

BAB IV

GAMBARAN SUBYEK PENELITIAN DAN ANALISIS DATA

4.1 Gambaran Umum Subyek Penelitian

Subyek penelitian adalah Perusahaan sektor utama (industri penghasil bahan baku) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pada penelitian ini data yang digunakan ialah data laporan keuangan yang diperoleh dari IDX. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang telah ditentukan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan pada BAB III. Berikut ringkasan pemilihan sampel data penelitian.

Tabel 4.1
PROSEDUR PEMILIHAN SAMPEL

KETERANGAN	JUMLAH PERUSAHAAN
Perusahaan industri penghasil bahan baku yang terdaftar di BEI	58
Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria sampel :	
a. Tidak listing 2009-2013	(17)
b. Tidak memiliki data lengkap sesuai periode pengamatan	(6)
c. Tidak memiliki akhir tahun fiskal 31 Desember	(0)
d. Tidak menerbitkan lap.keuangan dalam rupiah (Rp)	(13)
e. Laba operasional mengalami rugi	(8)
Jumlah sampel Perusahaan	14
Jumlah sampel Perusahaan periode 2009 – 2013 (5 tahun)	70

Sumber : Data sekunder yang diolah

Tabel 4.1 menunjukkan bahwa jumlah subyek penelitian awal yang akan dianalisis adalah 58 Perusahaan industri bahan baku. Populasi tersebut diseleksi berdasarkan kriteria yang sudah ditentukan oleh peneliti untuk mendapatkan sampel penelitian yang akan diteliti. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, terdapat 17 Perusahaan industri bahan baku pada Bursa Efek Indonesia yang *delisting* dari tahun 2009 hingga tahun 2013. Lalu, pada kriteria kedua terdapat 6 Perusahaan yang tidak memiliki data laporan keuangan secara lengkap dan berurutan selama periode pengamatan. Pada kriteria ketiga yang mensyaratkan akhir tahun fiskal 31 Desember menunjukkan tidak ada Perusahaan yang tidak memiliki akhir tahun fiskal 31 Desember. Kemudian pada kriteria keempat dan kelima terlihat bahwa ada 13 Perusahaan yang tidak melaporkan laporan keuangan dalam satuan mata uang rupiah dan 8 Perusahaan yang laba operasionalnya negatif (rugi). Dari teknik pengambilan sampel tersebut, didapatkan 14 Perusahaan yang memenuhi kriteria dan akan diteliti dalam penelitian ini. Berikut nama-nama Perusahaan yang dijadikan sampel :

Tabel 4.2
SUBYEK PENELITIAN PERIODE 2009-2013

No	Nama Perusahaan	Kode	Industri
1	Bisi International Tbk	BISI	Tanaman Pangan
2	Astra Argo Lestari Tbk	AALI	Perkebunan
3	BW Plantation Tbk	BWPT	Perkebunan
4	Gozco Plantation Tbk	GZCO	Perkebunan
5	PP London Sumatera Indonesia Tbk	LSIP	Perkebunan
6	Sampoerna Agro Tbk	SGRO	Perkebunan
7	Salim Ivomas Pratama Tbk	SIMP	Perkebunan

8	Sinar Mas Agro Resources and Technology Tbk	SMAR	Perkebunan
9	Tunas Baru Lampung Tbk	TBLA	Perkebunan
10	Bakrie Sumatera Plantation Tbk	UNSP	Perkebunan
11	Samindo Resources Tbk	MYOH	Pertambangan Batubara
12	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk	PTBA	Pertambangan Batubara
13	Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM	Pertambangan & Mineral lainnya
14	Mitra Investindo Tbk	MITI	Pertambangan Batu-batuan

Sumber : *Indonesia Stock Exchange*

Tabel 4.2 menunjukkan data sampel Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mewakili sektor utama (industri penghasil bahan baku) yang mana pada sektor ini terdapat Perusahaan yang bergerak di industri pertanian dan pertambangan. Jumlah Perusahaan industri bahan baku yang merupakan sampel awal sebanyak 58 Perusahaan. Kemudian, pemilihan sampel sehingga didapatkan sampel akhir sebanyak 14 Perusahaan.

4.2 Analisis Data

4.2.1 Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif ini dilakukan dengan tujuan untuk memberikan gambaran mengenai variabel yang digunakan. Dimana variabel tersebut terdiri dari tiga variabel independen (kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow*) dan satu variabel dependen (kebijakan hutang).

Tabel 4.3
ANALISIS DESKRIPTIF

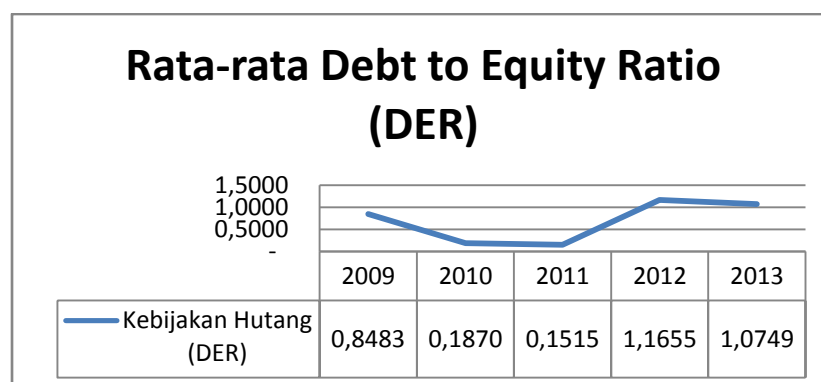
	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	70	3.6410	.1277	3.7687	.955144	.7579215
INST	70	.8346	.1654	1.0000	.657630	.2000361
CR	70	8.0653	.3977	8.4630	2.222116	1.9028008
FCF	70	6.E+13	-6.E+13	4.E+12	-2.35E+12	9.912E+12
Valid N (listwise)	70					

Sumber : Hasil Olahan SPSS

Tabel 4.3 menunjukkan hasil analisis deskriptif dari variabel dependen (kebijakan hutang) yang diwakili dengan DER dan independen pada penelitian ini (kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow*) yang masing-masing diwakili dengan INST, CR dan FCF.

