

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW*,
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, PROFITABILITAS DAN
STRUKTUR ASET TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Strata Satu
Jurusan Manajemen



Disusun Oleh :
ANGGA KUSUMA WARDANI
2010210781

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2014**

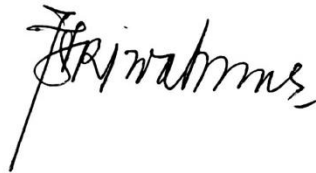
PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Angga Kusuma Wardani
Tempat, Tanggal Lahir : Tuban, 22 November 1991
N.I.M : 2010210781
Jurusan : Manajemen
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul : Pengaruh Kepemilikan Institusional, *free cash flow*, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,

Tanggal : 3 - 11 - 2014



(Dra.Ec.Sri Lestari Kurniawati,M.S)

Ketua Program Studi S1 Manajemen

Tanggal : 3 - 11 - 2014



(Mellyza Silvy, S.E.,M.Si.)

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW*,
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, PROFITABILITAS DAN
STRUKTUR ASET TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Angga Kusuma Wardani
STIE Perbanas Surabaya
Email : angga.dani22@gmail.com

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the effect of institutional ownership, free cash flow, the company's growth, profitability and asset structure of the debt policy on manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange with the time period 2009-2012. The number of samples collected from the Indonesia Stock Exchange as many as 152 companies. Researchers using purposive sampling technique sampling and get 96 companies as the study sample. This study uses multiple regression analysis.

The results of this study using the t test that free cash flow and growth is positive but not significant effect on debt policy, to the structure of assets have a negative effect but not significant, while institutional ownership and profitability and a significant negative effect on debt policy. Results of studies simultaneously using the F test, indicating that institutional ownership, free cash flow, the company's growth, profitability and asset structure simultaneously significant effect on debt policy.

Keywords : *institutional ownership, free cash flow, growth, profitabilitas and asset structure.*

PENDAHULUAN

Perusahaan mempunyai tujuan utama yaitu untuk meningkatkan kemakmuran pemilikannya. Perkembangan perusahaan untuk menuju lebih besar melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan harus dengan hati – hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang akan diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Perusahaan menggunakan dana yang bersumber dari pihak *internal* dan

eksternal untuk menjalankan operasinya. Sumber pendanaan *eksternal* berasal dari pemilik dengan penerbitan saham dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau yang disebut dengan modal hutang.

Saham yang dijual perusahaan dapat dimiliki oleh pihak manajemen ataupun pihak diluar manajemen. Kepemilikan saham oleh pihak luar seperti investor disebut dengan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal

dan akan meminimalisir perilaku oportunistik. Perusahaan mempunyai suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan antara *principal* dan agen, sehingga timbul biaya keagenan (*agency cost*). Meminimalisir timbulnya *agency cost* tersebut dengan cara adanya kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusional serta penggunaan hutang sebagai sumber dana perusahaan saat perusahaan membutuhkan dana tambahan. Kepemilikan institusional yang semakin tinggi mengakibatkan keberadaan investor institusional untuk memonitor perilaku manajemen akan semakin efektif. Monitoring yang efektif oleh investor institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring *agency cost* sudah diambil alih oleh insvestor institusional. (Yeniatie dan Nicken Destriana;2010)

Pemegang saham institusional ataupun pemegang saham yang dimiliki oleh pihak manajemen akan mendapatkan *free cash flow* oleh manajer karena tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar mempunyai level hutang yang kecil akan menurunkan *agency cost* karena *free cash flow* tersebut digunakan untuk membeli tambahan investasi, melunasi hutang, atau penambahan likuiditas perusahaan, sedangkan perusahaan dengan *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang yang tinggi sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang. (Rizka dan Ratih;2009).

Free cash flow tinggi akan mempunyai level hutang yang rendah dan akan meningkatkan profitabilitas. Semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan, karena dalam kegiatan pendanaan perusahaan akan menggunakan dana internal yang berasal dari *retained earnings* terlebih dahulu baru kemudian

menggunakan dana eksternal (hutang dan ekuitas). Perusahaan yang mempunyai profitabilitas rendah akan kesulitan dan membutuhkan dana eksternal, sebab biaya-biaya yang terjadi dalam perusahaan akan terus berjalan, sehingga perusahaan tersebut akan membutuhkan tambahan dana eksternal untuk membiayai biaya-biaya tersebut. (Steven dan Lina;2011)

Menurut Yeniatie dan Nicken Destriana (2010), perusahaan yang sedang tumbuh akan membutuhkan banyak dana. Salah satu cara untuk memenuhi dana tersebut adalah melalui hutang, sehingga tingkat profitabilitas yang lebih tinggi akan meningkatkan pertumbuhan perusahaan yang lebih tinggi pula dan cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Hal ini bertentangan dengan pendapat Steven dan Lina (2011) yang berpendapat bahwa tidak semua perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi memilih hutang sebagai sumber pendanaan yang mempunyai *borrowing cost* yang lebih murah dan lebih mengandalkan dana internal. Apabila pertumbuhan yang dialami perusahaan tersebut menyebabkan perusahaan tersebut membutuhkan dana lebih, maka kemungkinan mereka akan menerbitkan saham untuk mengumpulkan dana yang mempunyai *borrowing cost* lebih rendah dari pada hutang.

Menurut Steven dan Lina (2011), bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan meningkatkan struktur aset perusahaan sehingga kebijakan hutang akan meningkat. Semakin tinggi jumlah *fixed asset* dalam *total asset* perusahaan maka akan semakin mempermudah perusahaan untuk mendapatkan hutang karena *fixed asset* tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan bagi kreditur.

Berdasarkan hal-hal yang telah dijelaskan diatas, peneliti tertarik untuk meneliti dan mendapatkan bukti bagaimana faktor kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, dan struktur aset mempengaruhi kebijakan hutang.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Hal ini berkaitan erat dengan struktur modal yang dipilih perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan antara modal asing atau hutang dengan modal sendiri. Pemilik perusahaan lebih menyukai perusahaan menggunakan hutang pada tingkat tertentu agar harapan pemilik perusahaan dapat tercapai. Disamping itu perilaku manajer dan komisaris perusahaan juga dapat dikendalikan.

