

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *FIRM SIZE*, KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN MANAJERIAL,
PROFITABILITAS, DAN STRUKTUR ASET
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

ARTIKEL ILMIAH

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



Oleh :

DESI NUR AMILIAH
2015310042

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2019**

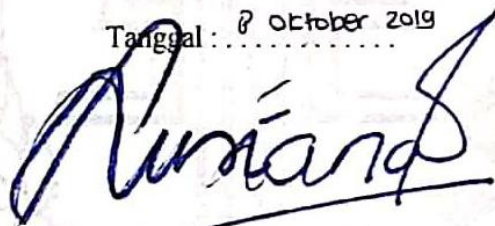
PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Desi Nur Amiliyah
Tempat, Tanggal Lahir : Sumenep, 07 Desember 1996
N.I.M : 2015310042
Program Studi : Akuntansi
Program Pendidikan : Sarjana
Konsentrasi : Keuangan
Judul : Pengaruh *Free Cash Flow*, *Firm Size*, Kepemilikan
Institusional, Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas,
dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang pada
Perusahaan Manufaktur.

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,

Tanggal : 07 oktober 2019



(Dr. Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si., OIA., CPSAK)

NIDN : 0704127401

Ketua Program Studi Sarjana Akuntansi

Tanggal : 14 oktober 2019



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

THE EFFECT OF FREE CASH FLOW, FIRM SIZE, INSTITUTIONAL OWNERSHIP, MANAGERIAL OWNERSHIP, PROFITABILITY AND ASSET STRUCTURE ON DEBT POLICY MANUFACTURING COMPANIES

Desi Nur Amiliyah
STIE Perbanas Surabaya
2015310042@students.perbanas.ac.id

ABSTRACT

Debt policy is an act of company management in funding the company's operations by using capital that comes from debt. Debt policy is also one of the determinants of the consideration of the capital structure, because the company's capital structure is a consideration of the amount of short-term debt, long-term debt, preferred shares, and also ordinary shares. This research aims to analyze the effect of free cash flow, firm size, institutional ownership, managerial ownership, profitability, and asset structure on the debt policy in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The data used in this study is secondary data obtained from the company's financial statements published by the Indonesia Stock Exchange through its official website www.idx.co.id. The research sample was taken by purposive sampling. The tests carried out in this study used descriptive statistical analysis, classic assumption tests, multiple linear regression analysis and hypothesis testing. The results of hypothesis testing indicate that free cash flow, firm size, institutional ownership, and managerial ownership affect the debt policy, while profitability and asset structure do not affect the debt policy.

Keywords : *free cash flow, firm size, Institutional ownership, Managerial Ownership, Profitability, Asset Structure, Debt Policy.*

PENDAHULUAN

Kebijakan hutang merupakan suatu keputusan pendanaan yang sangat penting bagi perusahaan. Manajer perusahaan harus memilih kombinasi sumber dana perusahaan dengan teliti karena setiap sumber dana memiliki konsekuensi *financial* yang berbeda-beda, termasuk hutang yang berisiko terhadap likuiditas perusahaan. Ketersediaan dana yang cukup untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan merupakan salah satu faktor yang paling penting bagi perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus memiliki sumber pendanaan yang cukup dan

memadai. Sumber pendanaan perusahaan biasanya berasal dari dua sumber yakni, sumber dana perusahaan yang berasal dari dalam perusahaan (internal) dan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan (eksternal).

Biasanya sumber dana yang di peroleh dari internal dapat berupa keuntungan yang masih belum dibagikan atau bisa disebut dengan laba ditahan. Sedangkan sumber dana yang diperoleh dari eksternal dapat berupa pinjaman atau hutang yang diperoleh dari kreditur. Pemanfaatan pengambilan keputusan yang

berasal dari lingkup luar perusahaan (eksternal) disebut dengan kebijakan hutang. Dalam sebuah perusahaan kebijakan hutang berperan penting untuk mengatasi masalah konflik keagenan, oleh karena itu dengan adanya kebijakan hutang maka akan dapat meminimalkan biaya agensi yang muncul akibat dari konflik perbedaan itu sendiri. Kebijakan hutang dapat diukur dengan menggunakan rasio keuangan solvabilitas seperti *debt to equity ratio* (DER).

