

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
KEBIJAKAN DIVIDEN, STRUKTUR ASET, *FREE CASH FLOW* DAN RISIKO
BISNIS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

ARTIKEL ILMIAH



Oleh :

STEFFANNY LINDRAWATI A.

NIM : 2013310896

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS

SURABAYA

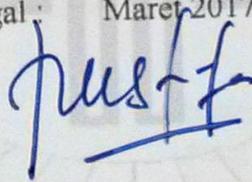
2017

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Steffanny Lindrawati A.
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 21 Mei 1995
N.I.M : 2013310896
Jurusan : Akuntansi
Program Pendidikan : Sarjana
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan
Judul : Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan
Institusional, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, *Free
Cash Flow*, dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan
Hutang

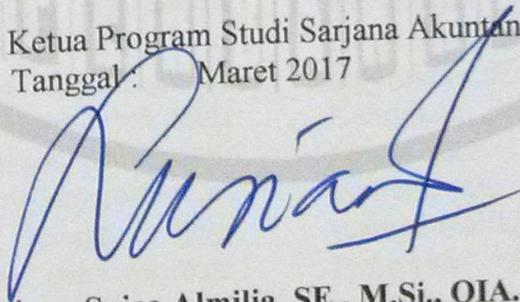
Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing
Tanggal : Maret 2017



(Titis Puspitaningrum Dewi Kartika, S.Pd., MSA)

Ketua Program Studi Sarjana Akuntansi
Tanggal : Maret 2017



(Dr. Luciana Spica Almilia, SE., M.Si., QIA., CPSAK)

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, STRUKTUR ASET, FREE CASH FLOW, DAN RISIKO BISNIS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

Steffanny Lindrawati A.
STIE Perbanas Surabaya
Email : 2013310896@students.perbanas.ac.id

ABSTRACT

The debt policy is the ability of a company to pay off debts to creditors. This debt policy is affected by several factors so the purpose of this study to determine the effect of managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, asset structure, free cash flow, and business risk to debt policy. The study objects used is LQ-45 companies in Indonesia Stock Exchange in 2012-2015. This study used a purposive sampling technique in determining the sample study. The number of companies chosen as the sample in 129 company of 196 companies in LQ-45. Data analysis method used in this research is descriptive analysis, classical assumption test, and multiple linear regression analysis to test hypothesis using SPSS 23 for Windows. The analysis showed that asset structure and free cash flow significantly effect to debt policy while managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, asset structure, free cash flow, and business risk has no significant effect on capital structure..

Keywords : *debt policy, managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, asset structure, free cash flow, and business risk.*

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan didirikan tidak hanya bertujuan untuk mencapai sebuah laba yang tinggi tetapi berusaha juga untuk meningkatkan nilai suatu perusahaan melalui kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006). Seorang manajer harus lebih teliti dalam pengambilan keputusan pendanaan. Sumber dana eksternal yang diperoleh dari kreditor merupakan hutang bagi perusahaan. Hutang selain meningkatkan nilai perusahaan, hutang juga dapat menimbulkan risiko yang dapat melibatkan pihak shareholder sebagai pemilik, pihak manajemen sebagai pengelola keuangan, dan pihak kreditor sebagai pemberi

pinjaman dana. Besar kecilnya hutang yang akan digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh pihak perusahaan melalui kebijakan hutang (Indah dan Nur, 2015). Kebijakan hutang merupakan bagian dari keputusan pendanaan dalam suatu perusahaan yang diperoleh dari sumber dana eksternal. Kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan akan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya pada kreditor. Pengaruh kebijakan hutang bagi perusahaan terbukti pada PT Waskita Karya Tbk (WSKT) yang dikutip di kompas.com, perusahaan ini mencatatkan peningkatan jumlah utang yang cukup signifikan pada akhir kuartal III 2016.

Total utang perusahaan konstruksi ini meningkat 65,41% dari tahun lalu Rp 20,6 triliun menjadi Rp 34,09 triliun. Penambahan utang tersebut merata pada utang jangka pendek maupun jangka panjang perusahaan. Meskipun hutangnya bertambah, tetapi perseroan juga berhasil mencatatkan pertumbuhan kinerja keuangan di akhir September. Pendapatan perusahaan tumbuh 88,22% dari Rp 7,44 triliun menjadi Rp 14,01 triliun.

Terdapat beberapa perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, menurut Dewi dkk (2014) dan Andhika (2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sedangkan menurut Esa dan Refina (2013), Syaifudin (2013), dan Rizka (2009) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian mengenai kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang menurut Yoandhika (2012) dan Rizka (2009) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sedangkan Indah dan Nur (2015) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang menurut Dewi dkk (2014) dan Yoandhika (2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian struktur aset terhadap kebijakan hutang menurut Dewi dkk (2014) konsisten dengan penelitian Syaifudin (2013) menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian *free cash flow* terhadap kebijakan hutang menurut Indah dan Nur (2015), dan Rizka (2009) konsisten dengan Esa dan Refina (2013) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan hutang, menurut Mega dan Suci (2015) menyatakan bahwa risiko

bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sedangkan Rizka (2009) menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini menggunakan sampel pada perusahaan LQ45. Indeks LQ45 adalah nilai kapitalisasi pasar dari 45 saham yang paling likuid dan memiliki nilai kapitalisasi yang besar hal ini merupakan indikator likuidasi. Hal ini dikarenakan dalam perusahaan indeks LQ45 menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan berdasarkan kriteria tertentu.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan (*Agency Theory*) mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai principal dan manajemen sebagai agen yang mengelolah perusahaan. Dalam teori keagenan terjadi konflik antara prinsipal dan agen, konflik disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Menurut Indah dan Nur (2015), dengan proporsi yang hanya sebagian dan belum sepenuhnya membuat manajer cenderung bertindak untuk kepentingan dirinya sendiri dan bukan untuk perusahaan inilah yang nantinya akan muncul biaya keagenan (*Agency Cost*). Biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor.