Berdasarkan teori *pecking order*, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang secara optimal (Rizka dan Ratih;2009). Kebijakan pendanaan ditentukan oleh tingkat kebutuhan investasi, jika perusahaan memperoleh kesempatan untuk investasi maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai investasi tersebut. Manajemen perusahaan akan menentukan kebijakan pendanaan itu dengan dana *internal*, baru kemudian dengan dana *eksternal* termasuk hutang. Jika dana *internal* sudah mencukupi maka manajemen tidak perlu menggunakan kebijakan hutang untuk memperoleh dana dari luar. Sebaliknya jika investasi yang dilakukan tidak cukup jika hanya menggunakan sumber dana dari internal, maka manajemen perusahaan harus menggunakan kebijakan hutang sebagai salah satu alternatif untuk memperoleh dana dari luar disamping dengan menerbitkan saham.

Indikator penggunaan hutang yang digunakan yaitu *debt to Equity Ratio* (DER) yang merupakan rasio yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang. Dimana semakin tinggi rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan. Bagi kreditor, semakin tinggi *debt to equity ratio*, akan semakin tidak menguntungkan karena risiko yang akan ditanggung atas kegagalan yang mungkin terjadi pada

perusahaan akan semakin tinggi. *Debt to equity ratio* juga memberikan petunjuk umum tentang kelayakan dan risiko keuangan perusahaan.

Kepemilikan Institusional

Komposisi kepemilikan saham dapat memiliki dampak penting dalam sistem pengendalian manajemen dalam perusahaan. Kepemilikan institusional merupakan prosentase kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan (perusahaan investasi bank, perusahaan asuransi), institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dan dana perwalian pada akhir tahun.

Kepemilikan saham oleh institusional mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka diharapkan pengendalian internal terhadap perusahaan akan semakin kuat sehingga dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan. Pengendalian ini akan membuat manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kepemilikan Institusional merupakan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam suatu perusahaan.

Free Cash Flow

Free cash flow sebagai aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* 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. Berdasarkan pengertian diatas, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* merupakan aliran kas bebas yang diperoleh setelah digunakan sebagai modal kerja atau investasi pada aset.

Peningkatan hutang dapat mengurangi *free cash flow* karena sebagian besar *free cash flow* dalam perusahaan digunakan oleh manajemen untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Penambahan hutang memerlukan komitmen pembayaran kembali bunga dan pokok pinjaman yang mengurangi *free cash flow* dan mengurangi kemampuan manajer untuk melakukan tindakan pemborosan, yang membuat manajer menjadi disiplin, sehingga penggunaan sumber daya perusahaan menjadi lebih produktif. Dengan demikian, perusahaan dengan *free cash flow* tinggi cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi.

Arus kas yang dihasilkan perusahaan dibagi ke dalam 3 kelompok utama (Brigham, 2006) yaitu:

1. Arus Kas dari Kegiatan Operasi

Arus kas perusahaan dari kegiatan operasi terdiri atas; (1) pengumpulan kas berasal dari konsumen, (2) pembayaran kepada pemasok untuk pembelian bahan baku, (3) arus kas keluar dari kegiatan operasi lainnya, seperti beban pemasaran dan administrasi, serta bunga dan (4) pembayaran tunai untuk pajak.

2. Arus Kas dari Kegiatan Investasi

Arus kas dari penerimaan atau pembayaran investasi yang mencakup; penerimaan dari pengeluaran saham baru, peningkatan pinjaman, pembayaran kembali pokok pinjaman, pembayaran dividen saham biasa.

3. Arus Kas dari Kegiatan Pembiayaan

Arus kas dari kegiatan pembiayaan mencakup kas yang diperoleh selama tahun berjalan dengan menerbitkan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang,

atau saham. Selain itu, karena pembayaran dividen atau kas yang digunakan untuk membeli kembali saham atau obligasi menurunkan kas perusahaan, maka transaksi semacam itu dimasukkan di sini.

Free Cash Flow merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif.

Pertumbuhan Perusahaan

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 Rizka dan Ratih (2009) 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 mengidentifikasikan 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.

Suatu perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi dan semakin meningkat maka mengisyaratkan adanya kebutuhan pendanaan lebih besar pula. Kenyataan tersebut mendorong perusahaan untuk lebih meningkatkan penggunaan hutang untuk memenuhi pendanaan tersebut, sehingga terdapat keterkaitan yang sangat erat antara pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan hutang perusahaan. Pertumbuhan

perusahaan dapat diukur dengan beberapa cara, yaitu dengan mengukur pertumbuhan laba bersih perusahaan dan total aset perusahaan. Perusahaan yang menghasilkan keuntungan akan menjadi perusahaan yang tumbuh.

Profitabilitas

Salah satu faktor utama yang menentukan kesehatan suatu perusahaan adalah perolehan laba yang dicapai perusahaan dalam periode tertentu. Untuk mengetahui seberapa baik keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba diperlukan suatu ukuran. Ukuran yang digunakan adalah profitabilitas.

Profitabilitas ini menjadi variabel dalam menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Selain itu, profitabilitas juga menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang, dan sebagainya. Selain itu profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba selama suatu periode tertentu. Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan rasio *Return on Equity* (ROE) dan pengukuran variable profitabilitas ini dengan satuan desimal.

Terdapat beberapa cara untuk mengukur besar kecilnya profitabilitas perusahaan (I Made Sudana, 2011:22-23), yaitu :

a. ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba setelah pajak. Rasio ini penting bagi pihak manajemen untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam mengelola seluruh aktiva perusahaan. Semakin besar ROA, berarti semakin efisien penggunaan aktiva perusahaan atau dengan kata lain dengan jumlah

aktiva yang sama bisa dihasilkan laba yang lebih besar.