Alasan peneliti memilih perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indonesia karena perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang menjual produknya mulai dari proses produksi sampai dengan produk yang siap untuk dijual, dengan adanya proses produksi tersebut tentunya perusahaan membutuhkan dana yang lebih besar, oleh karena itu perusahaan akan membutuhkan pinjaman yang lebih besar juga sehingga perusahaan lebih memikirkan mengenai kebijakan hutang yang digunakan. Fenomena tersebut terdapat pada PT. Kimia Farma Tbk, dimana perusahaan tersebut mengalokasikan dananya sebesar Rp3,5 triliun untuk kebutuhan belanja modal perseroan pada sepanjang tahun ini

Direktur Utama Kimia Farma Honesti Basyir mengungkapkan dari jumlah tersebut 70% diantaranya diperoleh dari pinjaman atau hutang. Perusahaan dengan kode emiten KAEF itu juga telah melakukan penerbitan surat hutang melalui *medium term note* (MTN). Pabrikasi farmasi plat merah tersebut berhasil membukukan laba sebesar Rp 331 miliar atau tumbuh 28% dibandingkan dengan tahun sebelumnya, adapun total pendapatan Kimia Farma pada tahun lalu tercatat mencapai Rp 6,1 triliun. PT Kimia Farma menggunakan pendanaan eksternal dengan menerbitkan surat hutang untuk mencapai ekspansi bisnis. Fenomena tersebut membuktikan bahwa kebijakan hutang merupakan alternatif pendanaan suatu perusahaan dalam peningkatan produktivitas dan pembiayaan perluasan

bisnis di masa yang akan datang., faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang adalah *free cash flow*, *firm size*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan struktur aset.

Faktor pertama adalah *free cash flow*, *free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang, membeli kembali saham, dan membayar deviden atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. Tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Semakin besar *free cash flow* yang ada di perusahaan maka perusahaan tersebut bisa dikatakan sehat karena arus kas yang ada akan mempengaruhi perusahaan dalam kebijakan hutang. Pada penelitian Putri Khumairotul, dkk (2018), dan Ita Trisnawati (2016) menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, dkk (2018), Luluk Muhimatul & Yunandriatna (2017) serta Weka Natasia & Wahidahwati (2015) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Faktor kedua adalah *firm size* (ukuran perusahaan), *firm size* merupakan besarnya sumber daya yang dimiliki perusahaan. *Firm size* sangat bergantung pada total aset yang dimiliki perusahaan karena dapat menjadi tolok ukur investor atau kreditur dalam melihat keadaan sebuah perusahaan. Perusahaan yang melakukan pinjaman kepada pihak ketiga cenderung akan lebih besar adanya pengawasan dari pihak luar (kreditur). Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan dalam berinvestasi dan juga mempergunakan modalnya untuk kegiatan operasionalnya. Pada penelitian Lumapow (2018) dan Ita Trisnawati (2016) menyatakan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut bertolak belakang dengan

penelitian yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, dkk (2018), Luluk Muhimatul & Yunandriatna (2017), Herdiana Ulfa, dkk (2016) serta Elly Astuti (2014) yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Faktor ketiga adalah kepemilikan institusional, kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak institusi lain yaitu kepemilikan oleh perusahaan atau lembaga lain. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi dapat menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik yang dilakukan oleh pihak manajer. Pada penelitian Putri Khumairotul, dkk (2018), Niken Anindhita (2017), serta Elly Astuti (2014) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Ita Trisnawati (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Faktor keempat adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang juga berperan sebagai pemegang saham. Kepemilikan saham manajerial penting bagi pemegang saham dan manajer, karena keputusan seorang manajer dapat menentukan risiko yang harus di pertanggungjawabkan. Meningkatnya persentase kepemilikan manajerial dapat menurunkan penggunaan hutang dan begitu sebaliknya rendahnya kepemilikan manajerial dapat meningkatkan penggunaan hutang. Pada penelitian Umi Mardiyati, dkk (2018), Luluk Muhimatul & Yunandriatna (2017), Putri Khumairotul, dkk (2018), Herdiana Ulfa, dkk (2016), serta Ita Trisnawati (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Lumapow (2018), Weka

Natasia & Wahidahwati (2015), serta Revi Maretta, dkk (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Faktor yang kelima adalah profitabilitas, profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan pada periode tertentu untuk digunakan kembali dalam melunasi hutang serta bunga pinjamannya yang dilakukan oleh suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi, maka hutang yang dimiliki oleh perusahaan tersebut akan rendah, sebab perusahaan tersebut memperoleh laba untuk melunasi hutang-hutangnya dengan tingkat pengembalian yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan pendanaannya dari sumber internal. Pada penelitian Herdiana Ulfa, dkk (2016), Ryan Condro & Willy Sri (2015), serta Bram Hadianto (2015) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, dkk (2018), Putri Khumairotul, dkk (2018), Niken Anindhita (2017), Ita Trisnawati (2016), Revi Maretta, dkk (2015), Weka Natasia & Wahidahwati (2015) serta Elly Astuti (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Faktor yang keenam adalah struktur aset, struktur aset merupakan perbandingan antara aset tetap dan total aset yang dapat menentukan besarnya alokasi dana untuk masing-masing komponen aset. Struktur aset memiliki pengaruh terhadap keputusan pinjaman dari suatu perusahaan karena biasanya aset tetap akan digunakan sebagai jaminan dalam hutang. Pada penelitian Umi Mardiyati, dkk (2018), serta Ryan Condro & Willy Sri (2015) menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Niken Anindhita (2017), Herdiana Ulfa, dkk (2016), Ita Trisnawati

