

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, LIKUIDITAS DAN  
*FREE CASH FLOW* TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG  
PADA PERUSAHAAN INDUSTRI BAHAN BAKU  
YANG TERDAFTAR DI BEI**

**ARTIKEL ILMIAH**



**Oleh :**

**RIF 'ATUL WIRDA ENREKAWANGI**  
**NIM 2011310790**

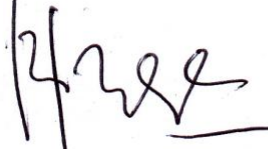
**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS  
S U R A B A Y A  
2015**

## PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Rif 'atul Wirda Enrekawangi  
Tempat, Tanggal Lahir : Jayapura, 24 Januari 1994  
N.I.M : 2011310790  
Jurusan : Akuntansi  
Program Pendidikan : Strata 1  
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan  
Judul : Pengaruh Kepemilikan Institusional, Likuiditas dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Industri Bahan Baku yang Terdaftar di BEI

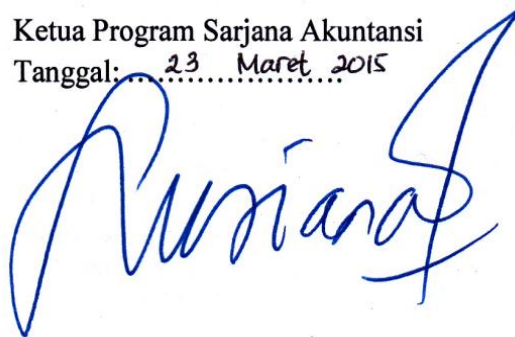
**Disetujui dan diterima baik oleh:**

Dosen Pembimbing,  
Tanggal: 23 Maret 2015



**Nurul Hasanah Uswati Dewi, S.E., M.Si.**

Ketua Program Sarjana Akuntansi  
Tanggal: 23 Maret 2015



**Dr. Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si.**

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, LIKUIDITAS DAN  
FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG  
PADA PERUSAHAAN INDUSTRI BAHAN BAKU  
YANG TERDAFTAR DI BEI**

**Rif ‘atul Wirda Enrekawangi**  
**STIE Perbanas Surabaya**  
Email: [wirdaenrekawangi@gmail.com](mailto:wirdaenrekawangi@gmail.com)

**Nurul Hasanah Uswati Dewi**  
STIE Perbanas Surabaya  
Email: [nurul@perbanas.ac.id](mailto:nurul@perbanas.ac.id)  
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

**ABSTRACT**

*This research aim to examine (1) the effect of institutional ownership on debt policy; (2) the effect of liquidity on debt policy; and (3) the effect of free cash flow on debt policy. The subject of the research is raw materials industry company listed in Indonesia Stock Exchange 2009 – 2013. Data sample were chose by purposive sampling method that result 14 companies which will be used by writer to do analyze in five years period. So that, there were 70 datas as its final sample. Data that used in this research was collected by writer from from Indonesia Stock Exchange (IDX). The analysis technical was using double regression linier analysis and showed that there are two variables that do not have significant effect on debt policy in this study. The two variables that do not have the significant effect on debt policy are institutional ownership and free cash flow. And the independent variable that has a significant effect and negative effect on debt policy isliquidity.*

**Key words** : *Debt Policy, Institutional ownership, Liquidity and Free Cash Flow*

**PENDAHULUAN**

Menghadapi perkembangan ekonomi global, menuntut para pelaku bisnis di Indonesia untuk dapat bersaing secara sehat dan cerdas. Dengan akan diberlakukannya MEA 2015, pelaku bisnis didesak untuk memutar otak dalam perencanaan strategis baik dalam penentuan struktur modal untuk

menjalankan bisnis, aktivitas operasional yang akan dijalankan maupun strategi pemasaran Perusahaan demi pengembangan serta kelangsungan hidup usahanya. Hal ini dikarenakan, persaingan bebas akan terjadi tidak hanya antar pelaku bisnis di Indonesia

saja, tetapi juga para pesaing yang berasal dari luar.

