2013. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Arus kas bebas, Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Skripsi Tidak Diterbitkan*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Respati, Bayu Widhi. 2007. Pengaruh Managerial Ownership Dan Arus kas bebas Terhadap Kebijakan Struktur Modal Perusahaan Dengan Investemen Opportunity Sebagai Variabel Moderasi. *Skripsi Tidak Diterbitkan*. Surabaya: Universitas Airlangga.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Radolph W. Bradford, Jordan. 2003. *Fundamental of Corporate Finance, Fifth Edition*. Boston Irwin Mc Graw Hill.
- Saidi. 2004. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur

- Go Public di BEJ 1997-2002. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* 11. (1): 44-58.
- Seftianne dan Handayani, Ratih. 2011. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* 13 (1).
- Husnan, Suad. 1989. *Pembelanjaan Perusahaan Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi III. Yogyakarta: Liberti.
- Sugeng, Bambang. 2009. Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. 14 (1): 37-48.
- Taranto, M. A. 2002. Capital Structure and Market Reaction to Dividend Initiation, *Journal of Financial Economics* 5: 187–192.
- Malhotra, Naresh K. 2009. *Riset Pemasaran*. Jilid Kesatu. Jakarta: PT Indeks.
- Murtini. 2008. Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan* 4 (1): 32-47.
- Nurfauziah dan Harjito dan Ringayati. 2007. Analisis Hubungan Simultan Antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen Dalam Masalah Agensi. *Kajian Bisnis dan Manajemen*: 157-166.
- Weston, J. Fred dan Thomas E Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan Edisi Kesembilan*. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Wu, Lingling. 2004. The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms with The Agency Cost of Free Cash Flow: 1-39.