Teori keagenan ini erat hubungannya dengan kebijakan hutang. Peningkatan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. *Debt holders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut oleh para manajemen.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial adalah tingkat atau persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, seperti direktur dan komisaris. Semakin tinggi saham yang dimiliki oleh manajer, maka semakin tinggi pula kontrol terhadap suatu perusahaan dimana membuat manajer menggunakan hutang pada tingkat yang rendah untuk dapat mengantisipasi adanya kemungkinan terjadi kebangkrutan pada perusahaan. Dewi dkk (2014) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan manajerial, namun tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh manajer sehingga manajer tidak bisa mengambil keputusan sesuai keinginan sendiri. Esa dan Refina (2013) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena setiap kenaikan presentase kepemilikan saham manajerial maka akan menurunkan hutang perusahaan.

H₁: Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lainnya. Andhika (2012) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap kebijakan hutang. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi dkk (2014) karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka kebijakan hutang juga akan semakin mengalami kenaikan karena sebagian investor tidak terlalu peduli dengan penggunaan hutang sebagai sumber dana perusahaan. Mereka lebih memperhatikan hasil akhir yaitu

perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus dan dapat melunasi hutang. Indah dan Nur (2015) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh dalam kebijakan hutang. Karena manajer dianggap sebagai pengelola perusahaan yang dianggap sebagai pihak yang mengetahui keadaan perusahaan sehingga dalam menentukan hutang akan mempertimbangkan segala risiko atas penggunaan hutang.

H₂: Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan yang dapat digunakan sebagai pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Syafiudin (2013) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena adanya tingkat rasio dividen yang rendah akan membuat pengguna hutang yang tinggi. Hasil penelitian dari Yoandhika (2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang tetapi tidak signifikan. Jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil sehingga menimbulkan hutangnya juga tinggi. Tidak signifikannya hasil penelitian Yoandhika (2012) disebabkan karena sebagian besar perusahaan membagikan dividennya yang didapat dari selisih laba bersih yang diperoleh dengan laba ditahan yang dibutuhkan untuk mendanai investasi baru, sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan hutang untuk membagikan dividennya kepada pemegang saham.

H₃: Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.

Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang

Struktur aset adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aset, baik dalam aset lancar maupun aset tetap (Lukman,2001:9). Struktur aset merupakan perbandingan antara aset lancar dengan aset tetap. Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel dan cenderung menggunakan hutang lebih besar. Struktur aset mempunyai pengaruh yang begitu positif terhadap kebijakan hutang terutama bagi perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah yang cukup banyak. Dewi dkk (2014) menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Syafiudin (2013) bahwa struktur aset menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin besar nilai aset tetap maka ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh perusahaan maka akan tinggi kebijakan hutang yang diperoleh perusahaan.

H₄: Struktur Aset berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.

Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow atau disebut juga arus kas bebas. *Free cash flow* merupakan kelebihan yang dihasilkan oleh perusahaan pada akhir periode setelah membayar biaya-biaya untuk pengembangan usaha. Ketika *free cash flow* rendah, maka perusahaan cenderung mempunyai hutang tinggi. Sedangkan perusahaan yang tingkat *free cash flow* tinggi akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*. Indah dan Nur (2015) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Esa dan Refina (2013).

Free cash flow yang tinggi akan mengurangi keputusan untuk mengambil hutang dikarenakan *free cash flow* dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan. Kelebihan dana dari *free cash flow* dimanfaatkan untuk menjalankan usaha perusahaan tanpa harus mencari hutang. Selain itu *free cash flow* dapat dimanfaatkan untuk investasi terhadap aset tetap perusahaan sehingga dapat menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi keuangan yang stabil.

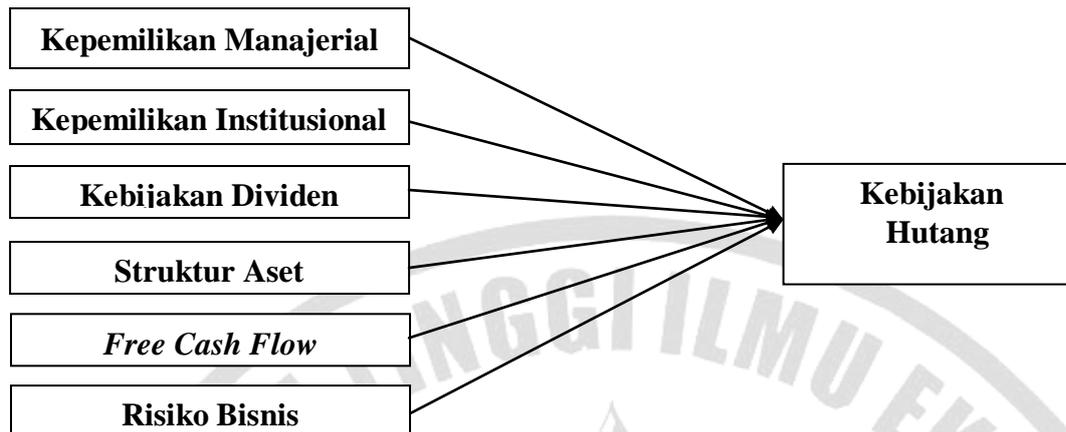
H₅: *Free cash flow* berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.

Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang

Risiko bisnis merupakan suatu keadaan yang dihadapi oleh perusahaan yang dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk mengembalikan investasi. Risiko Bisnis menentukan keputusan mengenai kebijakan hutang yang akan diambil oleh perusahaan. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang di bandingkan dengan perusahaan risiko bisnis yang rendah. Andhika (2012) menyatakan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten pada penelitian Megawati dan Suci (2015) menyatakan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan menghindari untuk menggunakan hutang dalam kegiatan operasional perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis tinggi kemungkinan tidak akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar, karena menghindari terjadinya kemungkinan buruk berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang. Pihak kreditur juga kurang mempercayai perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi karena kemungkinan kebangkrutan juga semakin tinggi.