Dalam menjalankan bisnisnya, Perusahaan tidak dapat dielakkan dari modal. Bicara tentang modal Perusahaan, berarti berbicara tentang masalah pendanaan. Pendanaan berdasarkan sumbernya, dibedakan menjadi dua. Yaitu, pendanaan yang berasal dari internal atau eksternal Perusahaan. Sumber pendanaan internal umumnya tidak memberatkan Perusahaan karena Perusahaan tidak memiliki kewajiban dan dapat kapan saja digunakan jika diperlukan, hanya saja jumlahnya tidak terlalu banyak. Sedangkan sumber pendanaan eksternal yang diperoleh dari kreditur maupun pemegang saham memiliki jumlah yang tidak terbatas, tetapi agak sedikit memberatkan Perusahaan karena ada kewajiban yang harus dipenuhi oleh Perusahaan. Oleh sebab itu, manajer dituntut untuk membuat keputusan yang tepat atas pendanaan bagi Perusahaan.

Keputusan pendanaan yang berasal dari kreditur (hutang) menjadi hal yang sangat penting bagi manajer untuk diperhatikan. Oleh karena itu, manajer harus benar-benar memikirkan risiko serta mampu memprediksi bahwa Perusahaan dapat memenuhi kewajiban tersebut pada waktu yang telah ditentukan. (Fama and French, 1998) Pengelolaan Perusahaan bertujuan untuk memakmurkan pemiliknya melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya yang berdampak terhadap Perusahaan. Untuk itu, manajer dibayar oleh pemegang saham untuk mengelola Perusahaan (*Agency Theory*). Namun, seiring berjalannya waktu biasanya manajer memiliki tujuan lain yang bertentangan dengan para pemegang saham sehingga menimbulkan konflik kepentingan diantara keduanya (*Agency Conflict*).

Ada beberapa faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang diambil Perusahaan. Dalam penelitian ini, penulis hanya membatasi faktor-faktor internal yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Faktor-faktor tersebut ialah kepemilikan institusional, likuiditas dan arus kas bebas (*free cash flow*). Penelitian bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow* ( arus kas bebas) terhadap kebijakan hutang Perusahaan. Berbicara tentang kepemilikan institusional, maka berbicara tentang dan akan berhubungan dengan struktur kepemilikan atas saham suatu Perusahaan. Sedangkan likuiditas berkaitan dengan kemampuan Perusahaan membayar kewajiban, sementara faktor lain yaitu *free cash flow* merupakan arus kas bebas yang dimiliki Perusahaan pada akhir periode.

Struktur kepemilikan merupakan salah satu faktor internal yang dapat berpengaruh terhadap kebijakan yang akan diambil Perusahaan. Salah satu struktur kepemilikan yang memiliki pengaruh kuat ialah kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional ini menunjukkan jumlah kepemilikan atas saham suatu Perusahaan oleh lembaga/institusi Pemerintahan, swasta, sosial atau bahkan oleh Perusahaan lain. Kepemilikan ini berarti pemegang saham memiliki hak atas laba/rugi yang diperoleh Perusahaan. Selain mendapatkan hak atas laba tersebut, pemegang saham juga memiliki hak dalam pengambilan keputusan, bahkan memiliki pengaruh besar. Keputusan yang dimaksud meliputi kebijakan Perusahaan yang dapat membantu keberhasilan jalannya Perusahaan, termasuk keputusan mengenai sumber pembiayaan Perusahaan yang salah satunya kebijakan hutang. Larasati (2011) Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini menggambarkan bahwa naiknya

kepemilikan institusional akan menyebabkan kenaikan pula pada hutang perusahaan.

Faktor berikutnya ialah likuiditas. Likuiditas merupakan ukuran bagi Perusahaan dalam kemampuan memenuhi kewajibannya. Tingkat likuiditas akan dapat mempengaruhi para investor dalam pengambilan keputusan untuk investasi pada suatu Perusahaan. Selain itu, tingkat likuiditas juga dapat berdampak pada kepercayaan para kreditur dengan mengetahui kemampuan Perusahaan untuk melunasi kewajibannya. Tingkat likuiditas yang tinggi pada suatu Perusahaan biasanya akan meningkatkan kepercayaan bagi para kreditur untuk memberikan pinjaman kepada Perusahaan tersebut. Dengan kepercayaan itu, Perusahaan akan diberikan kemudahan untuk memperoleh dana yang berasal dari hutang. Dalam Narita (2012) juga menyatakan bahwa semakin tinggi likuiditas maka akan semakin tinggi kebijakan hutang yang digunakan oleh Perusahaan.