Dari hasil analisis deskriptif, dapat dilihat DER yang merupakan variabel kebijakan hutang (dependen) yang merupakan rasio proporsi total Perusahaan terhadap total ekuitas memiliki sebaran data yang tidak bervariasi atau homogen selama lima tahun periode pengamatan. Hal ini dapat dilihat dari angka *mean* yang lebih besar daripada angka standar deviasinya. Selama lima tahun tersebut, terdapat Perusahaan yang menggunakan hutang hanya sebesar 0,12 kali total ekuitasnya atau sekitar 12% dari total ekuitasnya. Angka minimum DER ini dimiliki oleh Perusahaan BISI International Tbk yang bergerak di bidang tanaman pangan. Proporsi total hutang yang hanya 12% dari total ekuitasnya berarti Perusahaan memiliki total hutang kurang lebih Rp 120.000 untuk setiap satu juta rupiah total ekuitas. Dan Perusahaan dinilai memiliki kemampuan yang cukup besar untuk memenuhi kewajiban tersebut karena jumlahnya yang tidak melebihi

jumlah ekuitasnya. Untuk angka maksimum variabel dependen kebijakan hutang (DER) menunjukkan 3,77, atau dengan kata lain Perusahaan yang memiliki nilai DER ini memiliki proporsi total hutang melebihi total ekuitasnya. Nilai DER maksimum ini dimiliki Perusahaan yang bergerak di bidang Pertambangan batubara yaitu Samindo Resources Tbk. Angka DER tersebut menunjukkan bahwa Perusahaan memiliki risiko yang tinggi dalam pengembalian hutangnya. Perusahaan diharapkan menggunakan hutang tidak pada level yang tinggi, mengingat risiko dan beban kewajiban yang mungkin timbul di kemudian hari. Angka rasio hutang satu menunjukkan bahwa total hutang yang digunakan sama dengan total ekuitas yang dimiliki. Oleh karena itu, Perusahaan sebaiknya menggunakan hutang tidak lebih dari total ekuitasnya. Salah satu alasannya agar Perusahaan masih memiliki cadangan dana yang dapat digunakan sewaktu-waktu untuk menutupi hutang tersebut. Pada grafik berikut, kita dapat melihat tren rata-rata DER tiap tahunnya selama lima tahun pengamatan tersebut.



Sumber : Lampiran 6

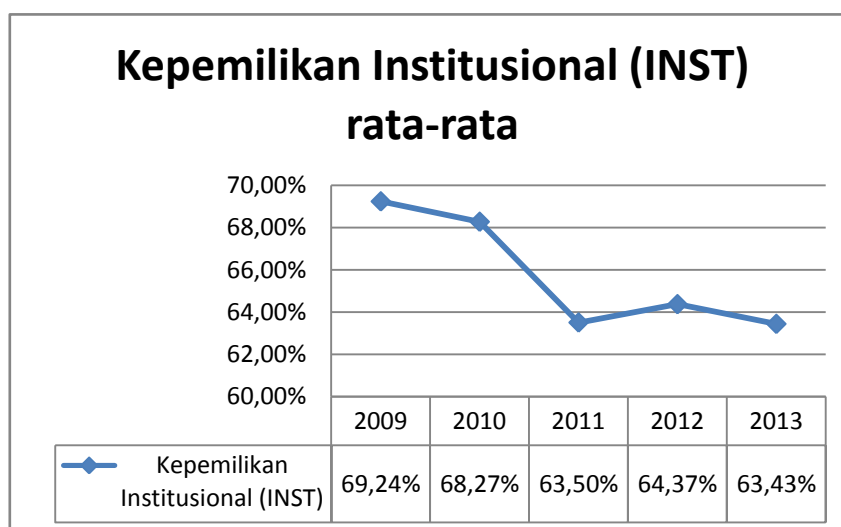
Gambar 4.1
PERKEMBANGAN DEBT TO EQUITY RATIO RATA-RATA SELAMA LIMA TAHUN

Dari grafik diatas, dapat kita lihat DER rata-rata Perusahaan sector utama yang dianalisis dalam penelitian ini pada tahun 2009 menunjukkan 0,8483 atau total hutang Perusahaan sebesar 85% dari total ekuitasnya. Angka ini menunjukkan tingkat DER yang tinggi, namun total hutangnya masih belum melebihi total ekuitasnya. Kemudian, pada tahun 2010 nilai DER rata-rata menunjukkan penurunan yang cukup signifikan dari tahun 2009. Nilai DER untuk tahun 2010 yang mengalami penurunan mencapai angka 0,1870 atau total hutang rata-rata Perusahaan kurang lebih 18% dari total ekuitasnya. Tahun berikutnya nilai DER rata-rata Perusahaan sekali lagi mengalami penurunan pada tahun 2011 yang tidak terlalu drastis yaitu pada angka 0,1515. Kondisi DER rata-rata 14 Perusahaan industri bahan baku pada tahun 2010 dan 2011 menunjukkan tingkat kestabilan karena perubahan yang tidak terlalu berarti. Kestabilan ini kemudian mengalami pergeseran. Dimana pada tahun 2012, tingkat nilai DER rata-rata meningkat hingga 1,1655. Peningkatan yang cukup drastis ini menunjukkan pada tahun 2012 bahwa 14 Perusahaan industri baku dalam penelitian ini cenderung meningkatkan total hutangnya baik untuk ekspansi usaha ataupun kegiatan operasional lainnya. Namun, tingkat DER yang tinggi pada tahun 2012 ini mengalami penurunan pada tahun 2013 walaupun tidak terlalu signifikan. Penurunannya hanya sekitar 0,10% yang sekali lagi menjelaskan kondisi DER yang tinggi pada tahun 2013. Setelah mengetahui tren DER rata-rata tiap tahunnya selama lima tahun pengamatan, maka dapat dilihat pada tabel 4.3 hasil analisis deskriptif bahwa angka mean untuk variabel DER selama lima tahun pengamatan menunjukkan angka 0,955144 atau sekitar 95% dari total ekuitas

