

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, DAN
FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Program Studi Akuntansi



Oleh :

PRAGHISTA AHMAD BIMANTARA
2015310625

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2019**

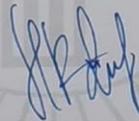
PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Praghista Ahmad Bimantara
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 07 September 1997
N.I.M : 2015310625
Program Studi : Akuntansi
Program Pendidikan : Sarjana
Konsentrasi : Keuangan
Judul : Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan
Institusional, Pertumbuhan Perusahaan, dan *Free
Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang.

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,

Tanggal : 25 MARET 2019



(Agustina Ratna Dwiati, SE., MSA)

Ketua Program Studi Sarjana Akuntansi

Tanggal : 26 MARET 2019



(Dr. Nanang Shonhadji, SE., Ak., M.Si., CA., CIBA., CMA)

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, DAN
FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

Praghista Ahmad Bimantara
STIE Perbanas Surabaya
Email: praghista7@gmail.com
Blok C, Desa Sumengko, Ngawi

ABSTRACT

This research aimed to determine factor that effect of debt policy. The object of this research was manufactur sector basic industry and chemical industry companies listed on Indonesia Stock Exchange during 2013-2017. The independent variabel were manajeria ownership, institutional ownership, company growth and free cash flow. This study using purposive sampling method to obtain a sample. Data analysis method used is multiple linear regression analysis. The result of this study indicated manajerial ownership and free cash flow have significant effect on debt policy, but institutional ownership and company growth has no effect on debt policy

Keywords : *Debt Policy, Manajerial Ownership, Institutional Ownership, Company Growth, Free Cash Flow*

PENDAHULUAN

Manajer dalam suatu perusahaan telah diberikan kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelola serta menjalankan kegiatan operasi perusahaan. Manajer perusahaan memegang peranan penting pada setiap proses pengambilan keputusan terutama yang berkaitan dengan kegiatan utama dari perusahaan termasuk dalam hal pencarian dana, memanfaatkan dan mengelola dana tersebut. Keputusan-keputusan yang dibuat tersebut harus selaras dengan tujuan utama perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan.

Keputusan yang diambil manajer cenderung akan lebih bertujuan untuk melindungi dan memenuhi kepentingan

dari pemegang saham terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik seperti melakukan ekspansi. Ketersediaan dana yang cukup untuk mendanai ekspansi perusahaan merupakan salah satufaktor yang penting bagi perusahaan. Sumber pendanaan tersebut berasal dari faktor internal dan eksternal. Dana internal perusahaan yaitu dana yang dapat diperoleh dari dalam perusahaan atau dengan kata lain dana yang dapat dihasilkan sendiri oleh perusahaan seperti laba berjalan, laba ditahan, dan modal saham. Dana eksternal adalah dana yang bersumber dari luar perusahaan, seperti hutang dan penerbitan saham.

Kebijakan hutang yang diambil perusahaan berkaitan dengan masalah operasi perusahaan, pengembangan, dan penelitian serta peningkatan dari kinerja perusahaan. Semakin besar hutang maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan untuk membayar hutang tersebut sehingga menimbulkan resiko kebangkrutan. Hutang dianggap penting bagi perusahaan sebab suatu perusahaan dikatakan bagus dan besar apabila memiliki hutang yang besar pula.

Perkembangan ekonomi saat ini mendorong semakin ketatnya persaingan antar perusahaan. Perusahaan dituntut untuk mampu merumuskan strategi yang efektif dan efisien dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Sebagai contohnya perusahaan bakrie group yang melakukan pembayaran hutang-hutangnya (restrukturisasi nilai hutang) kepada krediturnya. Nilai liabilitas yang berada pada emiten grup bakrie mencapai Rp 140 triliun. Perusahaan ini berusaha untuk mengurangi nilai liabilitasnya dengan total nilai restrukturisasi itu mencapai Rp 10,5 triliun.

PT Energi Mega Persada Tbk (ENRG) yang sekaligus anak perusahaan dari bakrie group juga menyusul untuk segera merestrukturisasi utang senilai minimal US\$ 107,63 juta. Jumlah itu adalah utang ENRG yang jatuh tempo dalam satu tahun. PT Energi Mega Persada Tbk ENRG sejatinya masih menanggung liabilitas US\$ 995,6 juta. Restrukturisasi hutang perusahaan ENGR sudah diawali dengan dilakukannya penggabungan nominal saham alias *reverse stock*. Nilai harga saham yang lebih tinggi, memberikan kemudahan menukar hutang menjadi modal saham.

(<https://investasi.kontan.co.id,10/08/2017>).

Penggunaan hutang diperusahan bakrie group yang berlarut-larut ini selain membuat investor atau kreditur tidak ingin menanamkan modalnya juga akhirnya membuat investor atau kreditur lebih memilih mekanisme konversi hutang dibandingkan membiarkan perusahaan ini

mengalami *financial distress* bahkan yang lebih buruk adalah munculnya risiko kebangkrutan.

Kebijakan Hutang perusahaan dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, peneliti terdahulu yang pernah menguji mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang diantaranya yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow*. Kepemilikan manajerial merupakan tingkat kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer puncak. Seiring dengan adanya peningkatan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambilnya sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara oportunistik dan selalu bertindak sesuai dengan pertimbangan keputusan yang akan dibuatnya (Masdupi, 2005). Perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya sehingga pada akhirnya akan mengancam posisi manajer (Yeniatie dan Nicken, 2010).

Weka & Wahidahwati (2015) menyatakan bahwa keputusan manajerial berpengaruh secara signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Namun penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie & Nicken (2010) dan Ita (2016) yang memperoleh data bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan hutang.

Kepemilikan institusional adalah total kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak-pihak institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun dan institusi lainnya. Institusi bisa menguasai mayoritas saham karena memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya (Ita, 2016). Kepemilikan saham institusional oleh pihak eksternal dapat menjadi dorongan untuk meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap

kebijakan manajer sebuah perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan tersebut.

Yeniatie & Nicken (2010) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Menurut Weka & Wahidahwati (2015) menyatakan bahwa kepemilikan saham institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan adalah tingkat kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisi usahanya dalam perkembangan ekonomi dan industri yang terus maju di era sekarang. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin besar dana yang dibutuhkan dalam mengembangkan usahanya. Pada kondisi seperti ini, manajemen perusahaan akan berusaha memenuhi kebutuhan dana melalui sumber-sumber dana internal terlebih dahulu kemudian menggunakan dana eksternal melalui hutang dahulu dan kemudian melalui sekuritas ekuitas (Putu & Dewa, 2017).