H₆: Risiko Bisnis berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.

Kerangka Pemikiran yang mendasari penelitian adalah sebagai berikut:



Sumber : diolah peneneliti

Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini bersifat kuantitatif dimana lebih sistematis, terencana, terstruktur jelas dari awal hingga akhir penelitian. Berdasarkan jenis data yang diteliti, data dalam penelitian ini berupa angka yang bersifat sebuah interval, bulatan atau pecahan. Data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia.

Batasan Penelitian

Terdapat beberapa batasan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Penelitian ini berfokus pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Penelitian dilakukan pada 2012-2015.

Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen dan independen yaitu :

1. Variabel dependen (Y) adalah Kebijakan Hutang
2. Variabel independen (X) adalah Kepemilikan Manajerial (X_1),

Kepemilikan Institusional (X_2), Kebijakan Dividen (X_3), Struktur Aset (X_4), *Free cash Flow* (X_5), Risiko Bisnis (X_6).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah keputusan yang diambil oleh manajemen dalam menentukan besarnya hutang dalam sumber dananya pada pihak eksternal untuk membiayai kegiatan operasional dalam perusahaan. Kebijakan hutang dapat diproaksikan dengan *Debt to Total Assets Ratio* (DAR). Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham Houston, 2012):

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan tingkat persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Kepemilikan manajerial diberi simbol

(MOWN), dan dapat dirumuskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Saham Manajer}}{\text{Total Saham yang beredar}}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki institusi pada akhir tahun yang diukur dengan persentase dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional diberi simbol (INST) dengan rumus sebagai berikut (Erni, 2005):

$$\text{INST} = \frac{\text{Saham Institusi}}{\text{Total Saham yang beredar}}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen dalam perusahaan dapat diukur dengan membandingkan antara DPS (*Dividen Per Share*) dan manajemen membuat keputusan berapa dari EPS (*Earning Per Share*) yang akan dibagikan sebagai dividen. Kebijakan dividen dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2011):

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Struktur Aset

Struktur aset merupakan perbandingan antara total aset tetap bersih dengan total aset perusahaan. Aset sendiri merupakan aset yang digunakan untuk keperluan operasional perusahaan. Struktur aset diberi simbol (SA) dengan rumus sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2006):

$$\text{SA} = \frac{\text{Total Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua biaya yang memiliki *net value* positif. *Free cash flow* dalam penelitian ini sebagai variabel bebas dan menggunakan simbol

FCF, dengan rumus sebagai berikut (Keiso et al, 2007):

$$\text{FCF} = \text{Aliran Kas Operasi} - \text{Pengeluaran Modal} - \text{Modal Kerja Bersih}$$

Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis diukur dengan menggunakan *Degree of Operating Leverage* (DOL). Dimana DOL ini mengukur berapa persen EBIT berubah jika penjualan berubah 1% (Lukas, 2003: 234).

$$\text{DOL} = \frac{\text{Perubahan EBIT}}{\text{Perubahan Penjualan}}$$

Keterangan:

$$\text{Perubahan EBIT} = \frac{\text{EBIT}(t) - \text{EBIT}(t-1)}{\text{EBIT}(t-1)}$$

$$\text{Perubahan PENJ} = \frac{\text{PENJ}(t) - \text{PENJ}(t-1)}{\text{PENJ}(t-1)}$$

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan LQ45 yang ada di Bursa Efek Indonesia. Sampelnya adalah perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2015. Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling*, dengan kriteria:

1. Perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2015.
2. Perusahaan yang selama tahun 2012-2015 membagikan dividen.
3. Perusahaan yang mengungkapkan laporan tahunan pada periode penelitian.
4. Perusahaan yang menyajikan laporan keuangannya dalam mata uang rupiah.
5. Perusahaan Selain Perbankan.
6. Perusahaan yang menyediakan data mengenai persentase kepemilikan saham manajerial dan institusional.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah statistik deskriptif; uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi; analisis regresi berganda, dan pengujian hipotesis (uji statistik F, koefisien determinasi, dan uji statistik t).

Persamaan regresi pada penelitian ini ialah sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta X_1 + \beta X_2 + \beta X_3 + \beta X_4 + \beta X_5 + \beta X_6 + e$$

Dimana :

Y = Kebijakan Hutang

α = konstanta

β = koefisien regresi

X₁ = Kepemilikan Manajerial

X₂ = Kepemilikan Institusional

X₃ = Kebijakan Dividen

X₄ = Struktur Aset

X₅ = *Free Cash Flow*

X₆ = Risiko Bisnis

e = *error*

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif menjelaskan data pada nilai *minimum*, *maximum*, *mean* dan *standar deviation* sebagai berikut:

Tabel 1
Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
DAR	129	.03887	.95539	.47413	.194522
MOWN	129	.17881	.95956	.60633	.147207
INST	129	.04044	.82119	.39366	.147207
DPR	129	.00676	6.7567	.51838	.703524
SA	129	.01707	.83606	.26859	.193240
FCF	129	-3.E+13	3.E+13	-2.7E+13	7.94E+13
DOL	129	-44.71	120.898	2.6686	16.8441

Sumber: Data diolah dengan SPSS 23

1. Kebijakan Hutang

Nilai minimum sebesar 0.03887 dimiliki oleh PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk pada tahun 2014. Nilai minimum diakibatkan karena perusahaan mempunyai total hutang sebesar 5,477,000,000,000 dari total aset sebesar 140,895,000,000,000.

Meskipun perusahaan ini memiliki total hutang lebih kecil dari total aset, namun laba perusahaan ini cukup rendah sehingga dana terlalu banyak untuk memenuhi kebutuhan operasional dan semakin sedikit dana yang disediakan untuk memenuhi kewajiban pendanaan perusahaan (hutang).