- b. ROE menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Rasio ini penting bagi pihak pemegang saham untuk mengetahui efektivitas dan efisiensi pengelolaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin efisien penggunaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan
- c. NPM rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari penjualan yang dilakukan perusahaan. Rasio ini mencerminkan efisiensi seluruh bagian, yaitu produksi, personalia, pemasaran dan keuangan yang ada dalam perusahaan

Struktur Aset

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing – masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap. Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman (Steven dan Lina;2011).

Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) menyatakan bahwa perusahaan dengan aset yang tinggi cenderung menggunakan hutang. Struktur aset berhubungan dengan jumlah kekayaan (aset) yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan yang struktur asetnya lebih fleksibel cenderung menggunakan hutang lebih besar dari pada perusahaan yang struktur asetnya tidak fleksibel. Struktur aset perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah yang besar. Aktiva tetap tersebut dapat dijadikan jaminan oleh manajer kepada kreditor sehingga manajer

dapat memperoleh pinjaman dengan mudah. Sehingga, struktur aset merupakan susunan dari penyajian aktiva dalam rasio tertentu dari laporan keuangan yaitu perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva.

LANDASAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Menguji secara simultan kepemilikan saham oleh intitusi, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas dan Struktur Aset mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel terikat yaitu kebijakan hutang perusahaan pada perusahaan manufaktur

H₁ : Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Struktur Aset mempunyai pengaruh simultan terhadap Kebijakan Hutang perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) bahwa adanya kepemilikan saham institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan. Hal ini disebabkan karena timbulnya suatu pengawasan oleh lembaga institusi keuangan (perusahaan investasi bank dan perusahaan asuransi), institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dan dana perwalian pada akhir tahun terhadap kinerja perusahaan. Apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar untuk mendanai proyek yang berisiko tinggi mempunyai kemungkinan kegagalan, maka pemegang saham institusional tersebut dapat langsung menjual saham yang dimilikinya.

H₂ : Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan dengan *free cash flow* besar dan peluang pertumbuhan yang rendah cenderung akan menggunakan pembiayaan

hutang lebih kecil untuk tujuan monitoring perusahaan menurut (Ben and Jameleddine;2011). Manajer lebih menginginkan *free cash flow* yang ada dalam perusahaan digunakan untuk membayar hutang dan memenuhi kebutuhan perusahaan, selain itu dapat digunakan untuk reinvestasi. Disisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan dalam bentuk dividen sehingga akan menambah kesejahteraan mereka. Sehingga menurut Esa Setiana dan Reffina Sibagariang (2013) semakin tinggi *free cash flow* maka akan semakin menurunkan hutang perusahaan.

H₃ : *Free cash flow* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Semakin cepat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang yang digunakan untuk membiayai pertumbuhannya. Menurut Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkatkan hutang perusahaan karena perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan akan membutuhkan pendanaan yang besar sehingga cenderung untuk menekan sebagian besar pendapatannya.

Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan berarti akan semakin besar pula dana yang digunakan untuk pembiayaannya. Hal ini mendorong perusahaan untuk melakukan pengadaan ekspansi dengan menggunakan hutang guna memenuhi kebutuhan dana tersebut.

H₄ : Pertumbuhan Perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki

perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor, sehingga penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Nicken (2010) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin kecil hutang yang digunakan oleh perusahaan dan menyarankan manajer untuk menggunakan laba ditahan sebagai pilihan pertama, kemudian selanjutnya oleh hutang dan ekuitas.

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Perusahaan dengan laba ditahan yang besar, maka perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang.

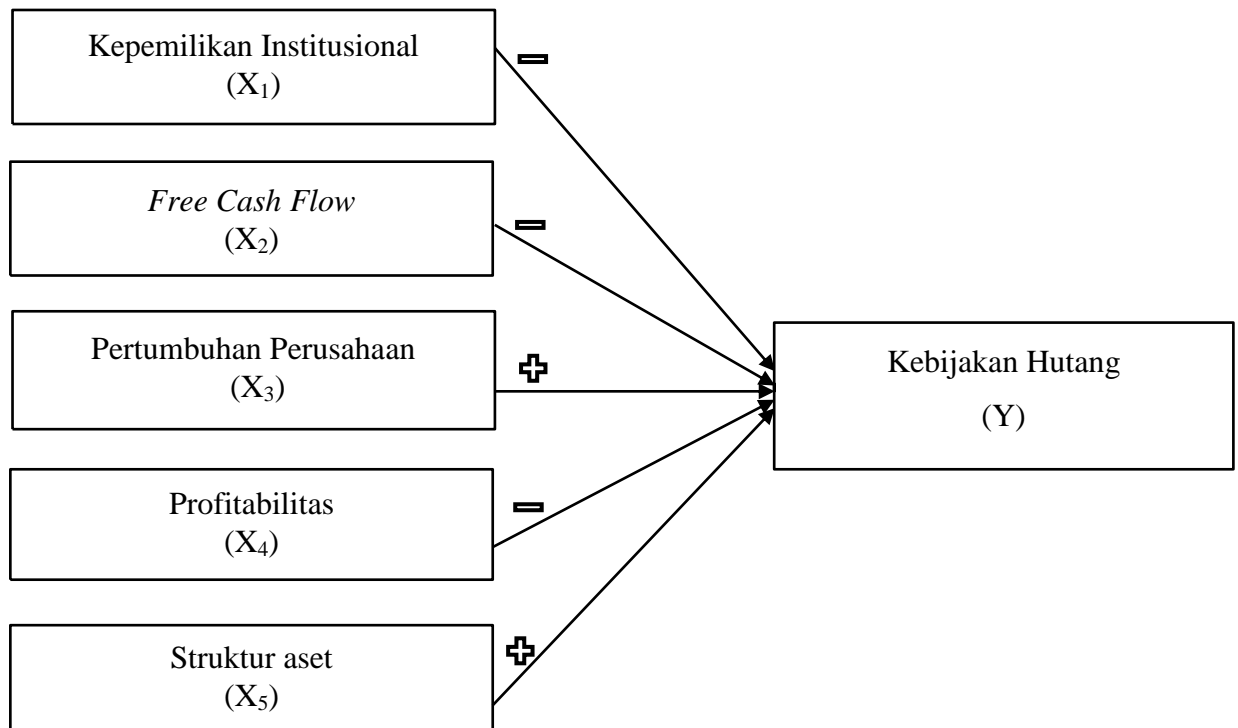
H₅ : Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) bahwa semakin tinggi struktur aset perusahaan maka kebijakan hutang perusahaan akan semakin tinggi, terutama bagi perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah yang besar. Aktiva tetap tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan oleh manajer kepada kreditor sehingga manajer dapat memperoleh pinjaman dengan mudah. Perusahaan dengan aset yang dapat digunakan untuk jaminan akan lebih memilih untuk menggunakan penggunaan hutangnya lebih banyak. Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang.