Menurut penelitian Yeniatie & Nicken (2010) dan Bambang & Septavia (2013) yang menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Berbanding terbalik dengan penelitian Weka & Wahidahwati (2015) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Faktor lainnya yaitu, *free cash flow*, *Free cash flow* adalah jumlah arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham treasury atau menaikkan likuiditasnya. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* mempunyai dua pilihan dalam memperlakukan kas yaitu pertama, membayar dividen kepada para pemegang saham dan kedua, melakukan investasi pada proyek-proyek yang mempunyai nilai bersih sekarang misalnya membeli asset tetap.

Penelitian yang dilakukan oleh Ita (2016) dan Rona (2012) menyebutkan bahwa arus kas bebas tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh keduanya justru berbanding terbalik dengan penelitian oleh Weka & Wahidahwati (2015) yang menyimpulkan bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Sehubungan dengan munculnya fenomena yang menjadi latar belakang penelitian dan masih adanya hasil ketidak konsistensian dari hasil penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya, penelitian ini berusaha untuk meneliti kembali apakah ada pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Pecking Order Theory

Teori utama atau *grand theory* pada penelitian ini adalah *Pecking Order Theory*. Donaldson pada tahun 1961 adalah orang pertama yang mendeskripsikan preferensi perusahaan dalam suatu tata urutan pendanaan, yaitu melalui sumber dana internal terlebih dahulu dan kemudian sumber dana eksternal. Teori ini disempurnakan kembali oleh Stewart C. Myers yang menjelaskan model teoritis keputusan pendanaan dengan menghubungkan kebutuhan sumber dana eksternal dalam struktur modal suatu perusahaan (Putu & Dewa, 2017). *Pecking order theory* menyatakan bahwa terdapat tata urutan keputusan pendanaan perusahaan dalam menentukan struktur modal optimal, yaitu memilih sumber dana internal dan kemudian sumber dana eksternal, dengan urutan utang terlebih dahulu dan sekuritas ekuitas sebagai alternatif terakhir (Mamduh, 2004).

Menurut teori *pecking order* ini penerbitan saham baru merupakan pilihan terakhir bagi perusahaan untuk memperoleh pendanaan. Investor yang memiliki informasi lebih sedikit tentang nilai suatu perusahaan dibandingkan pegawai maupun orang dari dalam perusahaan, saham perusahaan akan dinilai tidak benar oleh pasar sekuritas. Saat perusahaan memerlukan pendanaan bagi investasi barunya, pasar menilai terlalu rendah atas saham perusahaan dan akan mendelusi kekayaan pemegang saham lama. Keadaan seperti ini akan menyebabkan adanya *under-investment*. Oleh karena itu untuk mengatasi hal tersebut perusahaan akan menggunakan urutan pendanaan berdasarkan teori *pecking order* (Sugianto, 2009: 50).

Pecking order theory secara umum menjelaskan mengenai tata urutan pola keputusan pendanaan perusahaan. Keputusan pendanaan (*financing policy*) merupakan keputusan keuangan yang menyangkut pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dan pemilihan sumber-sumber pendanaannya. Perusahaan dituntut untuk memilih sumber pendanaan yang paling ekonomis, yaitu sumber dana dengan biaya modal terendah dari berbagai alternatif pendanaan yang tersedia. Dana tersebut akan dipergunakan untuk membiayai aktivitas investasi maupun aktivitas operasional perusahaan (Putu & Dewa, 2017).

Kebijakan Hutang

Hutang adalah kewajiban perusahaan dalam membayar sejumlah uang, jasa dan barang dimasa mendatang kepada pihak lain akibat adanya transaksi yang dilakukan perusahaan dimasa sekarang (Rudianto, 2012: 275). Hutang merupakan pengorbanan yang dilakukan untuk memperoleh manfaat ekonomi dimasa sekarang dimana akan menimbulkan kewajiban atas hutang tersebut di masa yang akan datang. Kebijakan hutang adalah tindakan yang akan diambil oleh perusahaan khususnya

para manajer dalam memperoleh dana (uang, jasa, barang, dll) perusahaan yang didapatkan dari hutang atau pinjaman.

Kebijakan hutang juga berfungsi sebagai alat untuk mengkomunikasikan serta alat kontrol bagi manajer dalam pengambilan keputusan dan tindakan atas operasional perusahaan. Keputusan belanja jangka panjang perusahaan akan berdampak strategis bagi perusahaan mengingat sumber dana jangka panjang terkait untuk jangka waktu yang lama dalam perusahaan. Ukuran pembiayaan perusahaan dari sumber hutang akan memiliki dampak terhadap kewajiban atau beban yang bisa disebut dengan rasio hutang (*debt ratio*).

Rasio Hutang (*debt ratio*) mengukur proporsi dana yang bersumber dari hutang untuk membiayai operasional perusahaan (Sudana, 2015: 210) Perusahaan yang mempunyai nilai risiko yang cenderung tinggi biasanya memiliki hutang yang lebih besar pada struktur modalnya. Sedangkan perusahaan yang memiliki hutang lebih sedikit dalam hal ini biasanya tidak dapat memanfaatkan yang ada di pasar modal eksternal. Perusahaan akan mengambil keputusan kebijakan hutang biasanya akan memanfaatkan pasar modal eksternal untuk pengoptimalisasian pengambilan keputusan hutang hal ini baik bagi keamanan perusahaan yaitu apabila jumlah modal perusahaan lebih besar dibandingkan dengan hutangnya.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan tingkat kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer puncak. Seiring dengan adanya peningkatan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambilnya sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara oportunistik dan selalu mempertimbangkan keputusan yang akan dibuatnya (Masdupi, 2005).