Nilai maksimum variabel kebijakan hutang sebesar 0.95539 dimiliki oleh PT Surya Semesta Internusa Tbk pada tahun 2014. Nilai maksimum diakibatkan karena perusahaan mempunyai total hutang sebesar 2,954,204,851,899 dari total aset sebesar 3,092,141,639,544. Dimana nilai maksimum ini menunjukkan bahwa total hutang lebih rendah dari total aset dan perusahaan ini memperoleh laba yang cukup tinggi sehingga semakin banyak

2. Kepemilikan Manajerial

Nilai minimum kepemilikan manajerial (MOWN) sebesar 0.17881 dimiliki oleh PT. Lippo Karawachi Tbk pada tahun 2012 dan 2013. Nilai minimum diakibatkan karena perusahaan mempunyai total saham yang dimiliki oleh manajer sebesar 4,126,619,908 dari total saham yang beredar sebesar 23,077,689,619 dapat dikatakan hanya 17.88% saham yang dimiliki oleh manajer.

Nilai maksimum kepemilikan manajerial (MOWN) sebesar 0.95956 dimiliki oleh PT. Holcim Indonesia Tbk pada tahun 2013. Nilai maksimum diakibatkan karena perusahaan mempunyai total saham yang dimiliki oleh manajer sebesar 7,352,983,319 dari total saham yang beredar sebesar 7,662,900,000 atau dengan kata lain sebesar 95.96% saham yang dimiliki oleh manajer.

3. Kepemilikan Institusional

Nilai minimum variabel kepemilikan institusional sebesar 0.04044 dimiliki oleh PT. Holcim Indonesia Tbk pada tahun 2013. Nilai minimum tersebut diakibatkan oleh total saham yang dimiliki institusi (publik) sebesar 309,916,681 dari total saham yang beredar sebesar 7,662,900,000 atau dapat dikatakan hanya 4.04% saham yang dimiliki oleh institusi di tahun tersebut.

Nilai maksimum variabel kepemilikan institusional pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 sebesar 0.82119 dimiliki oleh PT. Lippo Karawachi Tbk pada tahun 2012. Nilai maksimum ini diakibatkan oleh total kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi (*public*) sebesar 18,951,069,711 dari total saham yang beredar sebesar 2,307,7689,619 atau dapat dikatakan sekitar 82.11% saham yang dimiliki oleh institusi.

4. Kebijakan Dividen

Nilai minimum kebijakan dividen sebesar 0.00676 dimiliki oleh PT. Multipolar Tbk pada tahun 2013. Nilai minimum tersebut diakibatkan oleh total dividen yang dibagikan lebih rendah sebesar Rp 1 dari total laba perlembar saham sebesar Rp 148 hal ini disebabkan karena perusahaan lebih memilih dananya ditahan sebagai laba ditahan yang dapat digunakan sebagai operasional perusahaan dari pada membagikan dividen kepada pemegang saham.

Nilai maksimum kebijakan dividen (DPR) pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 sebesar 6.75676 dimiliki oleh PT. Global Mediacom Tbk pada tahun 2015. Nilai maksimum tersebut diakibatkan oleh total dividen yang dibagikan cukup tinggi sebesar Rp 25 dari total laba perlembar saham sebesar Rp 3.7 hal ini disebabkan karena perusahaan lebih memilih membagikan dividen kepada pemegang saham dari pada menahan dana sebagai laba ditahan. Sesuai dengan teori yang ada bahwa kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi

perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk membayar dividen.

5. Struktur Aset

Nilai minimum pada variabel struktur aset sebesar 0.01707 dimiliki oleh PT. Jasa Marga Tbk pada tahun 2012. Nilai minimum ini diakibatkan oleh total aset tetap perusahaan pada tahun tersebut sebesar Rp 422,506,867,000 dari total aset perusahaan sebesar Rp 24,753,551,441,000. Hasil tersebut disebabkan karena perusahaan tersebut memiliki aset tetap yang rendah sehingga kurang mampu dijadikan jaminan oleh perusahaan kepada kreditur.

Nilai maksimum variabel struktur aset (SA) perusahaan LQ45 pada tahun 2012-2015 sebesar 0.83606 dimiliki oleh PT. XL Axiata Tbk pada tahun 2012. Nilai maksimum ini diakibatkan dari total aset tetap perusahaan sebesar Rp 29,643,274,000,000 dari total aset perusahaan sebesar Rp 35,455,705,000,000. Hasil tersebut disebabkan karena perusahaan tersebut memiliki aset tetap yang cukup tinggi sehingga dapat dijadikan sebagai jaminan kepada kreditur.

6. Free Cash Flow

Nilai minimum *free cash flow* sebesar -30,953,524,159,393 dimiliki oleh PT. Lippo Karawachi Tbk pada tahun 2015. Nilai minimum ini diakibatkan oleh total arus kas operasional perusahaan sebesar -2,710,700,676,429 dari total pengeluaran modal sebesar -477,229,986,374 dan total modal kerja bersih sebesar 28,720,053,469,338. Hasil ini mengakibatkan *free cash flow* perusahaan rendah, yang menggambarkan perusahaan tersebut kekurangan dana internal.

Nilai maksimum variabel *free cash flow* (FCF) perusahaan LQ45 sebesar 27,712,000,000,000 dimiliki oleh PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk pada tahun 2014. Nilai maksimum ini diakibatkan oleh total arus kas operasional perusahaan sebesar 37,736,000,000,000 dari total

pengeluaran modal sebesar 8,048,000,000,000 dan total modal kerja bersih sebesar 1,976,000,000,000. Hasil ini mengakibatkan *free cash flow* perusahaan tinggi, yang menggambarkan perusahaan memiliki kelebihan dana internal.

7. Risiko Bisnis

Nilai minimum risiko bisnis sebesar -44.71338 dimiliki oleh PT. XL Axiata Tbk pada tahun 2013. Nilai minimum ini diakibatkan oleh total penjualan yang meningkat dari tahun 2012 sebesar 20,969,806,000,000 dan pada tahun 2013 sebesar 21,265,060,000,000 meskipun total penjualan perusahaan tersebut meningkat namun total laba sebelum pajak mengalami penurunan dari tahun 2012 sebesar 3,751,421,000,000 dan pada tahun 2013 sebesar 1,389,667,000,000. Hasil tersebut mengakibatkan risiko bisnis perusahaan semakin rendah dan kemungkinan kerugian juga sangat rendah.