Selanjutnya, *free cash flow* ialah sisa perhitungan arus kas Perusahaan pada akhir periode yang bisa digunakan untuk mengembangkan usaha atau untuk operasional Perusahaan jika tidak menggunakan dana dari hutang. Perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi, biasanya akan memilih untuk tidak banyak menggunakan dari hutang untuk mendanai usahanya. Namun, terkadang arus kas bebas ini juga dapat menjadi pemicu timbulnya konflik agensi. Arus kas bebas akan mengarah pada perilaku manajer yang salah dan buruk, dan yang bahkan merugikan pemegang saham. Dengan adanya arus kas yang tinggi, maka manajer cenderung menginginkan arus kas tersebut untuk dibayarkan sebagai bonus bagi manajemen. Di sisi lain, pemegang saham menginginkan arus kas bebas dibayarkan sebagai dividen untuk memenuhi kepentingan mereka. Perbedaan persepsi inilah yang

menimbulkan adanya benturan kepentingan antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal). Kemudian dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang Perusahaan karena dapat mengurangi biaya agensi yang mungkin timbul akibat adanya hubungan kerja sesuai teori agensi tersebut.

Beberapa penelitian menemukan adanya pengaruh kepemilikan institusional, likuiditas dan arus kas bebas (*free cash flow*) terhadap kebijakan hutang. Seperti pada Indahningrum dan Handayani (2009) yang menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan Perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Dan menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial, dividen dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap hutang. Sedangkan kepemilikan institusional, *free cash flow* dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001), Masdupi (2005), dan Listyani (2003). Selain itu juga banyak penelitian yang menemukan hasil yang kontra dengan penelitian diatas. Misalnya saja pada Narita (2012) menemukan bahwa kepemilikan institusional dan *free cash flow* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang Perusahaan.

Populasi sampel dalam penelitian ini ialah Perusahaan sektor utama (industri penghasil bahan baku) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2013. Industri bahan baku merupakan industri yang mengolah hasil alam menjadi bahan baku yang nantinya akan diolah lebih lanjut oleh Perusahaan sektor kedua (industri manufaktur). Wakil Menteri Perdagangan dalam situs resmi Kementerian Perindustrian dan Perdagangan mengatakan impor bahan baku dan penolong untuk

industri dan usaha lainnya di dalam Negeri mencapai 92 persen dan barang konsumsi 8 persen. Nilai impor bahan baku meningkat 36,08 persen dari periode 2010. Oleh karenanya Menteri Koordinator Ekonomi saat itu, Hatta Rajasa juga dalam situs resmi KEMENPERIN menyatakan bahwa Pemerintah mendorong produksi bahan baku dan bahan penolong dalam Negeri dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan bahan baku impor dan bahan penolong impor. Industri penghasil bahan baku dalam Negeri perlu di kembangkan karena Indonesia lebih sering mengeksport hasil alam dan mengimpor bahan baku dari luar yang merupakan hasil alamnya sendiri.

Dari uraian diatas, maka penelitian ini mengambil judul : “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Likuiditas, dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Industri Bahan Baku yang Terdaftar di BEI”.

## **RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS**

### **Teori Agensi**

Teori keagenan merupakan teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer. Larasati (2011) Dalam perjalanannya, pihak manajemen yang berfungsi melaksanakan pengelolaan Perusahaan, memunculkan *agency cost* karena Perusahaan harus membayar tidak sedikit untuk keprofesionalan mereka mengelola Perusahaan.

Masalah keagenan pertama terjadi apabila kepemilikan saham tersebar, sehingga pemegang saham secara individual tidak dapat mengendalikan manajemen. Akibatnya perusahaan bisa dijalankan sesuai keinginan manajemen itu sendiri. Masalah keagenan kedua terjadi jika terdapat

pemegang saham mayoritas, sehingga terdapat pemegang saham mayoritas yang dapat mengendalikan manajemen. Akibatnya pemegang saham mayoritas memiliki kendali mutlak dibanding pemegang saham minoritas, sehingga pemegang saham mayoritas bisa melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya, tetapi kemungkinan merugikan pemegang saham minoritas (Tarjo, 2005).