Perusahaan yang memiliki banyak pemilik saham, dalam suatu kelompok

skala besar, dalam hal tersebut pasti terdapat salah satu individu yang sudah jelas tidak dapat berpartisipasi secara aktif dalam manajemen perusahaan sehari-hari. Karenanya, mereka memilih dan menunjuk dewan komisaris, yang memiliki tugas untuk memilih, mengawasi, mengontrol serta mengevaluasi kinerja manajemen perusahaan. Struktur ini menunjukkan bahwa pemilik berbeda dengan manajer sebuah perusahaan. Semakin tinggi tingkat pertimbangan manajer maka akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang karena adanya kekhawatiran kerugian apabila salah dalam pengambilan keputusan mengenai hutang.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah saham milik institusi (perusahaan) yang mayoritas dimiliki oleh institusi lain ataupun perusahaan yang mengelola dana pihak ketiga. Contoh seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, asset management, dana pensiun, dan lain-lain (Ni Komang & I Wayan, 2016).

Kepemilikan institusional memiliki manfaat yaitu untuk memonitor aktivitas-aktivitas manajemen perusahaan agar tercipta keharmonisan serta keandalan pengawasan pada perusahaan menjadi lebih optimal. Setiap perusahaan yang melakukan pengawasan optimal dapat menjamin peningkatan kesejahteraan para pemegang saham (*stakeholders*). Apabila pemegang saham institusional dalam pengawasannya merasa kinerja perusahaan tidak bagus dengan dibuktikan nilai saham perusahaan yang cenderung menurun, maka pemegang saham dapat menjual saham yang dimilikinya ke pasar modal (Rona, 2012). Penjualan saham yang dilakukan oleh para pemegang adalah bentuk kehati-hatian atas investasinya di perusahaan tersebut. Hal tersebut yang melatarbelakangi manajemen sebuah perusahaan untuk melihat dan menganalisis perilaku pemegang saham institusional sendiri, sehingga pihak manajemen perusahaan bisa lebih berhati-

hati dalam proses pengambilan keputusan dengan mempertimbangkan manfaat dan risiko yang diperolehnya.

Pertumbuhan Perusahaan

Perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang sangat tinggi cenderung akan membutuhkan dan menggunakan dana yang tinggi pula, dimana perusahaan akan lebih banyak menggunakan pinjaman hutang baik kepada kreditur ataupun lembaga bank untuk membiayai kebutuhan dana perusahaan. Rasio untuk mengukur pertumbuhan merupakan sebuah rasio yang menggambarkan suatu bentuk kemampuan dari perusahaan untuk mempertahankan posisi ekonominya ditengah pertumbuhan perekonomian dari sektor usahanya (Kasmir, 2010: 110).

Pertumbuhan perusahaan terjadi karena adanya perubahan dalam total aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Sebuah perusahaan dikatakan sedang mengalami pertumbuhan atau tidak dapat dilihat melalui jumlah total dari aset yang dimiliki perusahaan. Apabila total aset dari suatu perusahaan dapat meningkat dari tahun ketahun maka perusahaan tersebut masuk dalam kategori berkembang. Tingkat pertumbuhan aset suatu perusahaan dapat diukur melalui presentase perubahan aset pada saat tertentu dan pada tahun historis (tahun sebelumnya). Semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan hal itu menandakan juga semakin tinggi pula penggunaan dana pinjaman yang digunakan perusahaan dalam memenuhi kebutuhannya.

Free Cash Flow

Arus kas bebas (*free cash flow*) adalah pendistribusian ketersediaan arus kas kepada seluruh investor setelah seluruh investasinya ditempatkan pada kebutuhan dalam mempertahankan kegiatan operasi (Brigham & Houston, 2011 :65). Menurut Rona (2012) berpendapat bahwa *Free Cash Flow* (arus kas bebas) adalah jumlah

arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham treasury, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan.

Kebijakan manajemen sebuah perusahaan dapat menggunakan hutang sebagai bentuk pengendalian penggunaan free cash flow yang berlebihan. Selain itu pemegang saham juga akan bisa memberikan kontrol lebih atas tim manajemen perusahaannya contohnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasil dari pinjaman atau hutang itu untuk membeli kembali saham biasa maka, manajemen diwajibkan membayar seluruh hutangnya yang akan terjadi. Hal tersebut dapat mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipergunakan. Perusahaan yang menghasilkan free cash flow dapat meningkatkan serta menimbulkan konflik keagenan pada pemegang saham dengan pihak manajemen perusahaan sendiri.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Besarnya persentase kepemilikan manajerial maka semakin rendah hutang perusahaan. Meningkatnya kepemilikan manajerial digunakan sebagai salah satu cara mengatasi masalah yang ada di perusahaan. Peningkatan kepemilikan manajerial akan memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerjanya sehingga dalam hal ini akan berdampak baik kepada perusahaan yang dijalkannya.

Manajer yang juga sekaligus menjadi pemegang saham tersebut akan lebih menyukai penggunaan dana internal dalam melakukan investasi karena tidak perlu membagi keuntungannya dengan pihak kreditur (Weka & Wahidahwati, 2015). Semakin besar kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan akan membuat manajemen lebih giat untuk meningkatkan kinerjanya karena segala tindakan yang dilakukan oleh manajemen harus dipertanggung jawabkan kepada pemegang saham lain, hal tersebut

membuat manajemen akan lebih berhati-hati dalam proses pengambilan suatu keputusan terutama yang terkait dengan hutang. Dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial dan hutang memiliki hubungan timbal balik, hal ini ditunjukkan dengan apabila kepemilikan manajerial naik akan menyebabkan hutang perusahaan turun dan sebaliknya.

H₁: Kepemilikan Manajerial Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional (lembaga) pada akhir tahun yang diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan (Yeniatie dan Nicken, 2010). Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak-pihak dari institusi non-bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun dan perusahaan yang menginvestasikan uangnya di institusi lainnya. Institusi bisa menguasai mayoritas saham karena memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya (Ita, 2016).

Kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan akan meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajer. Melalui *institutional ownership* para *shareholder* akan lebih mudah dan berperan aktif di dalam perusahaan, seperti didalam rapat mereka akan menyuarakan pendapat dan opininya serta memastikan bahwa manajer perlu untuk memenangkan dukungan mereka mengenai hal-hal yang memerlukan persetujuan *shareholder* terutama dalam menentukan penggunaan hutang.

Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat menjadikan manajer mengkaji ulang pertimbangan penggunaan hutang. Adanya kontrol serta pengawasan

ini akan menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadi financial distress dan risiko kebangkrutan.