Nilai maksimum variabel risiko bisnis (DOL) pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 sebesar 120.89897 dimiliki PT. Semen Gersik Tbk pada tahun 2015. Nilai maksimum ini diakibatkan oleh total penjualan mengalami penurunan dari tahun 2014 sebesar 26,987,035,135,000 dan tahun 2015 sebesar 26,948,004,471,000. Selain total penjualan yang mengalami penurunan total laba sebelum pajak perusahaan ini juga mengalami penurunan yang sangat drastis pada tahun 2014 sebesar 7,090,765,967,000 dan tahun 2015 sebesar 5,850,923,497,000 sehingga menyebabkan risiko bisnis pada perusahaan tersebut sangat tinggi dan tingkat kerugian yang akan dialami juga tinggi.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Pengujian normalitas ini menggunakan uji statistic non parametik *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*.

Apabila nilai signifikansi ≥ 0.05 maka H_0 diterima dan H_0 ditolak jika nilai signifikansi < 0.05 .

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas

	<i>Unstandardized Residual</i>
N	129
Kolmogorov-Smirnov Z	0.051
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0.200

Sumber : data diolah dengan SPSS 23

Hasil uji normalitas pada $N=129$ menunjukkan nilai probabilitas signifikansinya $0.200 > 0.05$ yang berarti H_0 diterima, sehingga data residual berdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Imam, 2013). Korelasi antar variabel independen bisa dilihat dari nilai *Tolerance* atau *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika angka *tolerance* di atas 0,10 atau sama dengan $VIF < 10$ maka dapat dikatakan bahwa tidak terdapat gejala multikolinieritas. Sedangkan jika, angka *tolerance* di bawah 0,10 atau sama dengan $VIF > 10$ maka dapat dikatakan bahwa terdapat gejala multikolinieritas.

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinieritas

Model	<i>Collinearity Statistics</i>	
	<i>Tolerance</i>	VIF
MOWN	.147	6.783
INST	.147	6.824
DPR	.852	1.174
SA	.791	1.264
FCF	.801	1.248
DOL	.871	1.148

Sumber : data diolah dengan SPSS 23

Tabel 3 menunjukkan hasil *tolerance* masing-masing variabel lebih dari 0,10. Nilai VIF juga menunjukkan hal yang sama yaitu semua variabel memiliki VIF kurang dari 10. Hal tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas dalam model regresi yang berarti bahwa tidak ada korelasi antar variabel independen.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi penyimpangan pada periode t dengan penyimpangan pada periode t-1 (sebelumnya) menurut (Imam, 2013: 110). Pengujian ini menggunakan Uji DW (*Durbin-Watson*), karena digunakan untuk menguji autokorelasi tingkat satu dengan mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi dan tidak ada variabel lag diantara variabel independen.

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi

Model	Durbin Watson
1	1.978

Sumber : data diolah dengan SPSS 23

Nilai DW pada penelitian ini sebesar 1,978 dimana batas atas (du) sebesar 1.8107 dan batas bawah (dl) sebesar 1.6165. Nilai dari (4-du), 4-1.8107 sebesar 2.1893 dan nilai dari (4-dl), 4-1.6165 sebesar 2.3835. Oleh karena itu, nilai DW 1.978 berada diantara nilai 0 dan nilai (batas bawah) dl sebesar 1.6165. Sehingga dapat disimpulkan bahwa $0 < 1.978 < 1.6165$, dan menolak H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas ini digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi penyimpangan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya (Imam, 2013). Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain dan hasilnya tetap, maka disebut

homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Prasyarat yang harus terpenuhi dalam model regresi adalah tidak adanya gejala heteroskedastisitas.

Tabel 5
Hasil Uji Heterokedastisitas

Model	Sig.
(Constant)	.440
MOWN	.967
INST	.998
DPR	.667
SA	.309
FCF	.136
DOL	.292

Sumber : data diolah

Berdasarkan Tabel pada pengujian diatas menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai probabilitas signifikan diatas 0,05 (5%) dengan variabel dependen yaitu nilai *absolute* Ut (AbsUt). Artinya, bahwa hasil tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi. Model regresi ini telah memenuhi homoskedastisitas yang berarti *variance* dari satu residual satu pengamatan ke pengamatan lain adalah tetap.

Pengujian Hipotesis

Analisis Regresi Berganda

Teknik analisis data dalam penelitian ini, yaitu dengan menggunakan teknik persamaan regresi linier berganda, yang dapat digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel terikat (kebijakan hutang) dan variabel bebas (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, *free cash flow*, dan risiko bisnis). Model regresi linear berganda adalah sebagai berikut:

Tabel 6
Hasil Uji Regresi

Model	Unstandardized Coefficients	Sig.
	B	
(constant)	.492	.082
MOWN	.025	.928
INST	.230	.417
DPR	-.006	.796
SA	-3.63	.000
FCF	7.291E-15	.001
DOL	-.001	.299

Sumber : data diolah dengan SPSS 23

Persamaan model regresi sebagai berikut:

$$\text{DAR} = 0,492 + 0,025 \text{ MOWN} + 0,230 \text{ INST} - 0,006 \text{ DPR} - 3.63 \text{ SA} + 7,291\text{E}15 \text{ FCF} - 0,001 \text{ DOL} + e$$

Persamaan di atas menunjukkan bahwa :