H₆ : Struktur aset mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kerangka Pemikiran



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Sampel dan Teknik Pengambilan

Sampel

Populasi dalam penelitian ini terdiri dari Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008 sampai dengan 2011.

Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan. Kriteria-kriteria sampel tersebut, antara lain:

- a. Perusahaan yang mempunyai saham kepemilikan institusional kecuali

perbankan, perusahaan keuangan, asuransi dan anak perusahaan selama periode 2008 sampai dengan 2011.

Perusahaan sampel yang memiliki ekuitas bernilai positif selama periode 2008 sampai dengan 2011.

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan diperoleh jumlah populasi sebanyak 152 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2008 hingga tahun 2011, dengan data yang menjadi sampel penelitian sebanyak 23 perusahaan. Ringkasan prosedur pemilihan sampel dapat dilihat pada tabel 1 :

Tabel 1
Prosedur Pemilihan Sampel

KETERANGAN	JUMLAH PERUSAHAAN
Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011.	152
Jumlah perusahaan yang tidak memenuhi kriteria sampel :	
1. Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional	(97)
2. Perusahaan yang memiliki ekuitas negatif	(25)
Jumlah perusahaan yang tidak memiliki data lengkap	(7)
Jumlah perusahaan yang terpilih menjadi sampel	23

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Definisi Operasional Variabel Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Bagi manajemen perusahaan, hutang merupakan salah satu alternatif yang dapat ditempuh sebagai pihak yang mengelola operasional perusahaan untuk meminimalisasi *agency cost*. Variabel ini diukur dengan satuan desimal dan menggunakan rumus sebagai berikut (Kasmir, 2008:158) :

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

Definisi Operasional Variabel Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional adalah prosentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham atau institusi keuangan (perusahaan investasi bank, perusahaan

asuransi), institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian yang tidak termasuk perusahaan induk atau anak perusahaan. Variabel kepemilikan saham INST diukur dengan ukuran berupa prosentase saham yang dimiliki oleh investor. Pengukuran variabel ini dengan satuan desimal dan menggunakan rumus sebagai berikut (Masdupi Erni, 2005:62) :

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Saham beredar akhir tahun}}$$

Definisi Operasional Variabel Free Cash Flow

Free Cash Flow merupakan kelebihan dana yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. Pengukuran variabel ini dengan satuan rupiah dan menggunakan rumus sebagai berikut (Esa dan Reffina, 2013) :

$$\text{Free Cash Flow} = \text{AKO} - \text{PM} - \text{NWC}$$

Dimana :

AKOit : Aliran Kas Operasi perusahaan

PMit : Pengeluaran Modal perusahaan

NWCit : Modal Kerja Bersih Perusahaan

Aliran Kas adalah kas yang berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada aset tetap, yaitu aset tetap bersih akhir periode dikurangi aset tetap bersih pada awal periode. Sedangkan modal kerja bersih adalah antara jumlah aset lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama (Esa dan Reffina, 2013).

Definisi Operasional Variabel Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*) adalah tingkat perubahan total aset dari tahun ke tahun. *Growth* menggunakan prosentase perubahan dalam total aktiva tahunan sebagai indikator untuk pertumbuhan. Variabel ini diukur dengan satuan desimal dan menggunakan rumus pertumbuhan perubahan laba bersih sebagai berikut (Agus Sartono, 2006:75) :

$$\text{Pertumbuhan Perusahaan} = \frac{\text{Total Aset} - \text{Total Aset}_{-1}}{\text{Total Aset}_{-1}}$$

Definisi Operasional Variabel Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan atau mendapatkan laba pada waktu yang akan datang. Penelitian ini profitabilitas perusahaan diukur dengan menggunakan *Return on Equity* (ROE). Pengukuran variable profitabilitas ini dengan satuan desimal dan menggunakan rumus sebagai berikut (I Made Sudana, 2011:22-23) :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Earning After Taxes}}{\text{Total Equity}}$$

Definisi Operasional Variabel Struktur Aset

Struktur aset (AST) merupakan komposisi jumlah aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin tinggi proporsi *assets in place* tersebut dalam komposisi total aset perusahaan, maka penggunaan hutang pada perusahaan yang bersangkutan akan semakin tinggi. Pengukuran Variabel struktur aset ini di ukur satuan desimal dan menggunakan rumus sebagai berikut (Steven dan Lina;2011) :

$$\text{Struktur Aset} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Teknik Analisis Data

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menjelaskan dan mendeskripsikan hasil penelitian ini khususnya tentang variabel-variabel penelitian yaitu Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur aset dan Kebijakan Hutang.

Analisis Inferensial

Analisis ini digunakan untuk memperoleh bukti secara statistik tentang pengaruh antar variabel yang akan diteliti. Hal ini dibuktikan dengan melakukan pengujian untuk masing-masing hipotesis. Berikut adalah beberapa analisis secara statistik yang di uji menggunakan spss 20.00 *for windows* :

a. Analisis Regresi Berganda

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan analisis persamaan simultan dengan menggunakan Analisis Regresi Berganda. Variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan hutang perusahaan dan sebagai variable independen adalah kepemilikan saham oleh intitusi, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas dan Struktur Aset. Model persamaan yang digunakan adalah :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

Dimana :

Y : Kebijakan hutang perusahaan

X₁ : Kepemilikan saham oleh Institusi

X₂ : *Free Cash Flow*

- X_3 : Pertumbuhan Perusahaan
 X_4 : Profitabilitas
 X_5 : Struktur Aset
 α : Konstanta
 β : Koefisien regresi parsial
 e : Residual
 b. Uji Simultan (Uji F)
 Digunakan untuk menguji apakah secara simultan variabel bebas yaitu kepemilikan saham oleh intitusi, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas dan Struktur Aset mem-

punyai pengaruh signifikan terhadap variabel terikat yaitu kebijakan hutang perusahaan pada perusahaan manufaktur.