Perusahaan itu sendiri. Angka 0,955144 dapat diinterpretasikan bahwa Perusahaan memiliki total hutang sebesar Rp 955.144 dari satu juta rupiah total ekuitas. Angka ini dapat dikatakan tinggi, karena rata-rata proporsi hutang yang digunakan hampir sama dengan total ekuitasnya. Penggunaan hutang ini dapat membantu Perusahaan dalam pengembangan, perluasan usaha atau kegiatan operasional lainnya. Namun, penggunaan hutang yang terlalu besar juga dapat menambah beban hutang Perusahaan yang akan menimbulkan risiko yang tinggi.

Variabel yang berikutnya ialah variabel independen kepemilikan institusional (INST). Variabel ini ditunjukkan dengan prosentase kepemilikan saham oleh institusi lain. Kepemilikan saham dikatakan tinggi (disebut dengan pemegang saham mayoritas) jika prosentase berada diatas 50 persen. sebaran data untuk variabel ini tidak bervariasi atau homogen yang dapat dilihat dari angka mean yang lebih besar dari standar deviasi. Pada tabel. 4.3 hasil analisis deskriptif menunjukkan angka minimum 16,54% yang dimiliki oleh Perusahaan Bakrie Sumatera Plantation Tbk yang bergerak di bidang perkebunan. Struktur kepemilikan saham Perusahaan tersebut oleh institusi hanya sebesar 16,54% yang berarti tidak lebih dari separuh saham Perusahaan. Selbihnya, saham dimiliki oleh investor individual baik itu pihak manajerial Perusahaan itu sendiri maupun masyarakat. Sebaliknya, untuk angka maksimum yaitu 100% menunjukkan bahwa terdapat Perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh institusi lain sebesar 100 persen. Kepemilikan institusional 100% ini tidak hanya dimiliki oleh satu institusi saja, namun tersebar pada beberapa institusi / Perusahaan. Perusahaan yang sahamnya sepenuhnya dimiliki oleh institusi lain ini ialah SIMP (PT. Salim

Ivomas Pratama). Perusahaan tersebut dalam dua tahun berturut-turut yaitu pada tahun 2009 – 2010, memiliki struktur kepemilikan saham yang sepenuhnya dimiliki oleh institusi lain. Perusahaan yang bergerak di bidang perkebunan kelapa sawit dan pengolahan minyak goreng ini merupakan salah satu anggota dari grup agribisnis terdiversifikasi yang mengikuti model agribisnis terintegrasi secara vertikal. Sehingga investasi kepemilikan saham dilakukan pada anggota grup yang lain atau pada entitas anak. PT. SIMP percaya bahwa operasional agribisnis yang terintegrasi memberikan bisnis model yang efisien dengan skala ekonomis yang signifikan dan biaya yang kompetitif. Berikut gambaran tren perkembangan prosentase kepemilikan institusional selama lima tahun dari tahun 2009 hingga tahun 2013.



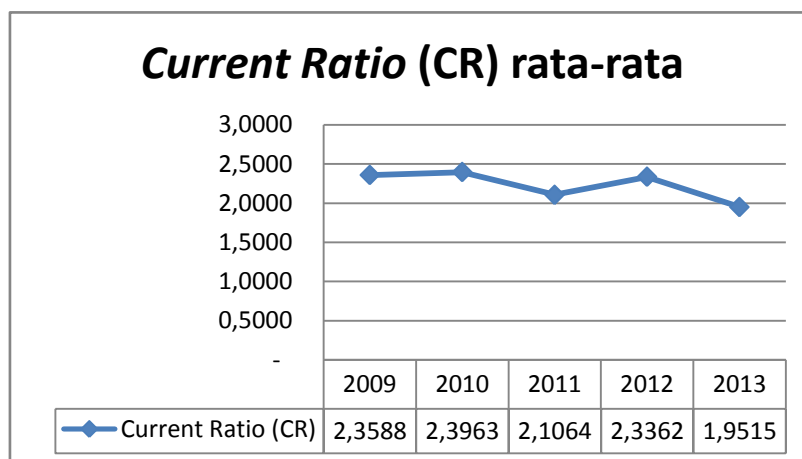
Sumber : Lampiran 3

Gambar 4.2
PERKEMBANGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL RATA-RATA
SELAMA LIMA TAHUN

Dari gambar 4.2 dapat kita lihat grafik tren proporsi kepemilikan institusional selama lima tahun (2009-2013). Pada grafik, memperlihatkan angka