(2016), serta Weka Natasia & Wahidahwati (2015) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan dasar teori yang telah disampaikan diatas mengenai pengaruh variabel bebas dengan variabel terikat maka sangat perlu diadakan penelitian kembali karena masih adanya beberapa perbedaan atau GAP dari beberapa peneliti terdahulu serta atas dasar fenomena yang ada, maka dari itu peneliti ingin melakukan penelitian kembali dengan judul **“Pengaruh Free Cash Flow, Firm Size, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas, dan Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur”**.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Teori keagenan merupakan teori yang mengungkapkan suatu kontrak hubungan antara pemilik/pemegang saham (*principal*) dan manajer (*agent*) Jensen & Meckling (1976). Manajemen dan pemegang saham perusahaan memiliki tujuan yang berbeda. Manajemen lebih tertarik untuk memaksimalkan kekayaan pribadi daripada kekayaan para pemegang saham, sehingga manajemen mendapatkan gaji yang lebih. Perbedaan tujuan antara manajemen dan pemegang saham dapat diminimalisir dengan mekanisme untuk mensejajarkan kepentingan terkait, akibat munculnya mekanisme tersebut menyebabkan timbulnya suatu *cost* yang disebut dengan *agency cost* Brigham & Houston (2011:20).

Hubungan kebijakan hutang dengan teori keagenan terjadi akibat adanya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham yang disebabkan oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber pendanaan dari modal internal yaitu modal ditahan atau dari modal eksternal, modal sendiri dan

melalui hutang. Oleh sebab itu manajer sebagai pengelola berkewajiban untuk memutuskan sumber dana apa yang dibutuhkan sesuai dengan kondisi perusahaan.

Pecking Order Theory

Pecking Order Theory adalah teori yang menjelaskan tentang ketertarikan perusahaan terhadap pendanaan investasi. Biasanya perusahaan lebih menyukai pendanaan internal berupa laba ditahan, arus kas dari depresiasi, amortisasi, dan sumber pendanaan internal lainnya. Namun apabila diperlukan sumber pendanaan eksternal, maka perusahaan akan lebih memilih sumber pendanaan yang aman terlebih dahulu berupa penerbitan surat hutang obligasi dan penerbitan saham baru.

Pecking Order Theory menyatakan bahwa bila perusahaan membutuhkan dana, maka prioritas utama adalah menggunakan dana internal, yaitu laba ditahan, namun apabila dibutuhkan dana pendanaan eksternal maka hutang akan menjadi prioritas perusahaan.

Alasan perusahaan lebih menyukai pendanaan eksternal melalui penerbitan obligasi karena bunga obligasi lebih rendah dibandingkan dengan dividen yang harus dibayarkan kepada para pemegang saham. Penerbitan surat hutang obligasi juga dapat mengurangi kewajiban pajak, karena bunga pinjaman merupakan biaya yang dibebankan kepada perusahaan, sedangkan dividen merupakan pembagian laba dan tidak dikategorikan sebagai pembebanan biaya. Investor obligasi tidak akan memiliki hak suara dalam perusahaan, lain halnya investor saham, sehingga hal itu tidak akan mempengaruhi manajemen.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan tindakan manajemen perusahaan dalam mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Kebijakan hutang juga merupakan salah satu penentu arah pertimbangan dari struktur modal, karena struktur modal perusahaan merupakan pertimbangan dari jumlah hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, saham preferen, dan juga saham biasa.

Kebijakan tersebut berdampak terhadap masalah konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham yang disebabkan oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan adalah keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal yaitu modal ditahan atau dari modal eksternal, modal sendiri, atau melalui hutang.

Free Cash Flow

Free cash flow atau aliran kas bebas merupakan arus kas yang tersedia bagi investor (penyedia hutang/kreditur dan penyedia ekuitas/pemilik) setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan menutupi dana untuk investasi baik dalam aktiva tetap bersih maupun aktiva lancar bersih. Ketika organisasi menghasilkan aliran kas bebas dalam jumlah besar, maka terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer Jensen & Meckling (1976).

Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran hutang, dan deviden, untuk menghindari perilaku penyimpangan manajer terhadap pemanfaatan *free cash flow*, kebijakan hutang menjadi salah satu solusi didalam menekan risiko penyimpangan. Hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Dengan adanya hutang ini, manajer akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi

kegagalan keuangan yang akan dapat mengurangi biaya agensi arus kas bebas. *Free cash flow* dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut, Jack Guinan (2010:131):

Firm Size

Firm size (ukuran perusahaan) dapat diartikan sebagai banyaknya atau besarnya sumber daya yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Ukuran perusahaan itu sendiri sangat bergantung terhadap total aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan, karena ukuran perusahaan merupakan tolok ukur bagi para investor atau kreditur dalam memperhatikan kondisi dari suatu perusahaan. Apabila perusahaan ingin melakukan suatu pinjaman pada pihak ketiga, maka kemungkinan besar akan ada pengawasan yang lebih insentif lagi dari para kreditur.