- c. Uji t
 Uji t digunakan untuk menguji signifikan tidaknya pengaruh variabel

bebas yaitu Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas dan Struktur Aset secara parsial terhadap variabel terikat yaitu kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di bursa efek indonesia.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Deskriptif

Analisis deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi dari suatu data yang dilihat dari jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari masing-masing variabel. Dapat dijelaskan hasil analisis diskriptif sebagai berikut :

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	92	0,0412	9,5709	1,6273	1,9482
INST	92	0,0896	0,5786	0,3424	0,1473
FCF	92	-10670495,00	4016976,00	-259790,93	1289800,13
GROWTH	92	-0,8669	0,7075	0,0842	0,2016
PROF	92	-0,7654	0,4194	0,0732	0,1706
AST	92	0,0546	0,9839	0,3978	0,2145

Sumber : Data diolah

Berdasarkan pada tabel 2 menunjukkan bahwa nilai rata – rata dari variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 1,6273 persen yang berarti perusahaan pada sampel diatas menggunakan pendanaan yang berasal dari hutang dan modal sendiri. Nilai minimum dari variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) adalah 0,0412 persen yang dimiliki oleh perusahaan INKP (PT. Indah Kiat Pulp & Paper Tbk) pada industri Paper and Allied Products tahun 2012. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan INKP lebih banyak mengandalkan modal sendiri dibandingkan dengan hutang dalam mendanai perusahaannya. Nilai maksimum sebesar 9,5709 persen dimiliki oleh perusahaan TBMS (PT. Tembaga Mulia Semanan Tbk) pada industri Metal and Allied Products tahun 2011 karena perusahaan ini

lebih memilih mendanai kebutuhan perusahaan dengan menggunakan hutang dari pada modal sendiri sehingga persentase nilai DERnya tinggi.

Analisis selanjutnya yaitu nilai rata – rata dari variabel Kepemilikan Institusional (INST) dengan nilai rata – rata dari sebesar 0,3424 persen. Nilai minimum dari variabel Institusional adalah 0,089 persen yang dimiliki oleh perusahaan MRAT (PT. Mustika Ratu Tbk) pada industri Consumer Goods tahun 2010 dan 2011, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut hanya memiliki saham kepemilikan institusional lebih rendah. Nilai maksimum variabel Kepemilikan Institusional dimiliki oleh TBLA (PT. Tunas Baru Lampung Tbk) pada industry Food and Beverages tahun 2008 sebesar 0,5786 persen hal ini berarti PT. Bentoel

International Investama Tbk merupakan perusahaan yang mampu memonitor manajemen dengan baik karena banyaknya saham kepemilikan institusional. Semakin tinggi rasio kepemilikan institusional tersebut, maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan akan mengurangi hutang dan mengurangi risiko penyalahgunaan dana perusahaan yang dilakukan oleh manajer perusahaan.

Rata – rata nilai variabel *Free Cash Flow* (FCF) dalam penelitian ini adalah -259790,93 rupiah. Nilai minimum sebesar -10670495 rupiah yang dimiliki oleh perusahaan INKP (PT. Indah Kiat Pulp & Paper Tbk) pada industri Paper and Allied Products tahun 2008 yang mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut kurang baik dalam mendapatkan keuntungan atau pengembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau ekuitas sehingga nilai (FCF) lebih rendah. Nilai maksimum sebesar 4016976 rupiah dimiliki oleh perusahaan INKP (PT. Indah Kiat Pulp & Paper Tbk) pada industri Paper and Allied Products tahun 2009. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut dapat dikatakan mampu untuk mendapatkan keuntungan atau pengembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau ekuitas sehingga akan meningkatkan nilai *free cash flow* perusahaan tersebut.

Nilai rata – rata variabel Pertumbuhan Perusahaan Growth pada analisis deskriptif ini adalah 0,0842 persen. Nilai minimum sebesar -0,8669 persen yang dimiliki oleh perusahaan CTBN (PT. Citra Tubindo Tbk) pada inudstri Metal and Allied Products tahun 2011. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak dapat memenuhi kebutuhan pendanaan dengan menggunakan dana ekstern yang mengakibatkan melambatnya pertumbuhan perusahaan. Nilai Maksimum sebesar 0,7075 persen yang dimiliki oleh PBRX (PT. Pan Brothers Tex Tbk) pada industri Apparel and Other textile Products tahun 2010 dimana pada tahun tersebut pertumbuhan perusahaan mengalami

peningkatan dari tahun sebelumnya, hal ini membuktikan pada tahun tersebut perusahaan dapat memenuhi kebutuhan pendanaan dengan menggunakan dana ekstern sehingga *growth* meningkat.

Nilai minimum dari variabel Profitabilitas *Return on Equity* (ROE) adalah -0,7654 persen yang dimiliki oleh perusahaan KBRI (PT. Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk) pada industri Paper and Allied Products tahun 2010. Rendahnya nilai *return on equity* tersebut disebabkan karena perusahaan mengalami kerugian tinggi yang menyebabkan perusahaan harus menutupi kerugian tersebut. Nilai maksimum sebesar 0,4194 persen dimiliki oleh perusahaan PRAS (PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk) pada industri Automotive and Allied Products tahun 2010. Tingginya *return on equity* ini dikarenakan perusahaan dapat memanfaatkan ekuitas yang dimiliki sehingga perusahaan dapat menghasilkan laba yang cukup tinggi. Nilai rata-rata variabel *Return on Equity* (ROE) dari seluruh sampel yaitu sebesar 0,0732 persen.