rata-rata proporsi kepemilikan saham oleh institusi lain pada 14 Perusahaan industri bahan baku dalam penelitian tahun 2009 sebesar 69,24%. Kemudian pada dua tahun berikutnya, menunjukkan penurunan yang bisa dibilang masih dalam tingkat yang cenderung stabil yaitu masih dalam kisaran 60%. Kepemilikan institusional rata-rata untuk 14 Perusahaan pada tahun 2010 yaitu sebesar 68,27%, dimana mengalami penurunan sebesar 0,97%. Kemudian angka 68,27% terus mengalami penurunan. Buktinya, pada tahun 2011 angka proporsi kepemilikan institusional menjadi 63,50%, dimana turun sebesar 4,77% dari tahun sebelumnya. Selanjutnya, tahun 2012 nilai kepemilikan institusional rata-rata 14 Perusahaan mengalami kenaikan menjadi 64,37% dan mengalami penurunan kembali pada tahun 2013 menjadi 63,43%. Selama lima tahun tersebut, perubahan proporsi kepemilikan institusional rata-rata tidak mengalami perubahan yang berarti karena peningkatan maupun penurunannya tidak pernah melebihi 5%. Jika kita lihat rata-rata keseluruhan Perusahaan selama lima tahun pengamatan, variabel INST memiliki angka mean 65%. Angka 65% menunjukkan bahwa 14 Perusahaan bahan baku yang menjadi sampel dalam penelitian ini rata-rata memiliki mayoritas investor institusi. Pemegang saham mayoritas biasanya akan memiliki hak suara yang akan dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan. Namun, dalam sampel penelitian ini menunjukkan kepemilikan saham mayoritas oleh institusi yang tidak hanya dimiliki oleh satu institusi saja, namun tersebar pada beberapa Perusahaan. Sehingga, tidak ada satu Perusahaan / institusi tertentu yang memiliki saham mayoritas.

Variabel independen berikutnya ialah likuiditas, yang merupakan ukuran kemampuan aktiva lancar Perusahaan untuk memenuhi kewajiban lancarnya. Dalam pengujian yang dilakukan rasio likuiditas diwakili dengan *current ratio* (CR). Angka *current ratio* 1 memiliki arti bahwa jumlah aktiva lancar sama dengan kewajiban lancarnya, sehingga kewajiban tersebut dapat dipenuhi oleh aktiva lancarnya. Semakin besar angka *current ratio* akan semakin baik. Berikut grafik perkembangan *current ratio* rata-rata 14 Perusahaan selama lima tahun (2009-2013) :



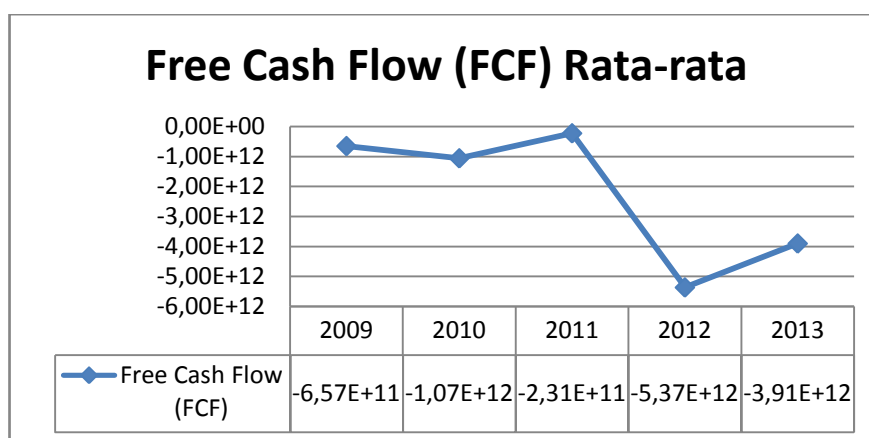
Sumber : Lampiran 4

Gambar 4.3
PERKEMBANGAN RASIO LIKUIDITAS RATA-RATA SELAMA LIMA TAHUN

Grafik tren *current ratio* diatas memperlihatkan perkembangan rata-rata likuiditas 14 Perusahaan bahan baku tiap tahunnya selama lima tahun sesuai periode pengamatan. Pada tahun 2009, menunjukkan angka CR yang cukup tinggi yaitu 2,3588. Angka tersebut berarti dalam tahun 2009 rata-rata 14 Perusahaan memiliki jumlah aktiva lancar yang dapat memenuhi kewajiban lancarnya. Angka dua menunjukkan likuiditas yang baik, karena rata-rata Perusahaan tersebut

memiliki jumlah aktiva lancar lebih besar dari kewajiban lancar pada tahun itu dan dapat dikatakan likuid. Kemudian pada tahun 2010, tingkat likuiditas rata-rata mengalami kenaikan menjadi 2,3963. Pada tahun 2011 angka rata-rata *current ratio* menurun hingga 2,1064. Penurunan ini masih dalam taraf baik dan aman. Karena masih berada di atas angka dua sebagai angka ideal bagi *current ratio*. Selanjutnya pada tahun 2012, *current ratio* mengalami kenaikan menjadi 2,3362 namun kembali mengalami penurunan pada tahun 2013 menjadi 1,9515. Sejah ini, perkembangan *current ratio* rata-rata 14 Perusahaan selama lima tahun mengalami perubahan baik penurunan maupun kenaikan. Namun, perubahan yang terjadi tidak terlalu besar sehingga masih pada taraf baik bagi Perusahaan. Pada tabel hasil deskriptif, menunjukkan angka *current ratio (CR)* yang memiliki nilai rata-rata 2,22 yang berarti tinggi dan menggambarkan kemampuan Perusahaan dalam memenuhi kewajiban pendeknya juga tinggi. Nilai *mean* pada tabel menunjukkan angka di atas standar deviasi 1,90 yang berarti sebaran data untuk variabel likuiditas ini tidak bervariasi atau homogen. Angka *current ratio* satu menunjukkan aktiva lancar Perusahaan mampu memenuhi kewajiban lancarnya. Namun, jika dipenuhi semua maka seluruh aktiva lancarnya akan habis hanya untuk menutupi kewajiban lancarnya. Perusahaan akan dinilai likuiditasnya baik jika angka rasio tersebut dapat melebihi satu, yang artinya jika seluruh kewajiban lancar dipenuhi oleh aktiva lancarnya, Perusahaan masih memiliki kelebihan aktiva lancar yang dapat digunakan untuk kepentingan lainnya.