Peningkatan aset perusahaan ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan ukuran perusahaan melalui aset. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang semakin pesat mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut sedang mengadakan ekspansi atau sedang memperbesar kapasitas produksi seiring dengan permintaan konsumen yang tinggi Munawir (2014:30):

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi lain yang memiliki nilai substansial, sehingga dapat meminta pertanggungjawaban dan kontrol dari manajer perusahaan agar dapat melakukan keputusan dengan tepat, sehingga hal tersebut dapat menyenangkan bagi pemegang saham. Kepemilikan saham institusional sangat penting dalam memonitor kinerja manajemen perusahaan untuk mengurangi konflik keagenan dalam suatu perusahaan

Dengan adanya kepemilikan saham institusional oleh entitas lain seperti asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi-institusi lain akan

mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Kepemilikan institusional dapat diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki institusi dan jumlah saham yang beredar Brigham & Houston (2011:65):

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang juga berperan sebagai pemegang saham. Manajer perusahaan yang memiliki saham secara langsung dapat merasakan manfaat dari pengambilan keputusan serta juga dapat merasakan kerugian dan menanggung akibatnya apabila keputusan yang telah diambil salah, sehingga para manajer perusahaan akan berusaha semaksimal mungkin dalam mengelola perusahaan dan lebih berhati-hati lagi dalam mengambil keputusan.

Biasanya para manajer perusahaan lebih cenderung memanfaatkan hutang yang rendah dan meminimalkan tingkat risiko yang ada. Dari beberapa pernyataan diatas, dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial perusahaan, maka akan semakin rendah kebijakan hutang suatu perusahaan Brigham & Houston (2011:68) :

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba dengan keahliannya dalam mengelola semua sumber daya yang dimiliki. Profitabilitas merupakan suatu ukuran yang digunakan dalam menilai sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan laba pada tingkat yang dapat diterima. Kegunaan dari profitabilitas adalah untuk mengatur kemampuan dari modal yang di investasikan dalam keseluruhan aset untuk menghasilkan keuntungan bagi investor.

Profitabilitas adalah sekelompok rasio yang menunjukkan kombinasi dari pengaruh likuiditas, manajemen aset, dan hutang pada hasil operasi. Rasio profitabilitas digunakan untuk menilai dan

mengukur posisi keuangan dalam periode tertentu. Penggunaan rasio profitabilitas tergantung pada kebijakan manajemen perusahaan, Kasmir (2012:198):

Struktur Aset

Aset merupakan harta yang dimiliki oleh perusahaan yang digunakan untuk operasinya. Pada umumnya terdapat dua jenis aset yang dimiliki perusahaan yaitu aset lancar dan aset tetap. Aset lancar merupakan aset perusahaan yang dapat digunakan dalam kurun waktu satu tahun. Aset lancar dapat berupa kas, piutang, investasi jangka pendek, persediaan dan beban dibayar dimuka. Aset tetap merupakan harta berwujud yang memiliki umur lebih dari satu tahun dan tidak berubah menjadi kas yang nantinya akan digunakan untuk kegiatan operasional dan tidak untuk dijual kembali.

Struktur aset menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan. Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang digunakan perusahaan dalam kegiatan operasional. Pemanfaatan aset tetap pada aktivitas operasional akan menghasilkan dana internal bagi perusahaan. Pada umumnya perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan, Brigham & Houston (2011:175):

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada pemegang saham dan pemilik hutang setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Menurut Kieso et al (2011: 215) free cash flow merupakan jumlah uang tunai yang tersedia dari operasi setelah investasi pada modal kerja operasional bersih dan aset tetap.

Semakin besar *free cash flow* pada suatu perusahaan, maka semakin tinggi penggunaan hutangnya, karena *free cash flow* merupakan dana internal yang dalam perlakuannya sering menimbulkan konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Sesuai dalam *agency theory*, pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan dalam bentuk dividen, akan tetapi manajemen menginginkan *free cash flow* digunakan untuk mendanai proyek-proyek yang dapat memberikan keuntungan dalam jangka panjang bagi suatu perusahaan. Jika perusahaan menetapkan *free cash flow* untuk pembayaran dividen kepada para pemegang saham, maka akan berdampak semakin rendahnya *free cash flow*, maka dari itu untuk tetap bisa membiayai kegiatan operasionalnya, perusahaan memerlukan pendanaan eksternal.