Hubungan agensi ada ketika salah satu pihak (*principal*) menyewa pihak lain (agen) untuk melaksanakan suatu jasa dan, dalam melakukan hal itu, mendelegasikan wewenang untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu bertindak untuk kepentingan mereka sendiri. Konflik kepentingan tersebut semakin meningkat disaat prinsipal tidak dapat dengan mudah memantau tindakan agen. Pemegang saham tidak dapat memantau aktivitas agen setiap harinya untuk memastikan bahwa ia bekerja untuk kepentingan mereka. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut. Mekanisme pengawasan tersebut dapat juga menyebabkan timbulnya suatu *cost* yang disebut *agency cost*.

### **Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan institusional ditunjukkan dengan prosentase jumlah saham Perusahaan yang dimiliki investor institusional. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku opportunistik yang dilakukan oleh para manajer (Jensen, 1986). 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). Semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional investors* akan menyebabkan *monitoring* menjadi semakin efektif, melalui pengendalian perilaku *opportunistik* para manajer (Wahidahwati, 2001).

### **Likuiditas**

Rasio likuiditas yaitu rasio yang menyatakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dalam jangka pendek. Rasio likuiditas bertujuan menaksir kemampuan keuangan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dan komitmen pembayarannya. Semakin tinggi angka rasio likuiditas, akan semakin baik bagi investor.

Ozkan (2011) Likuiditas mempengaruhi kebijakan hutang karena aktiva lancarnya memberikan kemudahan dalam pengembalian hutang. Semakin likuid suatu perusahaan, berarti mempunyai kemampuan membayar hutang jangka pendek, sehingga cenderung akan menurunkan total hutangnya.

### **Free Cash Flow**

Arus kas bebas merupakan sisa perhitungan arus kas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan di akhir suatu periode keuangan setelah biaya-biaya operasional berikut bunganya, pajak dan juga belanja modal (*capital expenditure*) untuk pengembangan usaha. Meski bebas, namun manajemen tidak bisa sebebannya menggunakan uang ini karena uang sisa inilah yang bisa digunakan untuk mengembangkan usaha, kalau tidak mengambil dana dari hutang dan sumber dana lainnya.

Arus kas bebas akan mengarah pada perilaku manajer yang salah dan buruk dan

yang bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dengan kata lain, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain karena menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi tidak mau menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan (Indahningrum dan Handayani, 2009).

### **Kebijakan Hutang**

Perusahaan dalam mendanai usahanya memiliki dua alternatif, yaitu menggunakan dana yang berasal dari sumber internal maupun eksternal. Sumber pembiayaan eksternal salah satunya merupakan kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Selain itu kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan.

Jensen (1986) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan kebijakan hutang adalah permasalahan biaya agensi atas utang yang disebabkan oleh adanya kegiatan peminjaman dana oleh perusahaan dari pihak kreditor. Kegiatan ini kemudian menimbulkan permasalahan yang melibatkan pihak shareholder sebagai pemilik, pihak manajemen sebagai pengelola, dan pihak kreditor sebagai pemberi pinjaman. Keputusan pembiayaan melalui hutang mempunyai batasan sampai seberapa besar dana dapat digali. Biasanya ada standar rasio tertentu untuk menentukan rasio hutang tertentu yang tidak boleh

dilampaui. Jika rasio hutang melewati standar ini, maka biaya akan meningkat dengan cepat, dan hal tersebut akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang**

Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang searah dengan prediksi kebijakan hutang Perusahaan. Yang artinya, semakin tinggi proporsi kepemilikan institusional, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang Perusahaan. Hal ini dikarenakan kepemilikan institusional yang tinggi akan meningkatkan pengawasan yang tinggi pula atas manajemen. Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional yang semakin tinggi, menyebabkan kontrol eksternal terhadap manajemen juga semakin kuat, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan yang mungkin terjadi akibat adanya benturan kepentingan.