Variabel independen ketiga yaitu *free cash flow* (arus kas bebas). Arus kas bebas ini merupakan sisa perhitungan arus kas Perusahaan yang dapat digunakan untuk kepentingan manajemen, pemegang saham maupun Perusahaan. Pada tabel hasil deskriptif, untuk variabel *FCF* menunjukkan angka rata-rata $-2.35E+12$ yang bisa dibilang rendah. Nilai minus ini menunjukkan Perusahaan tidak memiliki arus kas bersih real yang dapat digunakan baik untuk kegiatan operasional maupun yang lainnya. Untuk variabel *FCF* memiliki sebaran data yang heterogen. Sebaran data heterogen ini dapat dilihat dari nilai *mean* (rata-rata) yang berada dibawah nilai standar deviasi.



Sumber : Lampiran 5

Gambar 4.4
PERKEMBANGAN *FREE CASH FLOW* SELAMA LIMA TAHUN

Dari grafik diatas, kita dapat melihat rata-rata *free cash flow* 14 perusahaan tiap tahunnya selama lima tahun. Pada tahun 2009 dapat dilihat nilai arus kas bebas rata-rata menunjukkan nilai $-6.57E+11$. Kemudian pada tahun berikutnya yaitu 2010 nilai itu semakin menurun menjadi $-1.07E+12$, kemudian sedikit meningkat kembali pada tahun 2011 menjadi $-2.31E+11$. Kenaikan ini

tidak memberi dampak yang berarti bagi Perusahaan karena nilainya yang negatif dan masih sama dengan dua tahun sebelumnya. Selanjutnya, nilai arus kas bebas rata-rata keseluruhan Perusahaan menurun drastis di tahun 2012 yaitu menjadi $-5.37E+12$. Walaupun pada tahun sebelumnya juga menunjukkan nilai negatif, namun pada tahun 2012 ini merupakan yang paling terendah dalam lima tahun tersebut. Kemudian pada tahun 2013, baru mengalami kenaikan menjadi $-3.91E+12$, walaupun juga tidak terlalu nampak perubahannya. Jika kita lihat keseluruhan selama lima tahun, angka *free cash flow* rata-rata berada pada angka $-2.35E+12$. Terkadang walaupun Perusahaan memperoleh laba positif, nilai arus kas bebas dapat bernilai negatif. Seperti yang terjadi pada rata-rata keseluruhan Perusahaan di atas. Hal ini biasanya terjadi karena kas tersebut digunakan untuk diinvestasikan pada aset-aset operasional. Sehingga, arus kas bebas tampak negatif.

4.2.2 Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hipotesis penelitian pada bab sebelumnya, untuk membuktikan hipotesis tersebut peneliti menggunakan analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Total sampel yang diteliti dalam penelitian ini berjumlah 70 data. Sebelum melakukan analisis data dengan uji regresi linier berganda, dilakukan uji asumsi klasik terhadap data penelitian yang digunakan untuk mengetahui dan memastikan bahwa data berdistribusi normal atau tidak normal.

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Alat uji yang digunakan ialah uji statistik non-parametrik *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*.

Hipotesis pengujian normalitas ini sebagai berikut :

H_0 = Data berdistribusi normal

H_1 = Data tidak berdistribusi normal

Dengan kriteria normalitas sebagai berikut :

Jika $p < 0,05$ maka distribusi tidak normal atau H_0 ditolak

Jika $p \geq 0,05$ maka distribusi data normal atau H_0 diterima

Tabel 4.4
HASIL UJI NORMALITAS

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		Unstandardized Residual
N		70
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7
	Std. Deviation	.64200262
Most Extreme Differences	Absolute	.137
	Positive	.137
	Negative	-.093
	Kolmogorov-Smirnov Z	1.145
	Asymp. Sig. (2-tailed)	.145

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan output SPSS 20.0 pada table 4.3 yaitu hasil uji normalitas menunjukkan nilai *Kolmogorov-Smirnov* 1,145 dengan nilai signifikansi 0,145. Nilai signifikansi menunjukkan angka diatas 0,05 atau H_0 dapat diterima. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

2. Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang seharusnya bebas multikolonieritas atau tidak terjadi korelasi diantara variabel independennya.

Uji ini dapat dilihat dari nilai *tolerance* serta *variance inflation factor* (*VIF*). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang tidak dijelaskan oleh variabel independen yang lain, maka nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai *VIF* tinggi (karena $VIF = \frac{1}{Tolerance}$). Nilai yang menunjukkan adanya multikolonieritas ialah nilai *tolerance* $\leq 0,10$ atau sama dengan *VIF* ≥ 10 , Ghozali (2011:105-106).

Tabel 4.5
HASIL UJI MULTIKOLONIERITAS

Model	Coefficients ^a						
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	1.550	.318		4.876	.000		
INST	-.305	.429	-.081	-.711	.479	.849	1.178
CR	-.191	.042	-.480	-4.594	.000	.997	1.003
FCF	-1.290E-014	.000	-.169	-1.490	.141	.847	1.181

a. Dependent Variable: DER

Berdasarkan tabel 4.5 diatas menunjukkan bahwa hasil perhitungan yang menunjukkan nilai *tolerance* kepemilikan institusional (INST) sebesar 0,849, likuiditas sebesar 0,997 dan *free cash flow* sebesar 0,847, yang mana semua variabel independen tersebut tidak ada yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari

0,10. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa tidak multikolonieritas. Sama halnya untuk nilai *VIF* variabel INST sebesar 1,178, CR sebesar 1,003 dan FCF sebesar 1,181. Hal ini menunjukkan bahwa tidak variabel independen yang nilai *VIF* melebihi angka 10, sehingga dapat disimpulkan pula bahwa tidak multikolonieritas antar variabel independen dalam model regresi.

3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas ini menggunakan uji glesjer untuk meregres nilai absolute residual terhadap variabel independen. Apabila nilai signifikansi $\geq 0,05$ maka dapat disimpulkan terjadi heteroskedastiditas (Ghozali, 2011:142).