H₁: *Free Cash Flow* Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh *Firm Size* terhadap Kebijakan Hutang

Firm size (ukuran perusahaan) dapat diartikan sebagai banyaknya atau besarnya sumber daya yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Ukuran perusahaan itu sendiri sangat bergantung terhadap total aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan, karena ukuran perusahaan merupakan tolok ukur bagi para investor atau kreditor dalam memperhatikan kondisi dari suatu perusahaan. Apabila perusahaan ingin melakukan suatu pinjaman pada pihak ketiga, maka kemungkinan besar akan ada pengawasan yang lebih insentif lagi dari para kreditor.

Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin besar hutang yang dibutuhkan, hal tersebut dilakukan semata-mata hanya untuk mengembangkan kegiatan operasional perusahaan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dalam jangka panjang.

H₂: *Firm Size* Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi lain yang biasanya memiliki nilai substansial, sehingga dapat meminta pertanggungjawaban dan kontrol dari manajer perusahaan agar dapat melakukan keputusan dengan tepat sehingga dapat menyenangkan bagi pemegang saham. Kepemilikan saham institusional sangat penting dalam memonitor kinerja manajemen perusahaan untuk mengurangi konflik keagenan dalam suatu perusahaan

Dengan adanya kepemilikan saham institusional oleh entitas lain seperti asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi-institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin rendah hutang suatu perusahaan. Kepemilikan institusional yang tinggi diharapkan semakin kuat kontrol internalnya terhadap perusahaan sehingga pihak manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil dan menggunakan kebijakan hutang.

H₃ : Kepemilikan Institusional Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang juga berperan sebagai pemegang saham. Manajer perusahaan yang memiliki saham secara langsung dapat merasakan manfaat dari pengambilan keputusan serta juga dapat merasakan kerugian dan menanggung akibatnya apabila keputusan yang telah diambil salah, sehingga para manajer perusahaan akan berusaha

semaksimal mungkin dalam mengelola perusahaan dan lebih berhati-hati lagi dalam mengambil keputusan.

Besarnya kepemilikan manajerial yang dimiliki perusahaan maka semakin besar hutang yang dibutuhkan, karena kepemilikan manajerial dilandasi dengan teori keagenan dimana kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, oleh sebab itu manajer akan menggunakan hutang secara optimal untuk meminimalkan biaya keagenan.

H4 : Kepemilikan Manajerial Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas dapat diartikan sebagai kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan pada periode tertentu untuk digunakan kembali dalam melunasi hutang serta bunga pinjamannya yang dilakukan oleh suatu perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan, maka akan semakin rendah hutang yang dimiliki oleh perusahaan tersebut, Karena laba yang dihasilkan oleh perusahaan akan digunakan untuk melunasi hutang-hutangnya dengan tingkat pengembalian yang tinggi dan menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan pendanaannya dari sumber internal Brigham & Houston (2011).

H5: Profitabilitas Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

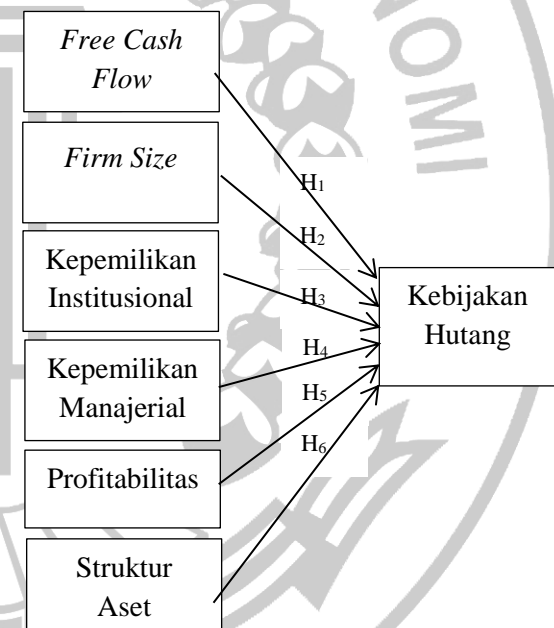
Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

Struktur aset merupakan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan untuk digunakan sebagai jaminan. Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang digunakan perusahaan dalam kegiatan operasional. Pemanfaatan aset tetap pada aktivitas operasional akan

menghasilkan dana internal bagi perusahaan, umumnya perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Perusahaan yang memiliki struktur aset tinggi kemungkinan dapat mempermudah perusahaan untuk mendapatkan hutang, karena struktur aset dapat dijadikan sebagai jaminan perusahaan dalam mendapatkan hutang.

H6: Struktur Aset Berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber: diolah

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur 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 manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun penelitian yaitu sejak 2013-2017.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan auditan untuk periode yang berakhir pada 31 Desember.
3. Perusahaan menyajikan laporan keuangan dengan menggunakan satuan mata uang Rupiah sebagai informasi moneter.
4. Perusahaan memiliki struktur kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen (kepemilikan manajerial).

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, maka diperoleh 172 data perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini.

Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder yang bersumber dari data laporan keuangan yang diaudit perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diperoleh melalui *website* resmi BEI. 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 auditan 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 *free cash flow*, *firm size*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan struktur aset.