H₂: Kepemilikan Institusional Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan pasti akan memerlukan dana yang besar sehingga akan lebih cenderung untuk menekan sebagian besar pendapatannya. Tingkat pertumbuhan yang semakin cepat juga mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi atau memperbesar tinggat usahanya, yang menyebabkan timbulnya kebutuhan dana yang besar. Untuk itu, perusahaan menggunakan berbagai macam cara untuk memenuhi kebutuhan akan dana tersebut termasuk salah satunya menggunakan hutang.

Pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi serta ekspansi yang besar cenderung akan membutuhkan dana yang cukup besar. Untuk memenuhi dana tersebut, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana yang lebih murah. Dalam hal ini, Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Suatu perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang tinggi berarti perusahaan tersebut berhasil meningkatkan nilai perusahaan untuk menghasilkan keuntungan/ laba. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang tinggi menunjukkan bahwa dengan sumber daya yang dimiliki bisa menghasilkan pertumbuhan yang baik. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih memaksimalkan penggunaan sumber daya yang berasal dari internal perusahaan (Pancawati & Rachmawati, 2012).

H₃ : Pertumbuhan Perusahaan Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

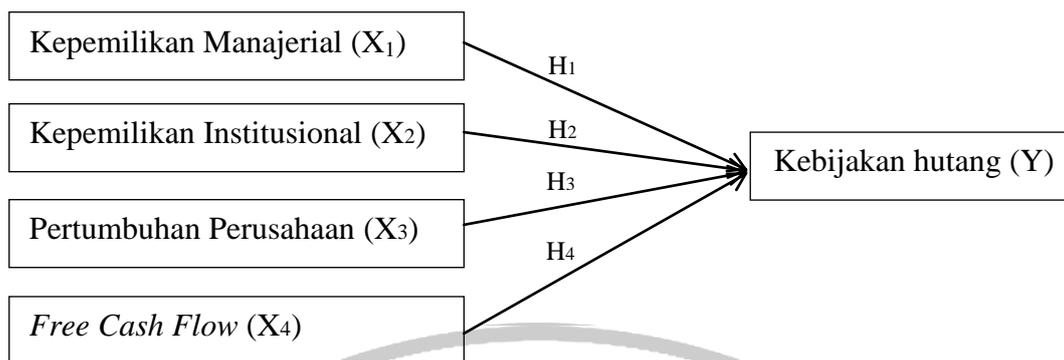
Free Cash Flow atau arus kas bebas adalah jumlah arus kas yang tersedia bagi investor setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan kebutuhan investasi perusahaan. Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipermainkan (Rona, 2012).

Perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* bertambah atau meningkat dapat menimbulkan adanya kesalahpahaman antara pemegang saham dengan pihak manajemen perusahaan. Disatusisi pemegang saham mengharapkan pembagian dividen dari *free cash flow*, sedangkan disisi lainnya pihak manajemen dapat memanfaatkan keuntungan dengan membagikan bonus pada manajer atau melakukan investasi pada perusahaan. Perusahaan dapat mengendalikan *free cash flow* agar terhidar dari penyalahgunaan manajer tersebut dengan cara nilai arus kas bebas tersebut digunakan sebagai pendanaan perusahaan.

H₄ : *Free Cash Flow* Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode atau rentang waktu mulai dari tahun 2013 sampai dengan tahun 2017.

Teknik dalam pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Berikut kriteria dalam pengambilan sampel :

1. Perusahaan di sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2017.
2. Perusahaan industri dasar dan kimia yang menerbitkan laporan keuangan mulai tahun 2013 hingga 2017.
3. Perusahaan industri dasar dan kimia yang laporan keuangannya telah berakhir per 31 Desember.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, maka diperoleh 308 data kemudian dikurangi 62 perusahaan yang di *outlier* sehingga total sampel menjadi 246 perusahaan pada penelitian ini.

Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder yang bersumber dari data laporan keuangan yang diaudit perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diperoleh melalui *website* resmi BEI dan *website* perusahaan.

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Metode dokumentasi merupakan pengumpulan data yang dilakukan dengan cara membaca, mencatat dan menganalisa data atau informasi pada laporan keuangan audit yang dipublikasikan oleh perusahaan manufaktur dengan kriteria yang telah ditentukan.

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yaitu kebijakan hutang, dan variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow*.

Definisi Operasional Variabel Kebijakan Hutang (Y)

Kebijakan hutang adalah keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan dalam pembiayaan kegiatan operasionalnya. Pengukuran perusahaan kebijakan hutang berdasarkan ratio hutang yaitu *debt to equity ratio* (DER) rasio ini menunjukkan seberapa besar sebuah perusahaan dalam membiayai kegiatan operasionalnya. Perhitungan (DER) yaitu (Weka & Wahidahwati, 2015) :

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

Kepemilikan Manajerial (X₁)

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajer perusahaan seperti direktur, dewan komisaris atau pimpinan perusahaan. Kepemilikan manajerial dapat diukur dengan saham yang dimiliki manajer dibagi dengan jumlah saham yang beredar yang diperoleh melalui catatan atas laporan keuangan. (Weka & Wahidahwati, 2015). Rumus yang digunakan untuk menghitung kepemilikan manajerial yaitu :

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Manajerial}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}}$$

Kepemilikan Institusional (X₂)

Kepemilikan institusional adalah jumlah total saham perusahaan yang beredar dan dimiliki oleh pihak institusi. Jika kepemilikan institusional tinggi maka akan dapat menimbulkan pengawasan yang ketat disuatu perusahaan kepemilikan institusional dapat dihitung menggunakan jumlah saham kepemilikan institusional dibagi dengan jumlah saham yang beredar yang dapat diperoleh dari catatan atas laporan keuangan. Rumus dari kepemilikan institusional adalah sebagai berikut (Weka & Wahidahwati, 2015). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Institusional}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}}$$

Pertumbuhan Perusahaan (X₃)

Rasio pertumbuhan merupakan sebuah rasio yang menggambarkan suatu bentuk kemampuan dari perusahaan untuk mempertahankan posisi ekonominya ditengah pertumbuhan perekonomian dari sektor usahanya (Kasmir, 2010: 116). Rumus yang digunakan untuk mencari pertumbuhan perusahaan adalah:

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Total aset (t)} - \text{total aset (t - 1)}}{\text{total aset (t - 1)}} \times 100\%$$

Keterangan :