Tabel 4.6
HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	876	.192		4.567	.000
INST	-.350	.259	-.170	-1.353	.181
CR	-.067	.025	-.310	-2.679	.090
FCF	3.307E-015	.000	.079	.633	.529

a. Dependent Variable: Abs_Ut

Berdasarkan tabel 4.6 diatas menunjukkan bahwa seluruh variabel independen tidak memiliki nilai signifikansi dibawah 0,05. Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai signifikansi sebesar 0,181, variabel likuiditas memiliki signifikansi sebesar 0,090 dan variabel *free cash flow* sebesar 0,529. Hal ini menunjukkan bahwa tidak variabel yang secara statistic mempengaruhi variabel dependen nilai absolute residual (ABS_RES). Hal ini terlihat dari probabilitas

signifikansi ketiganya berada diatas 5%, dan disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

4. Uji Autokorelasi

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada masalah autokorelasi (Ghozali, 2011:110). Model regresi yang baik ialah yang bebas dari autokorelasi. Uji ini dilakukan dengan uji *Durbin-Watson* (DW), dengan hipotesis yang akan diuji sebagai berikut :

H0 : Tidak ada autokorelasi

H1 : Ada autokorelasi

Tabel 4.7
HASIL UJI AUTOKORELASI

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.532 ^a	.282	.250	.6564314	2.050

a. Predictors: (Constant), FCF, CR, INST

b. Dependent Variable: DER

Berdasarkan tabel 4.7 diatas menunjukkan bahwa nilai DW sebesar 2,050. Nilai DW dibandingkan dengan menggunakan nilai signifikansi 5%, jumlah sampel 70 dan jumlah variabel independen 3 (k-3), maka dari tabel *Durbin-Watson* akan didapatkan nilai sebagai berikut :

Tabel 4.8
DURBIN WATSON TEST BOUND

n	dl	Du
10	1,641	0,525
.	.	.
.	.	.
70	1,525	1,703
.	.	.

Dari tabel diatas, dapat kita lihat bahwa nilai DW 2,050 lebih besar dari batas atas (du) 1,703 dan kurang dari 4-1,703 (4-du). Hal ini berarti dapat disimpulkan bahwa H0 diterima yang menyatakan bahwa tidak ada autokorelasi positif atau negatif.

4.2.3 Analisis Regresi Berganda

Analisis pada penelitian ini menggunakan model regresi linier berganda, yang digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen (kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow*) terhadap variabel dependen (kebijakan hutang). Berikut merupakan pengujian-pengujian yang dilakukan.

1. Uji F

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah model yang digunakan baik atau tidak. Uji ini dapat menunjukkan apakah variabel independen yang ada di dalam model regresi mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen atau tidak. Berikut hasil pengujiannya :

Tabel 4.9
HASIL UJI F

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	11.197	3	3.732	8.662	.000 ^b
Residual	28.440	66	.431		
Total	39.637	69			

a. Dependent Variable: DER

b. Predictors: (Constant), FCF, CR, INST

Dari tabel 4.9 hasil output SPSS yang menunjukkan nilai F hitung sebesar 8,662 dan signifikansi sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa nilai signifikansi $< 0,05$ yang artinya H_0 ditolak, dan ini berarti model regresi baik (fit).

2. Uji Koefisien Determinasi (*R square*)

Uji ini digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai *R square* yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel dependen yang amat terbatas, sedangkan nilai yang mendekati satu berarti variabel independen menjelaskan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2011:97).

Tabel 4.10
HASIL UJI KOEFISIEN DETERMINASI (*R square*)
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate
1	.532 ^a	.282	.250		.6564314

a. Predictors: (Constant), FCF, CR, INST

Berdasarkan tabel 4.10 menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,250 yang artinya bahwa variabel dependen kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow* sebesar 25%. Sedangkan sisanya 75% dijelaskan oleh variabel lain diluar model. Standart Error of Estimate (SEE) sebesar 0,6564314. Nilai SEE ini menunjukkan arti bahwa semakin kecil nilai SEE akan membuat model regresi dapat semakin tepat untuk memprediksi variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kebijakan hutang.

3. Uji t

Uji ini digunakan untuk mengetahui kebenaran pernyataan atau dengan yang dihipotesiskan oleh peneliti, Siregar (2013:160). Uji ini digunakan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen, pengujian koefisien regresi masing-masing variabel, Ghozali (2011) :

$H_0 : \beta_i = 0$ (tidak ada pengaruh antara variabel independen i dengan variabel dependen).

$H_1 : \beta_i \neq 0$ (ada pengaruh variabel independen i dengan variabel dependen).

Menentukan tingkat signifikan (α) yaitu sebesar 5% dapat dilakukan dengan berdasarkan nilai probabilitas, dengan cara pengambilan keputusan jika nilai probabilitas ≥ 0.05 maka H_0 diterima sedangkan jika nilai probabilitas < 0.05 maka H_0 ditolak.

Tabel 4.11
HASIL UJI t

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	1.550	.318		4.876	.000
INST	-.305	.429	-.081	-.711	.479
CR	-.191	.042	-.480	-4.594	.000
FCF	-1.290E-014	.000	-.169	-1.490	.141

a. Dependent Variable: DER

Tabel 4.11 menunjukkan bahwa terdapat dua variabel independen yang ada pada model regresi yaitu kepemilikan institusional (INST) dan *free cash flow* (FCF) yang tidak signifikan. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai signifikansi untuk INST sebesar 0,479 dan FCF sebesar 0,141, dimana kedua signifikansi berada jauh diatas 0,05. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi pada penelitian ini kebijakan hutang dipengaruhi oleh likuiditas (CR) dengan persamaan yang didapat adalah :

$$\mathbf{DER = 1,550 - 0,305 INST - 0,191 CR - 1.290E-014 FCF}$$

Berikut ini adalah interpretasi dari nilai koefisien regresi diatas :

1. Konstanta sebesar 1,550 yang artinya bahwa jika variabel independen (kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow*) dianggap konstan, maka besarnya kebijakan hutang adalah sebesar 1,550.
2. Likuiditas sebesar -0,191, artinya bahwa jika variabel likuiditas meningkat sebesar satu satuan, maka kebijakan hutang akan turun sebesar 0,191.