Definisi Operasional Variabel

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan tindakan manajemen perusahaan dalam mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Kebijakan hutang juga merupakan salah satu penentu arah pertimbangan dari struktur modal, karena struktur modal perusahaan merupakan pertimbangan dari jumlah hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, saham preferen, dan juga saham biasa.

Kebijakan tersebut berdampak terhadap masalah konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham yang disebabkan oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan adalah keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal yaitu modal ditahan atau dari modal eksternal, modal sendiri, atau melalui hutang. Rasio yang digunakan untuk mengukur kebijakan hutang dalam penelitian ini adalah Debt to equity ratio (DER), dimana DER dapat diukur menggunakan rumus sebagai berikut, Kasmir (2012:158) :

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

Free Cash Flow (X₁)

Free cash flow atau aliran kas bebas merupakan arus kas yang tersedia bagi investor (penyedia hutang/kreditur dan penyedia ekuitas/pemilik) setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan menutupi dana untuk investasi baik dalam aktiva tetap bersih maupun aktiva lancar bersih. *Free cash flow* dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut, Jack Guinan (2010:131):

Free Cash Flow = Arus kas operasi - Belanja modal"

Firm Size (X₂)

Firm size (ukuran perusahaan) dapat diartikan sebagai banyaknya atau besarnya sumber daya yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Ukuran perusahaan itu sendiri sangat bergantung terhadap total aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan, karena ukuran perusahaan merupakan tolok ukur bagi para investor atau kreditor dalam memperhatikan kondisi dari suatu perusahaan, dalam penelitian ini ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rumus sbb:

$$\text{SIZE} = \text{Ln} (\text{Total Aset})$$

Kepemilikan Institusional (X₃)

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi lain yang memiliki nilai substansial, sehingga dapat meminta pertanggungjawaban dan kontrol dari manajer perusahaan agar dapat melakukan keputusan dengan tepat, sehingga hal tersebut dapat menyenangkan bagi pemegang saham,

Kepemilikan institusional dapat diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki institusi dan jumlah saham yang beredar, dengan rumus sebagai berikut Brigham & Houston (2011:65) :

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Kepemilikan Manajerial (X₄)

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang juga berperan sebagai pemegang saham. Manajer perusahaan yang memiliki saham secara langsung dapat merasakan manfaat dari pengambilan keputusan serta juga dapat merasakan kerugian dan menanggung akibatnya apabila keputusan yang telah diambil salah. Kepemilikan manajerial dapat diukur dengan rumus sebagai berikut Brigham & Houston (2009:68) :

$$\text{Manajerial} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham manajerial}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Profitabilitas (X₅)

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba dengan keahliannya dalam mengelola semua sumber daya yang dimiliki. Profitabilitas merupakan suatu ukuran yang digunakan dalam menilai sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan laba pada tingkat yang dapat diterima. Profitabilitas dapat dirumuskan sebagai berikut, Kasmir (2012:202):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total aset}}$$

Struktur Aset (X₆)

Aset merupakan harta yang dimiliki oleh perusahaan yang digunakan untuk operasinya. Pada umumnya terdapat dua jenis aset yang dimiliki perusahaan yaitu aset lancar dan aset tetap. Struktur aset dapat diukur dengan membagi aset tetap dan total aset, dengan rumus sebagai berikut Brigham & Houston (2011:175):

$$\text{SA} = \frac{\text{Aset tetap}}{\text{Total aset}}$$

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik analisis data kuantitatif yang diolah dengan teknik statistik menggunakan *software* SPSS 24, melalui beberapa tahapan berikut :

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, uji F (uji model), koefisien determinasi (R^2) 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
FCF	172	-2,1981	6,8780	1,1544
Firm Size	172	24,8602	29,5760	27,4036
INST	172	0,1369	0,9978	0,6873
MWON	172	0,0001	0,3140	0,0662
Profit	172	-0,0971	0,1762	2,7332
Struk. Aset	172	0,1399	0,8261	0,4610
DER	172	0,1025	2,6536	0,9585

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 1 diketahui bahwa sampel yang digunakan pada penelitian ini selama periode pengamatan tahun 2013-2017 yaitu sebanyak 172 perusahaan dengan nilai minimum kebijakan hutang sebesar 0,1025 yang dimiliki oleh PT. Argha Karya Prima Industry Tbk (AKPI) pada tahun 2013, dan nilai maksimum pada variabel kebijakan hutang (DER) sebesar 2,6536 yang dimiliki oleh PT. Fajar Surya Wisesa Tbk (FASW) pada tahun 2013..