1. Konstanta sebesar 0.492 yang artinya bahwa jika variabel independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, free cash flow, dan risiko bisnis) dianggap konstan, maka besarnya kebijakan hutang adalah sebesar 0.492.
2. Koefisien regresi MOWN (X1) sebesar 0.025 menyatakan bahwa setiap perubahan satu satuan pada MOWN dengan asumsi variabel lainnya tetap, maka kebijakan hutang akan mengalami kenaikan sebesar 0.025.
3. Koefisien regresi INST (X2) sebesar 0.230 menyatakan bahwa setiap perubahan satu satuan pada INST dengan asumsi variabel lainnya tetap, maka kebijakan hutang akan mengalami kenaikan sebesar 0.230
4. Koefisien regresi DPR (X3) sebesar - 0.006 menyatakan bahwa setiap perubahan satu satuan pada DPR dengan asumsi variabel lainnya tetap, maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0.006
5. Koefisien regresi SA (X4) sebesar - 0.363 menyatakan bahwa setiap perubahan satu satuan pada SA dengan

asumsi variabel lainnya tetap, maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0.363

6. Koefisien regresi FCF (X5) sebesar 7,295,000,000,000,000,000 menyatakan bahwa setiap perubahan satu satuan pada FCF dengan asumsi variabel lainnya tetap, maka kebijakan hutang akan mengalami kenaikan sebesar 7,295,000,000,000,000,000
7. Koefisien regresi DOL (X6) sebesar - 0.001 menyatakan bahwa setiap perubahan satu satuan pada DOL dengan asumsi variabel lainnya tetap, maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0.001
8. “e” menunjukkan variabel pengganggu diluar variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, *free cash flow* dan risiko bisnis.

Uji F

Uji Statistik F ini digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, *free cash flow* dan risiko bisnis) yang dimasukkan dalam model regresi dapat memprediksi variabel dependen (kebijakan hutang). Selain itu digunakan untuk menguji apakah model regresi yang diuji signifikan atau non signifikan. Berikut ini adalah hasil pengujian signifikansi (Uji F):

Tabel 7
Hasil uji F

Model	F	Sig.	
1	Regression	4.442	0.000

Sumber : data diolah dengan SPSS 23

Nilai F hitung sebesar 4.442 dengan nilai signifikan 0.000. Hal ini berarti bahwa nilai signifikansi < 0.05, yang berarti H_0 ditolak, artinya bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, *free cash flow*, dan risiko bisnis mempunyai model

regresi yang baik (fit) dan layak digunakan untuk pengujian selanjutnya.

Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi (R^2) ini digunakan untuk mengukur sejauh mana kemampuan model dalam menjelaskan variasi pada variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 mendekati nol maka kemampuan variabel-variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan semakin lemah, sedangkan nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen secara simultan semakin kuat.

Tabel 8
Hasil Uji R^2

Model	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.179	.139	.18050586

Sumber : data diolah dengan SPSS 23

Besarnya nilai *Adjusted R Square* pada tabel di atas sebesar 0,139 hal ini berarti hanya 13,9% kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, *free cash flow* dan risiko bisnis. Sisanya sebesar 86.1% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Uji statistik t

Uji statistik t bertujuan untuk menunjukkan seberapa jauh setiap variabel independen secara individual dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Hal tersebut digunakan untuk mengetahui kebenaran pernyataan yang telah dihipotesiskan oleh peneliti. Berpengaruh tidaknya variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai signifikansinya. Apabila nilai signifikansi kurang dari 0,05 maka artinya H_0 ditolak sehingga terdapat pengaruh.

Tabel 9
Hasil Uji Statistik t

Model	T	Sig.
(constant)	1.751	.082
MOWN	.090	.928
INST	.814	.417
DPR	-.259	.796
SA	-3.913	.000
FCF	3.251	.001
DOL	-1.043	.299

Sumber : data diolah dengan SPSS 23

Tabel di atas menunjukkan bahwa :

- Kepemilikan Manajerial (MOWN)**
MOWN menunjukkan nilai t-hitung sebesar 0.090 dengan signifikansi $0.928 > 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa MOWN tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
- Kepemilikan Institusi (INST)**
INST menunjukkan nilai t-hitung sebesar 0.814 dengan signifikansi $0.417 > 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa INST tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
- Kebijakan Dividen (DPR)**
DPR menunjukkan nilai t-hitung sebesar -0.259 dengan signifikansi $0.796 > 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
- Struktur Aset (SA)**
SA menunjukkan nilai t-hitung sebesar -3.913 dengan signifikansi $0.000 < 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa SA berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.
- Free Cash Flow (FCF)**
FCF menunjukkan nilai t-hitung sebesar 3.251 dengan signifikansi $0.001 < 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa FCF berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
- Risiko Bisnis (DOL)**
DOL menunjukkan nilai t-hitung sebesar -1.043 dengan signifikansi

0.299 > 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa DOL tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pembahasan

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang

Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan dan sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini terlihat dari hasil uji t sebesar 0.090 menunjukkan bahwa tingkat signifikannya $0.929 > 0.05$. Tidak adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang disebabkan karena masih belum sepenuhnya tingkat kepemilikan saham oleh manajerial dimiliki namun masih dibagi dengan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh kelompok lainnya (publik), sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri. Hal ini bertentangan dengan teori yang ada bahwa semakin meningkatnya kepemilikan manajerial akan menyebabkan manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi dkk (2014), Esa dan Reffina (2013), Syafiudin (2013), dan Andhika (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Megawati dan Suci (2015) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajerial membuat manajer harus menerima konsekuensi secara langsung dari setiap keputusan yang dibuat serta semakin besar kepemilikan manajerial maka manajer tersebut akan cenderung berusaha untuk

meningkatkan kinerjanya dan menekan penggunaan hutang demi kepentingan pemegang saham termasuk dirinya sendiri.