Variabel terakhir adalah Struktur Aset (AST) Nilai rata-rata variabel dari seluruh sampel pada penelitian ini sebesar 0,366 persen. Nilai minimum sebesar 0,0546 persen yang dimiliki oleh perusahaan MTDL (PT. Metrodata Electronics Tbk) pada industri Electronic and Office Equipment tahun 2008, hal ini membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah kecil memiliki struktur aset yang tidak fleksibel atau dengan kata lain kekayaan perusahaan tersebut tidak dapat dijadikan jaminan. Berbeda dengan nilai maksimum sebesar 0,9839 persen dimiliki oleh perusahaan KBRI (PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk) pada industri Paper and Allied Products tahun 2009. Perusahaan yang dapat menggunakan dengan baik struktur aset akan memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar yang dapat dijadikan jaminan oleh manajer kepada kreditor.

Hasil Uji Statistik

a. Uji Regresi Berganda

Teknik analisis ini digunakan untuk mengukur berapa besar pengaruh dari

masing - masing variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y), yang dapat dilihat dari tabel 3 :

Tabel 3
Hasil Analisis Regresi Berganda

Model		Unstandardized Coefficients	
		B	Std. Error
1	(Constant)	2,282	0,599
	INST	-1,685	1,372
	FCF	-7,299E-005	0,000
	GROWTH	0,836	1,011
	PROF	-3,339	1,231
	AST	2,706	0,966

Sumber : Data diolah

Berdasarkan pada tabel 3 maka dapat dibuat persamaan regresi linear berganda yaitu sebagai berikut :

$$DER = 2,282 - 1,685 INST - 0,00007299 FCF + 0,836 Growth - 3,339 PROF + 2,706 AST + e$$

Analisis koefisien regresi dapat dijelaskan sebagai berikut :

Nilai dari konstanta sebesar 2,282 menunjukkan apabila variabel Kepemilikan Institusional, FCF, Growth, ROE dan AST konstan atau sama dengan nol, maka besarnya DER sebesar 2,282.

Nilai koefisien dari persamaan kepemilikan institusional sebesar -1,685, artinya jika Kepemilikan Institusional (INST) naik satu satuan, maka DER akan turun sebesar 1,685 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam keadaan kosntan.

Nilai koefisien dari persamaan *Free Cash Flow* sebesar -0,00007299 artinya jika *Free Cash Flow* (FCF) naik satu satuan, maka DER akan turun sebesar 0,00007299 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam keadaan kosntan.

Nilai koefisien dari persamaan Pertumbuhan Perusahaan sebesar 0,836, artinya jika Pertumbuhan Perusahaan (Growth) naik satu satuan, maka DER akan naik sebesar 0,836 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam keadaan kosntan.

Nilai koefisien dari persamaan profitabilitas sebesar -3,339, artinya jika Profitabilitas (ROE) naik satu satuan, maka DER akan turun sebesar -3,339 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam keadaan kosntan.

Nilai koefisien dari persamaan Struktur Aset sebesar 2,706 artinya jika Struktur Aset (AST) naik satu satuan, maka DER akan naik sebesar 2,706 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam keadaan kosntan.

b. Uji Statistik F

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh secara simultan dari variabel Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas dan Struktur Aset terhadap kebijakan hutang. Hasil uji F dapat dilihat pada tabel 4 berikut :

Tabel 4
Hasil R Square

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,365 ^a	0,133	0,082	1,8661334

Sumber : Data diolah

Tabel 4 menunjukkan hasil uji F yang didapat $\alpha = 0,029$ lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ atau dengan menunjukkan F_{hitung} sebesar 3,636 lebih besar dari pada F_{tabel} sebesar 2,33 maka dapat diartikan $F_{hitung} > F_{tabel}$ sehingga H_0 ditolak, hal ini dapat diartikan bahwa kepemilikan institusional, *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan struktur aset secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Kelima variabel kepemilikan institusional (X1), *Free Cash Flow* (X2), Pertumbuhan Perusahaan (X3), Profitabilitas (X4) dan Struktur Aset (X5) dapat menjelaskan variabel Kebijakan Hutang (Y) sebesar nilai R Square 0,133 hal ini berarti besarnya pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan struktur aset dapat menjelaskan variabel kebijakan hutang sebesar 13,3 persen sedangkan 86,7 persen dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar penelitian ini

c. Uji t

Digunakan untuk menguji dan mengetahui seberapa besar pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan struktur aset secara individu berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil statistik uji t dapat dilihat pada tabel 5 sebagai berikut :

Tabel 5
HASIL UJI STATISTIK t

Variabel Tergantung				
Variabel	t_{hitung}	t_{tabel}	signifikansi	Keterangan
INST	-1,228	-1,662	0,223	H_0 diterima
FCF	-0,474	-1,662	0,636	H_0 diterima
Growth	0,827	1,662	0,411	H_0 diterima
PROF	-2,713	-1,662	0,008	H_0 ditolak
AST	2,802	1,662	0,006	H_0 ditolak

Sumber : Lampiran 1, data diolah

Hasil tabel 5 uji t yang dilakukan untuk variabel institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, dividen, dan profitabilitas adalah sebagai berikut :

Bahwa nilai t_{hitung} untuk variabel Institusional (INST) sebesar -1,228 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar -1,662 hal ini berarti $t_{hitung} > t_{tabel}$ sehingga H_0 diterima. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa Institusional mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Nilai t_{hitung} untuk variabel *Free Cash Flow* (FCF) sebesar -0,474 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar -1,662 hal ini berarti $t_{hitung} > t_{tabel}$ sehingga H_0 diterima. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa *Free Cash Flow* mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Nilai t_{hitung} untuk variabel Pertumbuhan Perusahaan (Growth) sebesar 0,827 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 1,662 hal ini berarti $t_{hitung} < t_{tabel}$ sehingga H_0 diterima. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa Pertumbuhan Perusahaan mempunyai

pengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Nilai t_{hitung} untuk variabel Profitabilitas (ROE) sebesar -2,713 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar -1,662, hal ini berarti $t_{hitung} < t_{tabel}$ sehingga H_0 ditolak. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Nilai t_{hitung} untuk variabel Struktur Aset (AST) sebesar 2,802 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 1,662 hal ini berarti $t_{hitung} > t_{tabel}$ sehingga H_0 ditolak. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