1. Total aset (t) : Total asset perusahaan tahun sekarang
2. Total aset (t-1) : Total asset perusahaan tahun sebelumnya

Free Cash Flow (X₄)

Free Cash Flow (arus kas bebas) adalah jumlah arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham treasury, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan (Rona, 2012). *Free cash flow* (arus kas bebas) sendiri dapat dihitung melalui rumus Luh Made & I Gusti (2016) sebagai berikut:

$$\text{FCF} = \frac{\text{CFO} - \text{CFI}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Keterangan :

- FCF = Free Cash Flow
CFO = Arus Kas Operasi
CFI = Arus Kas Investasi

Teknik Analisis Data

Penelitian yang akan dilakukan sekarang menggunakan teknik analisis data yaitu analisis deskriptif, analisis asumsi klasik dan analisis regresi linier berganda. Dimana data keuangan yang telah dikumpulkan akan di uji dengan menggunakan program SPSS 24. Program tersebut akan membantu untuk melakukan perhitungan statistik parametrik maupun non-parametrik dengan basis windows. Terdapat beberapa tahapan yang digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap dependen. Berikut langkah-langkah atau tahapan yang dilakukan dalam penelitian ini:

1. Analisis statistik deskriptif.
2. Uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.
3. Analisis regresi linier berganda.
4. Uji hipotesis yang terdiri dari koefisien determinasi (R²), uji F (uji model) dan uji statistik t.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui karakteristik sampel

yang digunakan dan menggambarkan variabel-variabel dalam penelitian. Hasil analisis statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 1 berikut ini :

Tabel 1
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	246	0,04658	2,40243	0,909325	0,59360473
MOWN	246	0,00000	0,89444	0,043464	0,12885248
INST	246	0,00000	0,99746	0,649774	0,26977810
GROWTH	246	-0,89813	2,17012	0,102936	0,24488920
FCF	246	-0,55195	0,48377	0,112196	0,12620189

Sumber : Data diolah

Berdasarkan Tabel 1 dapat diketahui bahwa sampel yang digunakan pada penelitian ini selama periode pengamatan tahun 2013-2017 yaitu sebanyak 246 perusahaan dengan nilai nilai maximum kebijakan hutang (DER) sebesar 2,40243 atau 240,243 persen yang dimiliki oleh PT. Pelat Timah Nusantara Tbk. (NIKL) pada tahun 2014, Artinya yaitu apabila nilai ekuitas perusahaan sebesar Rp. 100 maka hutang perusahaan sebesar Rp. 240,243 hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan modal sendiri dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan.. Nilai rata-rata (mean) sebesar 0,9093250 dan nilai standar deviasi sebesar 0,59360473. Nilai standar deviasi lebih kecil atau berada dibawah nilai rata-rata yang berarti tingkat sebaran data kebijakan hutang terbilang kecil atau bersifat homogen.

Nilai minimum sebesar 0,04658 atau 4,658 persen dimiliki oleh Sekawan Intipratama Tbk, (SIAP) pada tahun 2014, Artinya yaitu apabila nilai ekuitas perusahaan sebesar Rp. 100 maka hutang perusahaan sebesar Rp 4,658. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki jumlah ekuitas yang lebih besar dari pada jumlah kewajiban yang dimiliki, jumlah kewajiban yang lebih sedikit mengakibatkan perusahaan dalam proses

melakukan kegiatan operasional cenderung menggunakan dana yang berasal dari ekuitas perusahaan.

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai minimum kepemilikan manajerial sebesar 0,00000 nilai tersebut diantaranya dimiliki oleh PT. Indocement Tungal Prakarsa, Tbk (INTP), PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk (SMBR), dan lain-lain. Nilai minimum yang dimiliki oleh beberapa perusahaan tersebut dikarenakan manajemen dari perusahaan banyak yang tidak memiliki saham di perusahaannya.

Berdasarkan data diatas dapat dilihat nilai rata-rata (mean) kepemilikan manajerial lebih kecil dari standar deviasi ($0,0433780 < 0,12836723$) Menunjukkan bahwa data bersifat heterogen, yang berarti data menunjukkan adanya variasi. Sedangkan nilai maksimum pada variabel kepemilikan manajerial yaitu sebesar 0,89444. Nilai maksimum kepemilikan manajerial ini dimiliki oleh PT. Betonjaya Manunggal Tbk (BTON), nilai maksimum ini dicapai oleh perusahaan pada tahun 2016. Nilai maksimum diakibatkan karena perusahaan mempunyai jumlah saham yang dimiliki manajer sebesar 644.000.000 lembar dari jumlah saham yang beredar sebesar 720.000.000 lembar atau dengan kata lain sebesar 89,4% saham yang dimiliki oleh manajer.

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai minimum nilai minimum kepemilikan institusional sebesar 0,0000, nilai tersebut dimiliki oleh PT. Krakatau Steel (Persero) Tbk, (KRAS), PT. Intanwijaya Internasional Tbk, (INCI), Nilai minimum yang dimiliki beberapa perusahaan tersebut dikarenakan dari perusahaan lain tidak ada yang menanamkan modalnya diperusahaan dan sebab lainnya adalah saham perusahaan mayoritas dimiliki oleh pemerintah.

Nilai maksimum sebesar 0,99746 dimiliki PT. Golden Tunas Alfin Tbk, (TALF) pada tahun 2013. Nilai maksimum disebabkan oleh adanya peningkatan kinerja manajemen perusahaan yang ditunjukkan dengan kenaikan laba. Hal tersebut menyebabkan bertambahnya kreditur dari luar yang menanamkan modalnya dalam perusahaan. Nilai rata-rata (mean) dari kepemilikan institusional sebesar 0,6497745 sedangkan nilai standart deviasi yaitu 0,26977810. Nilai standar deviasi lebih kecil atau dibawah nilai rata-rata yang berarti tingkat sebaran data kepemilikan institusional terbilang kecil dan bersifat homogen.

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata (mean) pertumbuhan perusahaan sebesar 0,1029360 atau sebesar 10,29 persen dan memiliki standar deviasi 0.24488920 atau sebesar 24,48 persen. Nilai mean yang lebih kecil dari standar deviasi menunjukkan bahwa data bersifat heterogen, yang berarti data menunjukkan adanya variasi.