Tanpa adanya kepemilikan institusional yang mengawasi perilaku manajer maka kecenderungan manajer bersikap opportunistik dengan menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk kepentingan pemilik tetapi untuk kepentingan pribadinya. Adanya kepemilikan institusional menyebabkan perilaku manajer lebih terkontrol dengan baik oleh pihak pemegang saham eksternal. Pengawasan oleh pihak eksternal ini menyebabkan manajer menggunakan hutang dalam tingkat rendah untuk menghindari adanya risiko kebangkrutan (Nuriningsih, 2006). Maka, hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang Perusahaan.

### **Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang**

Rasio likuiditas menunjukkan kemampuan Perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancarnya. Rasio ini diwakili dengan proporsi aset lancar dalam memenuhi kewajiban lancarnya. Semakin tinggi tingkat likuiditasnya, maka suatu Perusahaan akan mengurangi jumlah hutang yang digunakan. Hal ini dikarenakan Perusahaan memiliki aset lancar yang selain dapat digunakan untuk menutupi kewajiban lancarnya, tetapi juga dapat digunakan untuk kegiatan usaha lainnya.

Likuiditas memiliki hubungan signifikan dan positif terhadap hutang jangka panjang (Akoto dan Vitor, 2013). Likuiditas merupakan aspek yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang harus segera dipenuhi. Dengan demikian, suatu perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi, berarti bahwa perusahaan tersebut mampu segera mengembalikan hutang-hutangnya. Hal ini, memberikan kepercayaan terhadap kreditur untuk mengembalikan pinjaman sehingga semakin tinggi likuiditas maka akan semakin tinggi kebijakan hutang yang digunakan oleh perusahaan. Maka, hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

Hipotesis 2 : Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang Perusahaan.

### **Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang**

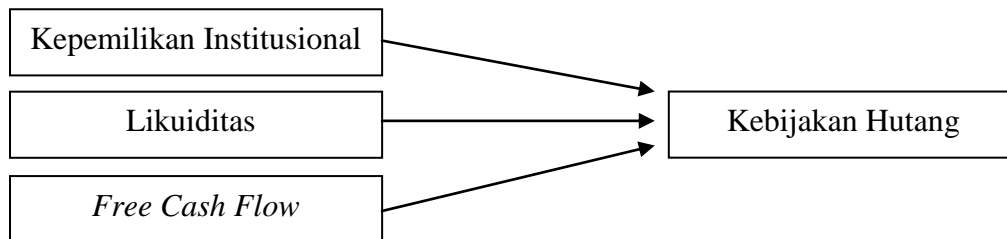
Aliran arus kas bebas perusahaan dapat digunakan untuk hal-hal yang tidak berhubungan dengan kegiatan operasional perusahaan. manajemen selalu pihak pengelola aktivitas perusahaan dapat menggunakan arus kas bebas tersebut untuk menguntungkan diri sendiri, hal inilah yang tidak diinginkan oleh pemegang saham dan berfungsi menimbulkan konflik.



Menurut Fatma and Chichti (2011) pemegang saham mengharapkan dana ( arus kas bebas) dibagikan sebagai dividen sehingga dapat menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan dana tersebut dibagikan untuk mereka sebagai bonus. Indahningrum dan Handayani (2009) berpendapat bahwa konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer pada Perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* secara substansial biasanya menggunakan hutang untuk mengurangi biaya agensi yang timbul akibat konflik tersebut. Penggunaan hutang memungkinkan manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan dan juga dapat menjadi suatu substitusi yang efektif untuk dividen.

Pemegang saham dan manajemen mempunyai tujuan yang berbeda dalam mengelola arus kas bebas perusahaan. Kebijakan hutang dinilai dapat menjadi solusi bagi konflik ini, dengan adanya utang maka manajemen dapat bekerja lebih efisiensi 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. Arus kas bebas juga dapat digunakan untuk membayar klaim utang saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Maka, hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

Hipotesis 3 : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang Perusahaan.