Nilai minimum *free cash flow* sebesar Rp -219.814.487.811 yang dimiliki oleh PT. Eterindo Wahanatama Tbk (ETWA) pada tahun 2013, sedangkan nilai maksimum *free cash flow* sebesar 687.801.000.000 dimiliki oleh PT. Aneka Gas Industri Tbk (AGII) pada tahun 2016.

nilai minimum dari ukuran perusahaan yaitu 24,8602 dengan nilai total aset sebesar Rp 62.607.762.222 yang dimiliki oleh PT. Siwani Makmur Tbk (SIMA) pada tahun 2014, sedangkan nilai minimum ukuran perusahaan selama periode pengamatan tahun 2013-2017 adalah 29,5760 dengan nilai total aset sebesar Rp 6.993.634.266.969 dimiliki oleh PT. Fajar Surya Wisesa Tbk (FASW) pada tahun 2015.

Nilai minimum kepemilikan institusional sebesar 0,1369, nilai

minimum sebesar 0,1369 dimiliki oleh PT. Wilmar Cahaya Indonesia Tbk (CEKA) pada tahun 2013, sedangkan nilai maksimum selama periode pengamatan tahun 2013-2017 adalah sebesar 0,9978 dimiliki oleh PT. Lion Metal Works Tbk (LION) pada tahun 2015.

Nilai minimum kepemilikan manajerial sebesar 0,0001 dimiliki oleh PT. Gunawan Dianjaya Steel Tbk (GDST) pada tahun 2013,2014, dan 2015, sedangkan nilai maksimum selama periode pengamatan tahun 2013-2017 adalah sebesar 0,3140 dimiliki oleh PT. Steel Pipe Industry of Indonesia (ISSP) pada tahun 2016 dan 2017

Nilai minimum profitabilitas sebesar -0,0971 dimiliki oleh PT. Kedaung Indah Can Tbk (KICI) pada tahun 2015, sedangkan nilai maksimum pada periode pengamatan 2013-2017 sebesar 0,1762 yang dimiliki oleh PT. Impack Pratama Industry Tbk (IMPC) pada tahun 2013.

Nilai minimum struktur aset sebesar 0,1399 dimiliki oleh PT. Lion Metal Works Tbk (LION) pada tahun 2013, sedangkan nilai maksimum pada periode pengamatan 2013-2017 sebesar 0,8261 yang dimiliki oleh PT. Tri Banyan Tirta Tbk (ALTO) pada tahun 2017

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji normalitas data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu menggunakan Kolmogorov-Smirnov Test. Hasil pengujian normalitas dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini :

Tabel 2
Uji Normalitas

		<i>Unstandardized Residual</i>
N		172
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.60568433
Most Extreme Differences	Absolute	.049
Test Statistic	Positive	.043
	Negative	-.049
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{a,b}

Sumber : Data diolah

Pada penelitian ini dilakukan empat kali pengujian dengan *outlier* data sehingga ditemukan hasil seperti pada tabel 2 yang menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,200 dimana nilai signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga dapat diartikan bahwa data residual berdistribusi normal.

2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan dengan tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Dalam mendeteksi adanya multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *variance inflation factor* (VIF) dan nilai *tolerance*. Apabila nilai VIF < 10 dan nilai *tolerance* > 0,10 maka tidak terjadi multikolinieritas antar variabel dalam model regresi. Sebaliknya, apabila nilai VIF \geq 10 dan nilai *tolerance* \leq 0,10, maka terjadi multikolinieritas antar variabel dalam model regresi. Hasil pengujian ada tidaknya multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 3 berikut ini :

Tabel 3
Hasil Pengujian Multikolinieritas

Model	<i>Tolerance</i>	VIF
1 (Constant)		
FCF	0,491	2,036
FIRM SIZE	0,522	1,915
INST	0,690	1,449
MANJ	0,653	1,531
PROFIT	0,660	1,515
SA	0,652	1,533

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 *free cash flow*, *firm size*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan struktur aset memiliki nilai VIF < 10 dan nilai *tolerance* > 0,10.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan tujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual atas satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan Uji *Glejser*. Hasil pengujian ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel 4 berikut ini :

Tabel 4
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Model	Sig.
(Constant)	0,976
FCF	0,528
FIRM SIZE	0,716
INST	0,833
MOWN	0,437
PROFIT	0,776
SA	0,268

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat bahwa dari enam variabel independen yaitu *free cash flow*, *firm size*,

kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, profitabilitas dan struktur aset memiliki tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05. Hal ini dapat disimpulkan bahwa model regresi tersebut tidak ditemukan adanya masalah heteroskedastisitas karena masing-masing variabel independen tersebut memiliki nilai signifikan diatas 0,05.