PEMBAHASAN

Berdasarkan pengujian yang dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan struktur aset secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan

hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini disebabkan oleh kepemilikan institusional, *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan struktur aset hanya dapat menjelaskan kebijakan hutang sebesar 4,6 persen, sedangkan 95,4 persen kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel lain selain variabel di atas. Berikut penjelasan untuk masing – masing variabel :

1. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga lain selain lembaga keuangan, perbankan, perusahaan asuransi, perusahaan yang terafiliasi dan tidak termasuk perusahaan induk atau anak perusahaan. Prosentase kepemilikan Institusional yang besar dalam sebuah perusahaan dapat digunakan untuk mengawasi dan mengendalikan manajemen perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan Institusional memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Memiliki pengaruh yang negatif berarti bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional akan mengurangi kebijakan hutang perusahaan, Selain itu pada penelitian ini penyebab variabel kepemilikan institusional ini tidak signifikan karena sulitnya untuk menentukan saham kepemilikan institusional pada suatu perusahaan, dengan penjelasannya seadanya yang kurang spesifik dan tidak jelas, sehingga untuk memilih sampel perusahaan saham kepemilikan institusional ini terkadang masih dimiliki oleh induk perusahaan, anak perusahaan atau grup perusahaan tersebut. Sehingga peneliti memiliki keterbatasan dan kesulitan dalam memilih perusahaan yang memenuhi kriteria pada penelitian ini.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009), Eva Larasati (2011), Yenieatie dan Nicken Destriana (2010) serta penelitian oleh Ben Moussa

dan Jameleddine Chichti (2011) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

2. *Free Cash Flow*

Free Cash Flow atau arus kas bebas perusahaan yang tinggi biasanya dapat digunakan oleh perusahaan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan, untuk investasi perusahaan, untuk membayar deviden dan untuk melunasi hutang perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow* memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Memiliki pengaruh negatif yang berarti bahwa semakin tinggi nilai *free cash flow* akan menurunkan tingkat hutang perusahaan, dimana pada perusahaan yang memiliki arus kas bebas tinggi salah satunya akan digunakan untuk membayar hutang, sehingga perusahaan tidak perlu melakukan hutang. Namun penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruhnya tidak signifikan dimana tidak semua perusahaan memiliki *free cash flow* dalam jumlah tinggi sehingga saat *free cash flow* meningkat maka kebijakan hutang akan menurun. Peneliti mengalami kesulitan dalam menentukan satuan pada variabel ini, saat peneliti memutuskan untuk memilih satuan rupiah yang memudahkan peneliti akan tetapi juga berdampak pada hasil variabel ini. Sehingga terjadi perbedaan satuan dengan variabel lain yang merupakan salah satu faktor variabel *free cash flow* ini hasilnya tidak signifikan. Selain itu faktor variabel ini tidak signifikan karena *Free Cash Flow* pada penelitian ini sebagian besar sampel memiliki nilai aliran kas operasional lebih kecil dari pada pengeluaran modal bersih dan modal kerja bersih.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) serta penelitian yang dilakukan oleh Esa Setiana dan Reffina Sibagariang (2013) yang menyatakan bahwa *free cash flow*

memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

3. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan peningkatan yang terjadi pada suatu perusahaan dari tahun ke tahun. Banyak cara yang dapat digunakan untuk mengukur pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini peneliti menggunakan pertumbuhan penjualan untuk mengukur tingkat pertumbuhan perusahaan sampel. Perusahaan dalam sampel penelitian ini mengalami peningkatan asset dari tahun ke tahun namun tidak terlalu tinggi.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Memiliki pengaruh positif berarti bahwa semakin tinggi pertumbuhan suatu perusahaan akan meningkatkan hutang perusahaan, dimana suatu perusahaan yang sedang tumbuh akan memerlukan dana yang besar untuk kebutuhan-kebutuhan perusahaan sehingga perusahaan perlu untuk melakukan hutang. Namun penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruhnya tidak signifikan, hal ini karena pada saat meneliti variabel tersebut peneliti memilih pertumbuhan penjualan sebagai alat ukur pertumbuhan perusahaan. Sedangkan penjualan perusahaan yang tinggi akan meningkatkan laba perusahaan dan akan mengurangi hutang, dalam struktur modal keuntungan tinggi perusahaan akan digunakan untuk membayar hutang dan meningkatkan kemakmuran perusahaan yang arahnya justru berlawanan antara pertumbuhan penjualan dengan hutang. Seharusnya menggunakan pertumbuhan laba untuk pertumbuhan perusahaan yang arahnya searah dengan hutang perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) serta penelitian yang dilakukan oleh Steven dan Lina (2011), yang menyatakan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan memberikan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun

penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) yang menyatakan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan memberikan pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

4. Profitabilitas (ROE)

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama satu periode tertentu. Menghitung profitabilitas dapat dilakukan dengan berbagai cara, namun peneliti memutuskan untuk menggunakan *return on equity* (ROE). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *return on equity* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hasil pengaruh positif dalam penelitian ini bahwa semakin tinggi nilai profitabilitas perusahaan maka tingkat hutang perusahaan akan menurun yang disebabkan perusahaan sampel lebih memilih sumber pendanaan yang berasal ekuitas dari pada hutang, sehingga perusahaan dalam memenuhi kebutuhan tidak perlu menggunakan hutang melainkan dengan menggunakan laba atau ekuitas perusahaan. Selain itu hasil penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan dapat menghasilkan dana bagi perusahaan yang lebih banyak sehingga akan berdampak besar pada berkurangnya tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) serta penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) dan penelitian oleh Steven dan Lina (2011), yang menyatakan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