**Gambar 1**  
**KERANGKA PIKIR**

## METODE PENELITIAN

### Klasifikasi Sampel

Populasi sampel dalam penelitian ini ialah Perusahaan sektor utama (industri penghasil bahan baku) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2013. Industri bahan baku merupakan industri yang mengolah hasil alam menjadi bahan baku yang nantinya akan diolah lebih lanjut oleh Perusahaan sektor kedua (industri manufaktur). Populasi tersebut dipilih karena Perusahaan industri bahan baku merupakan Perusahaan yang kinerjanya buruk di Indonesia. Sedangkan, hasil alam

yang merupakan bahan utamanya sudah tersedia dengan melimpah di Indonesia sendiri. Tetapi justru impor bahan baku dan penolong untuk industri dan usaha lainnya di dalam Negeri mencapai 92 persen dan barang konsumsi 8 persen.

Sampel diambil dengan menggunakan *Purposive Sampling Method* dengan beberapa kriteria. Data sampel diambil mulai kurun waktu 2009 sampai dengan 2013. Berikut kriteria *purposive sampling* : (1) Perusahaan sektor utama yang terdaftar di BEI periode 2009-2013, (2)

Perusahaan sektor utama yang mempunyai data lengkap dan berurutan selama periode pengamatan, (3) Perusahaan sektor utama yang mempunyai akhir tahun fiskal 31 Desember, (4) Perusahaan sektor utama yang menerbitkan laporan keuangan dalam satuan mata uang rupiah, dan (5) Perusahaan sektor utama yang laba operasionalnya tidak mengalami rugi (*loss*) selama periode pengamatan.

Dari 58 Perusahaan yang tercatat sebagai Perusahaan industri bahan baku di Bursa Efek Indonesia, maka diperoleh 14 Perusahaan yang menjadi sampel Perusahaan dan diteliti selama lima tahun (2009-2013). Sehingga, terdapat 70 data sampel.

### Data Penelitian

Data yang digunakan menggunakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang diambil dari catatan atau sumber lain yang sudah ada sebelumnya. Data yang digunakan ialah data laporan tahunan Perusahaan industri bahan baku yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013. Metode pengumpulan data yang digunakan ialah metode dokumentasi, yaitu dengan mengumpulkan jurnal-jurnal, buku-buku dan mengambil data-data dari Indonesia Stock Exchange ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)).

### Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini ialah variabel Independen dari penelitian ini ialah kepemilikan instusional, likuiditas dan *free cash flow* ( arus kas bebas). Dan yang bertindak sebagai variabel dependen dalam studi ini ialah kebijakan hutang.

### Definisi Operasional Variabel Kebijakan Hutang

Rasio kebijakan hutang merupakan rasio yang menunjukkan proporsi suatu Perusahaan mendanai kegiatan operasinya menggunakan hutang. Dalam penelitian ini,

kebijakan hutang Perusahaan diukur dengan menggunakan Debt to Equity Ratio (DER) yang dirumuskan Larasati (2011) sebagai berikut :

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

Keterangan :

DER = Debt to Equity Ratio

### Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusional pada akhir tahun. Pada penelitian ini Kepemilikan institusional disimbolkan dengan institutional ownership (INST), yang dirumuskan sebagai berikut (Masdupi, 2005) :

$$INST = \frac{\sum \text{saham milik inestor institusi}}{\sum \text{saham yg beredar}} \times 100\%$$

### Likuiditas

Likuiditas ialah rasio yang menunjukkan kemampuan Perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancarnya dengan struktur asset lancar yang dimiliki. Likuiditas dapat diukur dengan beberapa rasio. Semakin tinggi angka rasio likuiditas tersebut, maka akan semakin likuid. Dalam penelitian ini, rumus likuiditas yang digunakan ialah current ratio (CR), yang dirumuskan sebagai berikut (Narita, 2012) :

$$CR = \frac{\text{Total Aset Lancar}}{\text{Total Hutang Lancar}}$$

### Free Cash Flow

Free Cash Flow atau aliran kas bebas diartikan sebagai kelebihan kas yang digunakan untuk mendanai proyek yang memiliki net present value positif. Arus kas bebas dalam penelitian ini diwakili dengan

*free cash flow* (fcf), yang diukur dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) sebagai berikut:

$$FCF = AKO - PM - NWC$$

Keterangan :

FCF = Free Cash Flow  
 AKO = Aliran kas operasi  
 PM = Pengeluaran Modal  
 NWC = Modal kerja bersih