Nilai minimum dalam variabel pertumbuhan perusahaan yaitu sebesar -0,89813 atau sebesar -89,81 persen menunjukkan pertumbuhan perusahaan dengan nilai tingkat aset rendah dimiliki oleh PT. Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk (INKP) nilai minimum terjadi dikarenakan nilai total aset dari perusahaan mengalami penurunan yang cukup signifikan sehingga menyebabkan nilai menjadi minus dan sebaliknya untuk nilai tertinggi adalah PT. Waskita Beton Precast, Tbk yaitu sebesar 2,17012 atau sebesar 217,12 persen,

peningkatan ini cukup signifikan karena pada tahun 2016 perusahaan memiliki dana kas dan setara kas serta piutang usaha yang meningkat menunjukkan dengan nilai asset tertinggi.

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata (mean) variabel *free cash flow* sebesar 0,1121965 atau sebesar 11,21 persen dan standar deviasi 0.12620189 atau sebesar 12,62 persen. Nilai mean yang lebih kecil dari standar deviasi menunjukkan bahwa data bersifat heterogen, yang berarti data menunjukkan adanya variasi.

Nilai minimum dalam variabel *free cash flow* yaitu sebesar -0,55195 atau sebesar -55,19 persen menunjukkan *free cash flow* dengan nilai terendah dimiliki oleh PT. Siwani Makmur, Tbk (SIMA) nilai negatif tersebut dikarenakan PT. Siwani Makmur, Tbk memiliki jumlah kas bersih yang diperoleh dari aktivitas operasi lebih kecil dari jumlah arus kas bersih yang diperoleh dari aktivitas investasi. Sebaliknya untuk nilai tertinggi adalah PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk, yaitu sebesar 0,48377 atau sebesar 48,37 persen, angka tersebut diperoleh pada tahun 2016. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada tahun tersebut perusahaan lebih cenderung melakukan penambahan investasi dalam memenuhi aktivitas-aktivitas operasi atau melakukan pembelian berupa aset.

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu menggunakan Kolmogorov-Smirnov Test. Dengan kriteria:

1. Apabila nilai signifikansi $\geq (0,05)$ maka data berdistribusi normal.
2. Apabila nilai signifikansi $< (0,05)$ maka data tidak berdistribusi normal.

Hasil pengujian normalitas dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini :

Tabel 2
Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		246
Normal	Mean	0,0000000
Parameters ^{a,b}	Std. Deviation	0,55580959
Most	Absolute	0,055
Extreme	Positive	0,055
Differences	Negative	-0,042
Test Statistic		0,055
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,072

Sumber : Data diolah

Pada penelitian ini dilakukan sembilan kali pengujian data dengan *outlier* dan membuang 62 sampel data agar data dapat terdistribusi normal sehingga ditemukan hasil seperti pada Tabel 2 yang menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,072 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga dapat diartikan bahwa data residual berdistribusi normal.

3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi terdapat korelasi antar variabel independen. Multikolinieritas dapat dilihat berdasarkan *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *tolerance value*. Batas nilai *tolerance* adalah $> 0,10$ atau nilai VIF < 10 , Hasil pengujian ada dan tidaknya multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 3 berikut ini :

Tabel 3
Hasil Pengujian Multikolinieritas

Model	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
MOWN	0,825	1,213
INST	0,821	1,219
GROWTH	0,991	1,009
FCF	0,997	1,003

Sumber : Data diolah

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10 dan nilai *tolerance* kurang dari 0,10. Hal ini dapat diartikan bahwa tidak ada multikolinieritas dalam model regresi ini dikarenakan seluruh variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow* memiliki nilai VIF < 10 dan nilai *tolerance* $> 0,10$.

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Syarat model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mengetahui ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas, pengujian dilakukan dengan uji glejser. Jika nilai signifikansi $> (0,05)$, maka model regresi terbebas dari heteroskedastisitas. Hasil pengujian ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel 4 berikut ini :

Tabel 4
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Model	Sig.
1 (Constant)	
MOWN	0,094
INST	0,235
GROWTH	0,201
FCF	0,001

Sumber : Data diolah

Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa variabel *free cash flow* (FCF) mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05 hal ini membuktikan bahwa variabel *free cash flow* tersebut mengalami heteroskedastisitas. Variabel yang lainnya seperti kepemilikan manajerial (MOWN), kepemilikan institusional (INST) dan pertumbuhan perusahaan (GROWTH) mempunyai nilai signifikansi lebih dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan

manajerial, kepemilikan institusional dan pertumbuhan perusahaan tidak mengalami adanya heteroskedastisitas dalam model regresi

5. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan pengujian Run Test. Hasil pengujian autokorelasi dapat dilihat pada tabel 5 berikut ini :

Tabel 5
Hasil Pengujian Autokorelasi

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-.02524
Cases < Test Value	122
Cases >= Test Value	123
Total Cases	245
Number of Runs	123
Z	-0.064
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.949

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam Tabel 5 diketahui bahwa nilai Asymp. Sig. (2-tailed) memiliki nilai sebesar 0,949 dimana nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Dapat disimpulkan bahwa dalam pengujian ini data yang digunakan cukup random sehingga tidak terjadi masalah autokorelasi dikarenakan Asymp. Sig. (2-tailed) pada *output Run Test* lebih besar dari 0,05.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk menguji pengaruh atau mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih. Analisis regresi linier berganda juga digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow* terhadap variabel

dependen yaitu kebijakan hutang. Berdasarkan analisis regresi linier berganda dengan menggunakan SPSS 24, maka diperoleh hasil seperti yang ditunjukkan pada tabel 6 berikut ini :

Tabel 6
Hasil Pengujian Analisis Regresi Linier Berganda

Model	B	Sig.
1 (Constant)	0,993	0,000
MOWN	-0,880	0,004
INST	0,164	0,263
GROWTH	-0,126	0,393
FCF	-1,243	0,000

Sumber : Data diolah

Persamaan yang dihasilkan dalam permodelan regresi linier berganda pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$DER = 0.993 - 0.880MOWN - 1,243FCF + e$$

Dimana :

- DER = Kebijakan Hutang
- MOWN = Kepemilikan Manajerial
- FCF = *Free Cash Flow*
- ϵ = *Standard error*

Pengujian Hipotesis

1. Koefisien Determinasi (R^2)

Pengujian koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel independen. Hasil pengujian koefisien determinasi dapat dilihat pada tabel 7 berikut ini :

Tabel 7
Hasil Pengujian Koefisien Determinasi

Model	Adjusted R Square
1	0,109

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil pengujian koefisien determinasi pada Tabel 7 dapat

dilihat bahwa nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R Square* adalah sebesar 0,109 atau 10,9%. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel independen kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow* mampu mempengaruhi kebijakan hutang sebesar 10,9% sedangkan sisanya sebesar 89,1% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model regresi ini.