5. Struktur Aset

Struktur aktiva dapat diartikan sebagai penentuan berapa besar alokasi untuk masing – masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva

tetap. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aset memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hasil ini memiliki pengaruh yang positif atau searah dimana semakin meningkat nilai struktur aset perusahaan maka semakin meningkat hutang perusahaan, dengan kata lain semakin tinggi struktur aset perusahaan maka perusahaan akan semakin membutuhkan dana dan salah satu memenuhinya dengan menggunakan hutang. Namun tujuan perusahaan sampel dalam penelitian ini adalah untuk mengalokasikan komponen aktiva dengan baik sehingga dapat meningkatkan hutang untuk meningkatkan laba perusahaan. Selain itu hasil penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan, dimana struktur aset perusahaan yang meningkat tinggi akan meningkatkan hutang secara signifikan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Steven dan Lina (2011) serta penelitian yang dilakukan oleh Yenieatie dan Nicken Destriana (2010), yang menyatakan bahwa struktur aset memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

KESIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil uji hipotesis dan pembahasan yang telah dilakukan maka kesimpulan dari hasil analisis penelitian ini sebagai berikut :

Berdasarkan uji F yang telah dilakukan menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan struktur aset secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji F yang didapat $\alpha = 0,029 < \alpha = 0,05$ atau hasil nilai F_{hitung} sebesar 3,636 lebih besar dari hasil F_{tabel} sebesar 2,33.

Berdasarkan uji t yang dilakukan menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif

tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini ditunjukkan dengan hasil t_{hitung} untuk variabel kepemilikan institusional (INST) sebesar -1,228 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar -1,662. *Free Cash Flow* memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini ditunjukkan dari nilai t_{hitung} untuk variabel *Free Cash Flow* (FCF) sebesar -0,474 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 1,662. Pertumbuhan perusahaan (Growth) memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini ditunjukkan dari nilai t_{hitung} sebesar 0,827 dimana lebih kecil dari besarnya nilai t_{tabel} sebesar 1,662. Variabel Profitabilitas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini ditunjukkan nilai t_{hitung} untuk variabel Profitabilitas (ROE) sebesar -2,713 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar -1,662. Struktur aset memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini ditunjukkan dari nilai t_{hitung} untuk variabel struktur aset (AST) sebesar 2,802 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 1,662.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih memiliki banyak keterbatasan. Adapun keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Susahnya untuk menentukan saham kepemilikan institusional pada suatu perusahaan, karena penjelasan yang kurang spesifik dan tidak jelas, sehingga terkadang perusahaan tersebut masih dalam satu grup yang sama atau perusahaan tersebut adalah anak perusahaan dari perusahaan sampel.

Variabel *free cash flow* (FCF) penelitian ini pengukurannya menggunakan rupiah, yang sebaiknya menggunakan rasio persentase karena empat variabel lainnya yaitu kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan struktur aset pengukurannya menggunakan persentase.

Menghitung variabel pertumbuhan perusahaan pada penelitian ini, dengan menggunakan pertumbuhan penjualan

yang merupakan kesalahan karena penjualan justru meningkatkan keuntungan perusahaan, seharusnya peneliti menggunakan pertumbuhan laba untuk menentukan pertumbuhan suatu perusahaan.

Saran

Bagi peneliti selanjutnya :

Penelitian ini masih banyak memiliki beberapa kelemahan yaitu tidak semua variabel independen memiliki hasil yang signifikan sehingga peneliti memiliki saran untuk peneliti selanjutnya sebagai berikut :

- a. Peneliti yang akan datang disarankan untuk menambahkan variabel kepemilikan manajerial, ROA, ukuran perusahaan, umur perusahaan, kebijakan deviden sebagai variabel independen.
- b. Peneliti selanjutnya sebaiknya menambah sampel dengan menggunakan periode penelitian yang lebih panjang.
- c. Peneliti selanjutnya sebaiknya menambah sampel dengan menggunakan seluruh perusahaan yang *go public* tidak termasuk institusi keuangan (perusahaan investasi bank dan perusahaan asuransi). Tidak hanya terfokus pada perusahaan manufaktur.
- d. Peneliti selanjutnya harus lebih spesifik untuk memilih saham kepemilikan institusional.
- e. Peneliti selanjutnya sebaiknya mengukur variabel *free cash flow* dengan rasio persentase atau decimal bukan menggunakan rupiah.
- f. Peneliti selanjutnya menggunakan pertumbuhan laba dalam menentukan pertumbuhan suatu perusahaan.

Bagi Perusahaan

Perusahaan sebaiknya lebih berhati-hati dan lebih bijak dalam menggunakan dana yang berasal dari hutang karena kebijakan hutang yang efektif akan menguntungkan perusahaan.

Bagi Investor

Penelitian ini ditemukan bahwa, pertumbuhan perusahaan dan struktur aset pengaruh positif terhadap kebijakan

hutang, sehingga diharapkan investor dapat memperhatikan variabel tersebut dalam menggunakan hutang untuk keputusan berinvestasi dan memenuhi kebutuhan perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Agus. R. Sartono 2006. *Manajemen Keuangan "Teori dan Aplikasi" Edisi IV*. Yogyakarta : BPEF-Yogyakarta.
- Ben Moussa Fatma dan Jameleddine Chichti. 2011. Interactions Between *Free Cash Flow*, Debt Policy And Structure Of Governance : Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach. *Jurnal Of Management Research*. La Manouba, Tunisie. Vol. 3 No. 2, Hlm. E9
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi ke 10. Jakarta : Salemba Empat
- Esa Setiana dan Reffina Sibagariang. 2013. Pengaruh *Free Cash Flow* Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Telaah Akuntansi*. Vol. 15 No. 01
- Eva Larasati. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. TH. 16 No. 02
- I Made Sudana. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan "Teori dan Praktik"*. Jakarta : PT.Gelora Aksara Pratama
- Kasmir. 2008. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada
- Masdupi Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*

Indonesia. Vol. 20 No. 01, Hlm. 57-69

Rizka Putri Indahningrum 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*. STIE Trisakti. Vol. 11 No. 03, Hlm. 189-207

Steven dan Lina. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. STIE Trisakti. Vol. 13 No. 03, Hlm 163-181

Yeniatie dan Nicken Destriana. 2010. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di bursa efek indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*. STIE Trisakti. Vol. 12 No. 01, Hlm 1-16