Tabel 4.12
RANGKUMAN HASIL UJI STATISTIK

No	Uji Regresi	Variabel Dependen	Variabel Independen	Nilai		Keterangan
				F hitung / t hitung	Sig	
1	Uji Statistik F	Kebijakan Hutang	Kepemilikan institusional, likuiditas, <i>free cash flow</i>	8,662	0,000	Model Fit
2	Uji Statistik t	Kebijakan Hutang	Kepemilikan institusional	-0,711	0,479	Tidak Berpengaruh Signifikan
			Likuiditas	-4,594	0,000	Berpengaruh signifikan negatif
			<i>Free cash flow</i>	-1,490	0,141	Tidak Berpengaruh Signifikan

Sumber : Hasil rangkuman peneliti, hasil SPSS

4.3 Pembahasan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang, likuiditas terhadap kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini dilakukan pada Perusahaan sektor utama (industri penghasil bahan baku) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2009 hingga tahun 2013. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling method* dengan beberapa kriteria yang sampai akhirnya tersisa 14 didapatkan jumlah sampel akhir sebanyak 70 sampel data.

Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange (IDX)*. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini ialah uji asumsi klasik.

a. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang Perusahaan

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham Perusahaan oleh institusi lain. Teori agensi yang mendasari hubungan kerja antara pemegang saham dan manajemen, menjelaskan bahwa pemegang saham mempekerjakan manajer untuk mengelola Perusahaan dan mengambil keputusan. Kepemilikan saham terbagi menjadi kepemilikan saham mayoritas (proporsi tinggi) dan kepemilikan saham minoritas (proporsi rendah). Pemegang saham mayoritas tentunya memiliki hak suara dalam pengambilan keputusan. Sehingga kepemilikan institusional dapat mempengaruhi kebijakan Perusahaan yang merupakan salah satu keputusan bisnis Perusahaan.

Jensen dan Meckling (1986) menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional yang semakin tinggi, menyebabkan kontrol eksternal terhadap Perusahaan juga semakin kuat, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku yang mungkin dilakukan oleh para manajer untuk menguntungkan mereka. Tindakan monitoring tersebut akan mengurangi biaya keagenan karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah

untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan perusahaan (Crutchley, et al, 1999). Berdasarkan teori terdahulu, menyiratkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan dan hubungan yang negatif terhadap kebijakan hutang. Yang artinya, semakin tinggi kepemilikan institusional maka Perusahaan akan menggunakan hutang pada tingkat yang rendah.

Berdasarkan hasil penelitian, peneliti menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat didukung oleh data mengenai kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Dalam data pada lampiran 3 dan 6 menunjukkan bahwa terdapat ketidakkonsistenan hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Ketidakkonsistenan tersebut dapat dilihat dari adanya Perusahaan yang memiliki nilai kepemilikan institusional tinggi, disertai kebijakan hutang yang tinggi pula pada tahun tertentu. Namun, ada juga Perusahaan yang kepemilikan institusionalnya tinggi dan kebijakan hutangnya rendah. Begitu pula sebaliknya. Satu Perusahaan juga bahkan menunjukkan perbedaan yang signifikan tiap tahunnya. Selain itu, hasil ini dapat didukung dengan hasil deskriptif yang memperlihatkan nilai *mean* kepemilikan institusional tinggi disertai dengan nilai *mean* kebijakan hutang yang juga tinggi. Atau dengan kata lain, rata-rata Perusahaan pada penelitian ini yang memiliki kepemilikan institusional tinggi akan menggunakan total hutang pada level yang tinggi. Hal ini tentunya bertolak belakang dengan teori yang ada.

Sehingga dari penjelasan ini, dapat disimpulkan bahwa tinggi rendahnya nilai proporsi kepemilikan oleh institusi lain tidak dapat menentukan apakah kebijakan hutang Perusahaan akan tinggi atau rendah pula.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Narita (2012) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) dan Larasati (2011) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang.

b. Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan hutang Perusahaan

Likuiditas merupakan rasio keuangan yang menunjukkan kemampuan Perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancarnya. Semakin besar angka rasio, maka Perusahaan dinilai semakin mampu untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Semakin tinggi tingkat likuiditas suatu Perusahaan, menjelaskan semakin besar jumlah aktiva lancar Perusahaan tersebut sehingga dapat memenuhi kewajiban lancarnya. Dengan besarnya jumlah aktiva lancar tersebut, membuat Perusahaan lebih menggunakan sumber pendanaan internal dibandingkan sumber pendanaan eksternal. Sehingga, tingkat likuiditas akan mempengaruhi kebijakan hutang yang akan diambil Perusahaan.

Menurut Ozkan (2011), Likuiditas mempengaruhi kebijakan hutang karena aktiva lancarnya memberikan kemudahan dalam

pengembalian hutang. Semakin tinggi angka rasio likuiditas, maka suatu Perusahaan dikatakan semakin likuid. Semakin likuid suatu perusahaan, berarti mempunyai kemampuan membayar hutang jangka pendek, sehingga cenderung akan menurunkan total hutangnya.