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang

Kepemilikan institusional memiliki peran yang sangat penting dalam meminimalisir konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat pengawasan eksternal terhadap perusahaan dan akan berdampak semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai operasional perusahaan. Pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini terlihat dari hasil uji t sebesar 0.814 dengan signifikansi $0.417 > 0.05$. Tidak adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dapat diidentifikasi bahwa besar kecilnya kepemilikan institusional tidak akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kebijakan hutang, karena manajer dalam perusahaan lebih mengerti mengenai keadaan dalam perusahaan sehingga menentukan keputusan pendanaan untuk operasional perusahaan manajer akan mempertimbangkan segala risiko atas penggunaan hutang. Kepemilikan institusional merupakan pihak yang mengikuti keputusan dari manajemen dalam keputusan kinerja keuangan khususnya kebijakan hutang, akan tetapi kepemilikan institusional hanya bertindak sebagai pengawasan dan tidak terlibat dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan hutang. Besarnya persentase kepemilikan institusional tidak akan menyebabkan pengawasan terhadap kebijakan hutang perusahaan menjadi lebih efektif. Karena sebagian investor tidak terlalu peduli dengan penggunaan hutang sebagai sumber dana perusahaan. Mereka lebih memperhatikan hasil akhir yaitu perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus yang dilihat dari laba, aliran kas

operasi dan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang (susanto, 2011). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Indah dan Nur (2015), Dewi dkk (2014), dan Andhika (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yoandhika (2012) dan Rizka dan Ratih (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Keberadaan pemilik institusional tidak mampu memantau lebih ketat kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen sehingga manajemen lebih banyak menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk membuat kinerjanya seakan-akan terlihat baik oleh pemegang saham.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang

Kebijakan dividen mempunyai hubungan erat terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan menyediakan dana untuk membayar sejumlah dividen tertentu. Pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini terlihat dari hasil uji t sebesar -0.259 dengan signifikansi $0.796 > 0.05$. Pembayaran dividen dapat digunakan untuk menggantikan peranan utang dalam pengawasan *problem agency*, namun hubungan tersebut tidak berjalan secara efektif sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Karena sebagian besar perusahaan membagikan dividennya yang didapat dari selisih laba bersih yang diperoleh dari laba ditahan yang digunakan untuk investasi baru maka perusahaan tidak perlu lagi menggunakan hutang untuk membagikan dividennya kepada pemegang saham.

Hasil Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Dewi dkk (2014), Andhika (2012) dan Yoandhika (2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Syafiudin (2013) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena tingkat rasio dividen yang rendah maka perusahaan cenderung menggunakan hutang yang tinggi, dan sebaliknya jika dividen tinggi maka cenderung menggunakan hutang rendah.

Pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang

Struktur aset berhubungan dengan kekayaan maupun sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dijadikan jaminan pada keputusan pinjaman dari eksternal perusahaan. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan akan lebih mudah mendapatkan perolehan utang dari pada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Pengujian hipotesis menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini terlihat dari hasil uji t sebesar -3.913 dengan signifikansi $0.000 < 0.05$. Sesuai dengan teori yang ada bahwa struktur aset digunakan sebagai prasyarat melakukan pinjaman kepada pihak eksternal karena struktur aset digunakan sebagai jaminan perusahaan apabila tidak dapat membayar hutangnya. Menurut Brigham dan Houston (2006 : 42) struktur aset menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki aset yang sesuai untuk dijadikan jaminan kredit, cenderung lebih banyak menggunakan hutang yang tinggi. Struktur aset dijadikan bahan pertimbangan perusahaan dalam menentukan besarnya hutang yang akan diambil. Perusahaan yang memiliki struktur aset yang tinggi akan cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Hal ini terjadi karena perusahaan yang memiliki struktur

aset yang lebih fleksibel cenderung menggunakan hutang yang lebih besar dari pada struktur aset perusahaan yang tidak fleksibel, dan secara umum perusahaan yang mempunyai jaminan akan lebih mudah dalam memperoleh hutang kepada kreditor dari pada perusahaan yang tidak memiliki jaminan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Syafiudin (2013) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi dkk (2014) yang menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang hal ini dikarenakan tingkat aset tetap pada sampel pengamatan dengan *mean* yang terlalu rendah.

Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang

Free cash flow merupakan kelebihan kas yang diperlukan untuk membayar seluruh biaya-biaya yang dimiliki setelah membagi dividen. Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi akan mempunyai level hutang rendah sebab perusahaan tidak harus mengandalkan hutang dalam mekanisme pendanaan operasional perusahaan. Jika *free cash flow* tinggi maka tingkat hutang akan semakin rendah. Pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini terlihat dari hasil uji t sebesar 3.254 dengan signifikansi $0.001 < 0.05$. Perusahaan dengan *free cash flow* tinggi bisa lebih bertahan dalam kondisi yang buruk karena *free cash flow* perusahaan yang tinggi menggambarkan adanya kelebihan dana internal perusahaan. Sedangkan *free cash flow* yang rendah menggambarkan bahwa perusahaan kekurangan dana internal sehingga perusahaan akan membutuhkan tambahan dana eksternal dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru. Ketika *free cash flow* tinggi, perusahaan cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan atau dapat disebut

juga *free cash flow* digunakan untuk membeli tambahan investasi, membeli *treasury stock* atau penambahan sederhana atas likuiditas perusahaan. Manajer cenderung akan berperilaku opportunistik dengan tujuan untuk memuaskan kepentingan pribadinya.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Esa dan Refina (2013) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Indah dan Nur (2015) bahwa *free cash flow* dapat dimanfaatkan untuk berinvestasi terhadap aset tetap karena dengan tingginya aset tetap akan mengurangi keputusan untuk pengambilan hutang.

Pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan hutang

Risiko bisnis dapat menentukan keputusan tentang kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang, kreditor akan mengurangi pinjaman kepada perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi karena kemungkinan terjadi kebangkrutan adalah tinggi. Pengujian hipotesis menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini terlihat dari hasil uji t sebesar -1.043 dengan signifikansi $0.299 > 0.05$. Peningkatan risiko bisnis tidak berdampak secara signifikan pada penurunan kebijakan hutang perusahaan, yang berarti bahwa perusahaan yang akan menambah dana investasi dari pihak eksternal tidak memperhatikan besarnya risiko bisnis. Hal ini karena perusahaan mempunyai keyakinan bahwa proyeksi atas aset di masa yang akan datang dapat dikembalikan dengan adanya pendapatan yang tinggi yang menyebabkan tingkat probabilitas kebangkrutan perusahaan rendah. Perusahaan dengan tingkat risiko yang tinggi akan menghindari terjadinya

kemungkinan buruk yang berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang.