2. Uji F (Uji Model)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang digunakan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen atau terikat. Hasil uji F penelitian dapat dilihat pada tabel 8 berikut ini :

Tabel 8
Hasil Pengujian Uji F

Model	F	Sig.
1	8,473	0,000

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil uji F pada Tabel 8 dapat dilihat bahwa diperoleh nilai F hitung sebesar 8,473 dengan tingkat signifikan 0,000. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow* dapat menjadi penjelas variabel dependen yaitu kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikan F hitung yang lebih kecil dari 0,05.

3. Uji Statistik t

Uji statistik t digunakan untuk mengetahui seberapa jauh pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Apabila nilai signifikan t-hitung $\geq 0,05$, maka H₀ diterima, dapat diartikan bahwa variabel independen secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai

signifikan t-hitung $< 0,05$, maka H₀ ditolak, dapat diartikan bahwa variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Hasil uji t penelitian dapat dilihat pada tabel 9 berikut ini :

Tabel 9
Hasil Pengujian Uji t

Model	T	Sig.
1 (Constant)	8,591	0,000
MOWN	-2,876	0,004
INST	1,121	0,263
GROWTH	-0,856	0,393
FCF	-4,376	0,000

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil pengujian uji t dapat diketahui bahwa nilai t variabel kepemilikan manajerial (MOWN) sebesar -2,876 dengan nilai signifikansi 0,004. Nilai signifikansi sebesar 0,004 lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H₁ diterima, yang dapat diartikan bahwa kepemilikan manajerial (MOWN) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Nilai t variabel kepemilikan institusional (INST) sebesar -2,876 dengan nilai signifikansi sebesar 0,263. Nilai signifikansi sebesar 0,263 lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H₂ ditolak, yang dapat diartikan bahwa kepemilikan institusional (INST) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Nilai t variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) sebesar -0,856 dengan nilai signifikansi 0,393. Nilai signifikansi sebesar 0,393 lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H₃ ditolak, yang dapat diartikan bahwa pertumbuhan perusahaan (GROWTH) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Nilai t variabel *free cash flow* (FCF) sebesar -4,376 dengan nilai signifikansi 0,000. Nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H₄

diterima, yang dapat diartikan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian uji t dalam Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,004 lebih kecil dari 0,05 hasil tersebut membuktikan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang, serta hasil beta dalam uji analisis regresi berganda menghasilkan nilai -0,880 (negatif) hasil negatif ini membuktikan bahwa hubungan yang berlawanan arah yaitu ketika nilai kepemilikan manajerial mengalami kenaikan maka nilai kebijakan hutang akan mengalami penurunan dan begitu juga sebaliknya.

Semakin meningkatnya presentase kepemilikan manajerial maka dapat memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi kepemilikan saham manajerial maka tingkat hutang yang digunakan perusahaan akan semakin rendah. Manajer akan merasakan langsung manfaat dan keputusan yang benar dan akan ikut menanggung kerugian sebagai konsekuensi atas pengambilan keputusan yang salah. Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh pihak manajemen memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan hutang yang kecil, hal tersebut dikarenakan level hutang yang tinggi dapat menjadi penyebab timbulnya risiko kebangkrutan bagi perusahaan.

Hasil peneliti ini sejalan dengan penelitian yang diteliti oleh Weka & Wahidahwati (2015), Indra (2013) yang menyatakan adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ade (2017), Ni Komang & I Wayan (2016), Ita (2016), serta Yeniati & Nicken (2010) yang menyatakan tidak ada pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian uji t dalam Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,263 lebih besar 0,05 hasil tersebut membuktikan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Artinya bahwa tingkat kepemilikan saham institusi tidak akan mempengaruhi keputusan pendanaan terutama terkait dengan hutang.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Tidak adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dapat diartikan bahwa besar kecilnya kepemilikan institusional tidak akan mempengaruhi pengambilan keputusan kebijakan hutang, karena penentuan keputusan pendanaan untuk operasional perusahaan akan dilakukan oleh pihak manajemen selaku pengelola perusahaan dengan mempertimbangkan segala risiko atas penggunaan hutang dan mempertimbangkan faktor-faktor lainnya. Kepemilikan institusional atau pihak institusi merupakan pihak yang hanya bertindak sebagai pengawas dan tidak terlibat dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan hutang. Karena sebagian investor tidak terlalu peduli dengan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Investor lebih memperdulikan hasil akhir yaitu perusahaan yang memiliki kinerja bagus dilihat dari laba, aliran kas operasi dan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang.

Hasil peneliti ini sejalan dengan penelitian yang diteliti oleh Weka & Wahidahwati (2015), Rona (2012) yang menyatakan tidak adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ade (2017), Ni Komang & I Wayan (2016), Ita (2016), Indra (2013), serta Yeniati dan Nicken (2010) yang

menyatakan ada pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian uji t dalam Tabel 9 menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan (GROWTH) memiliki nilai signifikansi 0,393 lebih besar dari 0,05 maka H₀ diterima, artinya pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Artinya bahwa pertumbuhan perusahaan tidak dapat digunakan untuk mengukur tinggi rendahnya penggunaan hutang perusahaan, perusahaan baik dengan pertumbuhan besar maupun kecil akan tetap menggunakan hutang sebagai salah satu alternatif pendanaan.

Perusahaan dengan kondisi yang sedang mengalami pertumbuhan, akan tetap menjadikan hutang sebagai sumber alternatif pendanaan perusahaan apabila dana internal yang dimiliki perusahaan kurang memadai. Apabila pertumbuhan yang dialami oleh perusahaan tersebut menjadi faktor penyebab perusahaan membutuhkan dana lebih atau kurang dana maka kemungkinan perusahaan akan menerbitkan hutang yang mempunyai biaya dan resiko lebih rendah dari pada resiko menerbitkan saham baru.