### Alat Analisis

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah model analisis regresi linier berganda. Teknik analisis regresi linier berganda digunakan untuk menguji sejauh mana dan bagaimana arah variable-variabel independen berpengaruh terhadap variable dependen. Analisis yang digunakan untuk menguji persamaan tersebut dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 CR + \beta_3 FCF + e$$

Keterangan :

DER : Kebijakan Hutang  
 $\alpha$  : Konstanta persamaan regresi  
 $\beta_{1,2,3}$  : Koefisien regresi untuk setiap variabel independen  
 INST : Kepemilikan Institusional  
 CR : Likuiditas (*Current Ratio*)  
 FCF : *Free cash flow* (Arus kas bebas)  
 e : *Error term*

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan profil data sampel yang terdiri dari beberapa ukuran dan memberikan gambaran mengenai variabel-variabel dalam penelitian ini, yaitu kepemilikan institusional, likuiditas, *free cash flow* dan kebijakan hutang.

**Tabel 1**  
**Hasil Analisis Deskriptif Selama Lima Tahun (2009-2013)**

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
Kebijakan Hutang	70	0,1277	3,7687	0,955144	0,7579215
Kepemilikan Institusional	70	0,1654	1,000	0,657630	0,2000361
Likuiditas	70	0,3977	8,4630	2,222116	1,9028008
<i>Free cash flow</i>	70	-60 Trilyun	4 Trilyun	-2,35 Trilyun	9,912 Trilyun

Sumber : Data diolah

Tabel 1 diatas 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

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. Angka DER tersebut menunjukkan bahwa Perusahaan memiliki risiko yang tinggi dalam pengembalian hutangnya. Dapat dilihat pada tabel 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.

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. 1 hasil analisis deskriptif menunjukkan angka minimum 16,54%. Sebaliknya, untuk angka maksimum yaitu 100% menunjukkan bahwa terdapat Perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh institusi lain sebesar 100%. 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.

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.

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 diatas standar deviasi 1,90 yang berarti sebaran data untuk variabel likuiditas ini tidak bervariasi atau homogen.

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.

## Hasil Analisis dan Pembahasan

**Tabel 2**  
**Hasil Analisis Regresi Linear Berganda**

Variabel	Koefisien Regresi	Standar Error	t Hitung	Sig.
Konstanta	1,550	0,318	4,876	0,000
Kepemilikan Institusional	-0,305	0,429	- 0,711	0,479
Likuiditas	-0,191	0,042	-4,594	0,000
<i>Free Cash Flow</i>	-1.29E-04	0,000	-1,490	0,141
R <sup>2</sup>	0,282			
Adjusted R <sup>2</sup>	0,250			
F Hitung	8,662			
Sig.F	0,000			

Sumber : Hasil olahan SPSS

Dari 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<sub>0</sub> ditolak, dan ini berarti model regresi baik (fit). 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.

Tabel diatas juga 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 :

$$DER = 1,550 - 0,305 INST - 0,191 CR - 1.29E-014 FCF$$

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.

### **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 and Meckling (1976) 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 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.

### **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. Pada data tabulasi 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

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.

#### **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.

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.

## **KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN**

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 Perusahaan. Kemudian Perusahaan-perusahaan tersebut diteliti selama lima tahun, sehingga didapatkan



jumlah sampel akhir sebanyak 70 sampel data.

Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange (IDX)*. Setelah memperoleh data, tahap pertama yang dilakukan ialah memilih sampel menggunakan metode yang telah ditentukan, kemudian tahap berikutnya dianalisis menggunakan teknik analisis yang juga telah ditentukan dalam penelitian ini. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini ialah uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Serta analisis regresi berganda yang terdiri dari uji F, uji koefisien determinasi dan uji t.