Berdasarkan hasil penelitian, menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dan memiliki hubungan yang negatif. Hubungan negatif ini berarti keduanya memiliki arah yang berlawanan, yang berarti semakin tinggi tingkat likuiditas suatu Perusahaan maka akan semakin rendah total hutang yang digunakan. Pembuktian hasil ini dapat dilihat dari data pada lampiran 4 dan 6. Pada lampiran tersebut menunjukkan pengaruh likuiditas yang signifikan terhadap kebijakan hutang dengan korelasi negatif. Selain itu data-data penelitian yang dikumpulkan menunjukkan bahwa Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan membuat kebijakan hutangnya rendah. Sebaliknya, jika tingkat likuiditas Perusahaan rendah, maka akan cenderung menggunakan hutang pada level tinggi. Hasil analisis deskriptif sebagai informasi tambahan juga menunjukkan hal yang sama, dimana rata-rata Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi, disertai dengan kebijakan hutang yang rendah. Sedangkan Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas rendah rata-rata akan disertai dengan kebijakan hutang yang tinggi. Pada gambar 4.1 dan 4.3 juga dapat kita lihat hubungan antar kedua variabel ini. Pada kedua grafik tersebut menunjukkan bahwa disaat likuiditas tinggi, maka DER (kebijakan hutang) berada pada level rendah.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Narita (2012) yang juga menemukan bahwa likuiditas memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Dikarenakan jumlah aktiva lancar yang besar, maka Perusahaan cenderung memilih menggunakan aktiva lancar tersebut sebagai sumber pendanaan internal dibandingkan hutang (pendanaan eksternal). Sehingga, likuiditas tinggi mengakibatkan total hutang rendah.

c. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang Perusahaan.

Free cash flow (arus kas bebas) merupakan sisa perhitungan kas operasional Perusahaan setelah dikurangi dengan pengeluaran modal dan modal kerja bersih. *Free cash flow* yang tinggi biasanya akan mengarah ke perilaku manajer yang oportunistik dan cenderung menggunakannya untuk kepentingan pribadi. Hal ini akan menimbulkan adanya benturan kepentingan. Oleh karena itu, hutang akan membantu mengurangi biaya agensi yang ditimbulkan. Sehingga *free cash flow* yang tinggi cenderung mengakibatkan manajer untuk menggunakan hutang pada level yang tinggi pula.

Aliran kas bebas perusahaan dapat digunakan untuk hal-hal yang tidak berhubungan dengan kegiatan operasional perusahaan. Manajemen biasanya akan menggunakan arus kas bebas tersebut untuk menguntungkan diri sendiri, hal inilah yang tidak diinginkan oleh pemegang saham dan berfungsi menimbulkan konflik. Pemegang saham dan manajemen mempunyai tujuan yang berbeda dalam mengelola arus kas bebas perusahaan. Disisi lain, pemegang saham menginginkan arus kas tersebut

untuk dibagikan kepada mereka. Kebijakan hutang dinilai dapat menjadi solusi bagi konflik ini, dengan adanya utang maka manajemen dapat bekerja lebih efisien dalam mengelola dana eksternal ini agar dikemudian hari dapat mengembalikan pokok dan bunga pinjaman. Dengan demikian arus kas bebas tidak akan digunakan oleh manajemen untuk hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini dapat didukung dari hasil deskriptif yang membuktikan bahwa teori yang ada mengenai *free cash flow* yang tinggi menyebabkan kebijakan hutang tinggi pula tidak selamanya benar. Pada hasil deskriptif menunjukkan bahwa nilai *mean free cash flow* rendah disertai dengan nilai *mean* kebijakan hutang yang diwakili dengan DER tinggi pula. Hal ini membantah teori pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang yang ada. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa besar kecilnya nilai *free cash flow* tidak dapat menjamin bahwa kebijakan hutang suatu Perusahaan akan tinggi ataupun rendah. Selain itu, hasil ini juga didukung oleh data terlampir yang menjelaskan hubungan antara *free cash flow* dan kebijakan hutang. Dari data tersebut, dapat dikatakan bahwa *free cash flow* tidak dapat menentukan kebijakan hutang Perusahaan. Sehingga variabel independen ini disimpulkan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian yang menunjukkan tidak ada pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang, dapat didukung dan dibuktikan dari data lampiran 5 dan 6 yang telah dijelaskan pada hasil deskriptif. Pada data tersebut, dapat dilihat bahwa pada beberapa Perusahaan yang memiliki nilai *free cash flow* rendah, memiliki kebijakan hutang yang tinggi dan ada yang rendah pula. Kemudian pada beberapa Perusahaan yang memiliki kondisi disaat nilai *free cash flow* tinggi, kebijakan hutang mereka juga tidak dapat diprediksi karena ada yang menunjukkan level yang tinggi dan ada pula yang menunjukkan kebijakan hutang pada level rendah. Dari ketidakkonsistenan inilah yang menjelaskan bahwa nilai *free cash flow* tidak dapat digunakan untuk memprediksi total hutang yang akan digunakan Perusahaan. Sehingga, dapat dikatakan bahwa besar kecilnya nilai arus kas bebas tidak akan berpengaruh terhadap tinggi rendahnya kebijakan hutang yang digunakan Perusahaan. Pada tren perkembangan *free cash flow* yang tergambar pada grafik di lampiran 6 menunjukkan nilai yang konsisten pada tingkat rendah selama lima tahun berturut-turut. Namun pada grafik perkembangan DER, menunjukkan pergerakan yang berbeda dengan perkembangan arus kas bebas. Pada grafik perkembangan DER, tahun 2009 berada pada angka yang cukup tinggi, 2010 dan 2011 memperlihatkan angka yang rendah. Namun, pada dua tahun terakhir yaitu tahun 2012 dan 2013 angka DER meningkat bahkan melebihi angka satu. Perbedaan tren ini juga dapat mendukung hasil penelitian bahwa nilai *free*

cash flow tidak dapat digunakan untuk memprediksi proporsi total hutang Perusahaan yang digunakan (DER).

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) yang justru menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun, penelitian ini sejalan dengan penelitian Narita (2012) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diambil dan ditentukan Perusahaan.