Hasil Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2014) yang menyatakan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Megawati dan Suci (2015) dan Andhika (2012) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Apabila risiko bisnis perusahaan tinggi, maka perusahaan akan berusaha untuk menurunkan risiko keuangan, karena perusahaan tidak akan berani untuk mengambil kedua risiko tersebut secara bersamaan. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan menghindari untuk menggunakan hutang dalam mendanai perusahaan. Hal ini disebabkan karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan yang telah dijelaskan maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Hasil pengujian kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
2. Hasil pengujian kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
3. Hasil pengujian kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

4. Hasil pengujian struktur aset terhadap kebijakan hutang pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.
5. Hasil pengujian *Free Cash Flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
6. Hasil pengujian risiko bisnis terhadap kebijakan hutang pada perusahaan LQ45 tahun 2012-2015 menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Keterbatasan

keterbatasan peneliti adalah peneliti memiliki keterbatasan dalam hal penilaian kepemilikan saham dalam perusahaan, sebab kepemilikan saham tergantung pada kebijakan perusahaan dalam menetapkan besar kecilnya saham yang dimiliki oleh manajerial maupun institusional (publik). Sehingga peneliti belum menemukan hasil yang pasti dalam presentase kepemilikan saham masing-masing perusahaan.

Saran

1. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan untuk mempertimbangkan rentang waktu penelitian lebih lama sekitar lima hingga enam tahun sehingga dapat menghasilkan penelitian yang lebih akurat dan tidak hanya berfokus pada perusahaan LQ45.
2. Peneliti selanjutnya diharapkan menambah variabel independen lain diluar penelitian ini seperti ukuran perusahaan dan profitabilitas.
3. Bag perusahaan, sebaiknya lebih memperhatikan mengenai penggunaan pendanaan dalam perusahaan agar kebijakan hutangnya berjalan sesuai dengan yang diharapkan dan mengalami tingkat kerugian yang rendah.

DAFTAR RUJUKAN

- Agus Sartono. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Cetakan Pertama. BPFE Yogyakarta.
- Ahadiyah Muslida. D.Y. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Dividen, Profitabilitas. Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*.2 (4), 447-454.
- Andhika Ivona Murtiningtyas. 2012. Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*. 1(2), 1-6.
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia*. Media Soft Indonesia, Jakarta.
- Bambang Riyanto. 2001. *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*, Edisi Keempat. Cetakan Ketujuh. BPFE Yogyakarta.
- Brigham, Eugene dan Joel F Houston, 2001. *Manajemen Keuangan II*. Jakarta: Salemba Empat.
- _____, 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, alih bahasa Ali Akbar Yulianto, Buku satu, Edisi sepuluh, PT. Salemba Empat, Jakarta.
- _____, 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Jakarta: Salemba Empat.
- _____, 2012. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1. Salemba Empat, Jakarta.
- Dewi Purwasih., Restu, A., dan Al, A.L. 2014. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012. *Jom Fekon*. 1(2), 1-15.
- Erni Masdupi. 2005 “Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik keagenan” *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*.2(1). Hlm 57-69.
- 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* .15(1), 16-33.
- Gitman, Lawrence J. 2006. *Principles of Managerial Finance*. seventeenth edition. Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company
- Hexana Sri. L. 2005. Tinjauan terhadap Kompetensi dan Independensi Akuntan Publik: Refleksi Atas Skandal Keuangan. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi* .5(1). Hal 85-97.
- Imam Ghozali. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS.21*. Edisi 7. Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Indah Safitri dan Nur Fadrijah A. 2015. Pengaruh Kepemilikan Institusional, dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*.4(7), 1-18.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling. 1976. *Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*. Hlm 595-612.
- _____, 1986. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review*.76 (2). Hlm 323-329.
- Jogiyanto, Hartono. (2012). *Teori Portofolio & Analisis Investasi*.

- Edisi 9. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Keown J.Arthur, John D.Martin, J. William Petty, dan David F. Schott, JR. 2008. *Manajemen Keuangan Prinsip dan Penerapan*. Edisi Kesepuluh. PT Macanan Jaya Cemerlang.
- Kieso dan Weygandt.1995.*Intermediate Accounting*. Diterjemahkan Herman Wibowo. Edisi ketujuh. Jilid 1. Jakarta: Binarupa Aksara.
- _____, 2007. *Accounting Principles*, Edisi 12. Salemba Empat.
- Lukas Setia Atmadja. 2003. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Lukman Syamsudin. 2001. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Konsep Aplikasi Dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan. Jakarta: PT.Raja Grafindo Persada.
- Mahmud. M. Hanafi. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. Yogyakarta: BPPF.
- Martono dan Agus Harjito, D. 2000. Kebijakan Dividen. *Available* <http://ekonomi.kabo.biz/2011/05/kebijakan-dividen.html>.Hlm 252-253.
- Megawati dan Suci Kurnia. 2015. Pengaruh *Insider Ownership, Investment Opportunity Set (IOS)*, Pertumbuhan Perusahaan dan Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Kajian Manajemen Bisnis*. 4(1), 92-109.
- Rizka Putri. I 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*. Hlm 189-207.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Managerial Economic*. Fifth Edition. Singapore: Thomson Learning.
- Shleifer, A dan Vishny R. 1986. Large Shareholders and Corporate control: *Journal of Political Economics* 95. Hlm 461-488.
- Syafiudin Hidayat. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Manajemen*.1(1), 12-25.
- Tarjo.2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*. *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak..
- Yoandhika Nabela. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Properti dan *Real Estate* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*. 1(1), 1-8.