Berdasarkan uji simultan F, didapatkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memiliki model yang baik / fit. Berdasarkan uji R square didapatkan bahwa ketiga variabel independen (kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow*) berpengaruh terhadap variabel dependen. Dan berdasarkan hasil *Adjusted R square* menunjukkan bahwa variabel dependen kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel independen kepemilikan institusional, likuiditas dan *free cash flow* sebesar 25%, yang berarti masih kurang menjelaskan variabel dependen. Sedangkan 75% dijelaskan oleh variabel lain diluar model ini. Selanjutnya, hasil analisis uji t menunjukkan bahwa : (a) Variabel independen kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Narita (2012), (b) Variabel independen likuiditas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang Perusahaan, dimana mendukung hasil penelitian Narita (2012) yang juga menemukan hasil yang sama, (c) Variabel independen *free cash flow* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap

kebijakan hutang. Hasil penelitian yang didapatkan ini sejalan dengan penelitian Narita (2012) yang juga menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan : (1) Variabel independen yang digunakan masih kurang untuk memprediksi kebijakan hutang, (2) Pengukuran yang digunakan untuk mengukur variabel *free cash flow* yang melibatkan modal kerja, kurang menunjukkan gambaran arus kas bebas yang dapat diinterpretasikan. Dikarenakan adanya hasil modal kerja yang negatif, dan (3) Tahun periode pengamatan antara variabel independen dan dependen adalah sama, sehingga kurang menunjukkan gambaran yang jelas tentang pengaruhnya.

Berdasarkan pada keterbatasan penelitian, maka saran yang dapat diberikan untuk penelitian yang akan datang disarankan agar menambah variabel lain dan baru yang sekiranya berpengaruh terhadap kebijakan hutang Perusahaan, seperti kepemilikan manajerial, profitabilitas dan kebijakan dividen, untuk pengukuran variabel *free cash flow* bias menggunakan rumus lain seperti Arus kas operasi bersih dikurangi dengan dividen atau rumus yang lain, dan untuk penelitian selanjutnya, agar memberi rentang (lag satu tahun) antara variabel independen dan variabel dependen. Agar lebih terlihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya.

## DAFTAR RUJUKAN

- Akoto, Richard Kofi and Awinyo-Vitor, Dadson. 2013. *What Determines the Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana?*. International Business Research Vol.7, No. 1, 2014.
- Crutchley, C.E., Jensen M.R.H., John S., Jahera J.S., and Raymond, J.E. 1999.

- Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership*. International Review of Financial Analysis, 8: 2 page 177-197.
- Fama, E.F., and French, Kenneth. 1998. Tax, Financing Decision, and Firm Value, The Journal of Finance Vol LIII No.3, June pp819-843.
- Fatma, BEN MOUSSA, and Chichti, Jameleddine. 2011. *Interaction between Free ash Flow, Debt Policy and Stucture of Governance : Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach*. Journal of Management Research, Vol. 3, No. 2;E9.
- Indahningrum, Rizka Putri., dan Handayani, Ratih. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, vol.11, No. 3, Hlm. 189-207.
- Jensen, Michael C. 1986. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. American Economic Review. May, vol. 76(2): 323-329
- \_\_\_\_\_ and W.H. Meckling. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3. Hal. 305-360.
- Kementerian Perindustrian. <http://www.kemenperin.go.id/> (diakses 5 Oktober 2014).
- Laporan Keuangan dan Laporan Tahunan Perusahaan 2009 - 2013. [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (diakses tanggal 25 Oktober 2014).
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Hutang Perusahaan. Jurnal Ekonomi Bisnis, TH. 16, No. 2.
- Listyani, Theresia Tyas. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Kepemilikan Saham Institusional (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). Jurnal Maksi, Vol.3, Agustus. Hlm.147-161.
- Masdupi, Erni. 2005, Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol.20, No.1, Januari, Hlm.57-69.
- Narita, Rona Mersi. 2012. *Analisis Kebijakan Hutang*. Accounting Analysis Journal 1.Vol.2.
- Nuriningsih, Kartika. 2006. “Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen dan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan”.
- Ozkan, A. (2011). *Determinants of capital structure and Adjustment to Long Run Target : Evidence From U.K Company Panel Data*. Journal of Bussiness Finance and Accounting 28 (1) dan (2), January / March.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., and Jordan, B.D. 2000. *Fundamentals Of*

*Corporate Finance*. New York : Mc Graw-Hill.

Tarjo. 2005. Analisis *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, Universitas Trunojoyo Bangkalan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol.8, No. 1, Hal 82-104.

Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan : Sebuah Perspektif Teori Agensi. Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia. Vol.5. No.1. Hal 1-16.