Hasil peneliti ini sejalan dengan penelitian yang diteliti oleh Weka & Wahidahwati (2015), Richard & Dadson (2014) yang menyatakan tidak adanya pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ita (2016), Amah & Ezike (2013), Bambang & Septavia (2013), serta Yeniati dan Nicken (2010) yang menyatakan ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian uji t dalam Tabel 9 menunjukkan bahwa *free cash flow*

berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H₄ diterima). Dalam uji t Tabel 9 menunjukkan nilai signifikansi 0,000 lebih kecil 0,05 hasil ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang, serta hasil beta dalam uji analisis regresi berganda menghasilkan nilai beta -1,243 (negatif) hasil negatif ini membuktikan bahwa hubungan yang berlawanan arah yaitu ketika nilai *free cash flow* mengalami kenaikan maka kebijakan hutang perusahaan akan menurun.

Arus kas bebas ini merupakan suatu acuan atau ukuran bagi investor untuk mengukur seberapa besar kekuatan keuangan perusahaan. Semakin besar arus kas bebas yang diperoleh perusahaan semakin besar kemungkinan perusahaan dapat membiayai seluruh kegiatan operasionalnya dan kemungkinan semakin kecil kecenderungan perusahaan dalam menggunakan hutang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian oleh Weka & Wahidahwati (2015), yang menyatakan adanya pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ita (2016), dan Rona (2012) yang menyatakan ada pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan sebelumnya, maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Hipotesis satu diterima, kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
2. Hipotesis dua ditolak, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
3. Hipotesis tiga ditolak, pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

4. Hipotesis empat diterima, *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, adapun keterbatasan dalam penelitian ini diantaranya sebagai berikut :

1. Penelitian ini telah melakukan uji heterokedastisitas yang membuktikan bahwa variabel *free cash flow* mengandung heterokedastisitas.
2. Model regresi pada penelitian ini hanya dapat menjelaskan hubungan antar variabel sebesar 10,9 persen sehingga sebesar 89,1 persen dipengaruhi oleh variabel lain selain diluar model regresi.

Berdasarkan keterbatasan yang telah diuraikan sebelumnya, maka dapat diberikan saran sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah sampel penelitian agar mendapatkan hasil penelitian yang lebih baik.
2. Bagi peneliti dengan topik sejenis diharapkan untuk menggunakan variabel independen yang lebih luas yang memiliki keterkaitan dengan kebijakan hutang, seperti kebijakan deviden, struktur aset, likuiditas, profitabilitas risiko bisnis, dan ukuran perusahaan sehingga dapat mencakup penelitian yang lebih luas serta variabel independen lebih dapat mempengaruhi variabel kebijakan hutang.

DAFTAR RUJUKAN

- Ade Fernando. 2017. Pengaruh Struktur Kepemilikan Managerial, Instusional Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Kimia Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *JOM FISIP* Vol. 4 No. 2. Hal 1-9.
- Amah Peter Ngozi dan Ezike John Emeka. 2013. Investigating the Relationship between Corporate Growth and Debt Policy: The Nigerian Evidence. *Journal of Money, Investment and Banking* issue 27. Hal 99-113.
- Bambang Sudiyatno dan Septavia Mustika Sari. 2013. Determinants Of Debt Policy: An Empirical Studying Indonesia Stock Exchange. *International Research Journals: Vol. 4. No. 1.* Hal 98-108.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Terjemahan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Eny Maryanti. 2016. Analisis Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan Dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia: Vol. 1. No. 2.* Hal 143-151.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, Jogyanto. 2010. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman. Edisi Pertama*. Yogyakarta: BPFE.
- Indra E. Tjeleni. 2013. Kepemilikan Manajerial Dan Instusional Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA: Vlo. 1. No.3.* Hal 129-139.
- Investasi Kontan. 2017. News Grup Bakrie Bersih Bersih Utang Rp 105 Triliun. 10 Agustus 2017, from: www.investasi.kontan.co.id. Diakses tanggal 25 Februari 2018.
- Ita Trisnawati. 2016. Faktor- Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi: Vol. 18. No. 1.* Hal 33-42.

- Kasmir. 2008. *Metodelogi Penelitian Kualitatif dan Kuantitatif*. Jakarta: Rajawali Pres.
- _____. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Richard Kofi Akoto dan Dadson Awunyo Vitor. 2014. What Determines the Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana?. *International Business Research*: Vol. 7. No. 1. Hal 42-48.
- Linda, dkk. 2017. Determinan Kebijakan Hutang: Bukti Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*: Vol. 4. No. 1. Hal 91-112.
- Luh M.D.P. Yogi & I G.A.E. Damayanthi. 2016. Pengaruh Arus Kas Bebas, Capital Adequacy Ratio Dan Good Corporate Governance Pada Manajemen Laba. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*: Vol. 15. No. 2. Hal 1056-1085.
- Mamduh, M. Hanafi. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPF.
- Masdupi. 2005. Analisis Dampak struktur kepemilikan pada Kebijakan Hutang. *Jurnal Ekonomi Bisnis*: Vol. 20. No. 1. Hal 56-69.
- Ni Komang Ayu Purnianti dan I Wayan Putra. 2016. Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Non Keuangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*: Vol. 14. No. 1. Hal 91-117.
- Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani. 2012. Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory Dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan* Vol. 1. No. 1. Hal 11-24.
- Putu Sri Mae Yanti Dewi dan Dewa Gede Wirama. 2017. Pecking Order Theory: Pengaruh Profitabilitas Dan Pertumbuhan Perusahaan Pada Keputusan Pendanaan Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* Vol. 18. No. 3. Hal 2423-2450.
- Rona Mersi Narita. 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal: AAJ* 1. No. 2. Hal 1-6.
- Rudianto. 2012. *Pengantar Akuntansi Konsep & Teknik Penyusunan*. Jakarta: Erlangga.
- Sudana, I Made. 2015. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Erlangga Edisi Kedua.
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Thomi irvan. 2016. Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Asuransi (Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2012-2014). *JOM FISIP* Vol. 3 No. 2. Hal 1-14.
- Weka Natasia dan Wahidahwati. 2015. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*: Vol. 4. No. 12. Hal 2-22.
- Yeniatie dan Nicken Destriana. 2010. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Nonkeuangan Yang Terdaftar. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*: Vol. 12. No. 1. Hal 1 – 16.
- www.idx.co.id
- www.duniainvestasi.com
- www.sahamok.com