4. 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
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,318

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 5 diketahui bahwa nilai Asymp. Sig. (2-tailed) memiliki nilai sebesar 0,318 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 *free cash flow*, *firm size*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan struktur aset terhadap variabel 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.
(Constant)	11,075	0,000
FCF	-9,097	0,025
<i>FIRM SIZE</i>	0,415	0,000
INST	1,220	0,000
MWON	2,404	0,001
PROFIT	-0,023	0,071
SA	-0,514	0,177

Sumber : Data diolah

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

$$DER = -11,075 - 9,097 FCF + 0,415 SIZE + 1,220 INST + 2,404 MWON + \epsilon$$

Dimana :

DER = Kebijakan Hutang

FCF = *Free Cash Flow*

SIZE = *Firm Size*

INST = Kepemilikan Institusional

MANJ = Kepemilikan Manajerial

PRFT = Profitabilitas

SA = Struktur Aset

ϵ = *Standard error*

Pengujian Hipotesis

1. 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	9,177	0,000

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil uji F pada tabel 8 dapat dilihat bahwa diperoleh nilai F hitung sebesar 9,177 dengan tingkat

signifikan 0,000. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel independen yaitu *free cash flow*, *firm size*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan struktur aset dapat menjadi penjelas variabel dependen yaitu kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikan F hitung yang lebih kecil dari 0,05.

2. Koefisien Determinasi (R²)

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	0,223

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 0,223 atau 22,3%. Hal ini dapat diartikan bahwa proporsi *free cash flow*, *firm size*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan struktur aset mampu mempengaruhi kebijakan hutang sebesar 22,3% sedangkan sisanya sebesar 77,7% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model regresi ini.

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)	6,075	0,000
FCF	-2,269	0,025
FIRM SIZE	6,384	0,000
INST	3,792	0,000
MWON	3,301	0,001
PROFIT	-1,818	0,071
SA	-1,357	0,177

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil pengujian uji t dapat diketahui bahwa nilai t *free cash flow* sebesar -2,269 dengan nilai signifikansi 0,025. Nilai signifikansi sebesar 0,025 lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H₁ diterima, yang dapat diartikan *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Nilai t *firm size* sebesar 6,384 dengan nilai signifikansi 0,000. Nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H₂ diterima, yang dapat diartikan *firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Nilai t kepemilikan institusional sebesar 3,792 dengan nilai signifikansi 0,000. Nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H₃ diterima, yang dapat diartikan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Nilai t kepemilikan manajerial sebesar 3,301 dengan nilai signifikansi 0,001. Nilai signifikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H₄ diterima, yang dapat diartikan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Nilai t profitabilitas sebesar -1,818 dengan nilai signifikansi 0,071. Nilai

signifikansi sebesar 0,071 lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_5 ditolak, yang dapat diartikan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Nilai t struktur aset sebesar -1,357 dengan nilai signifikansi 0,177. Nilai signifikansi sebesar 0,177 lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_6 ditolak, yang dapat diartikan struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Tabel 10
Rangkuman Rata-rata Analisis
Deskriptif

	DER diatas Rata-rata	DER dibawah Rata-rata
DER	0,8809	
Jml. Persh	89	83
FCF	1,24217	1,06021
SIZE	27,70364	27,08179
MWON	0,71357	0,65915
Manaj	0,05130	0,08213
ROA	2,16031	3,34755
Str. Aset	0,48173	0,43873

Sumber: Data diolah dari analisis deskriptif

Berdasarkan tabel 10 rangkuman analisis deskriptif menunjukkan bahwa perusahaan yang menggunakan kebijakan hutang diatas rata-rata sebanyak 89 perusahaan, sedangkan jumlah perusahaan yang menggunakan kebijakan hutang dibawah rata-rata sebanyak 83 perusahaan. Rata-rata *free cash flow* perusahaan yang kebijakan hutangnya diatas rata-rata sebesar 1,24217 sedangkan rata-rata *free cash flow* perusahaan yang kebijakan hutangnya dibawah rata-rata sebesar 1,06021.

Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang relatif tinggi cenderung akan lebih tinggi dalam penggunaan hutangnya, karena arus kas merupakan pendanaan internal yang dalam perlakuannya sering menimbulkan

konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham.

Rata-rata *firm size* perusahaan yang kebijakan hutangnya diatas rata-rata sebesar 27,70364, sedangkan rata-rata *firm size* perusahaan yang kebijakan hutangnya dibawah rata-rata sebesar 27,08179. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *firm size* yang tinggi maka akan semakin besar hutang yang dibutuhkan, karena perusahaan yang berukuran besar, semakin besar pula kegiatan operasinya, sehingga perusahaan akan membutuhkan modal yang besar berupa hutang dari pihak ketiga atau kreditur guna untuk mengembangkan kegiatan operasional perusahaan.

Rata-rata kepemilikan institusional perusahaan yang kebijakan hutangnya diatas rata-rata sebesar 0,71357, sedangkan rata-rata kepemilikan institusional perusahaan yang kebijakan hutangnya dibawah rata-rata sebesar 0,65915. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi maka akan semakin tinggi hutang yang dimiliki oleh perusahaan, hal ini terjadi karena tidak adanya pengawasan yang optimal dari pihak luar terhadap manajemen, sehingga pihak manajemen dapat lebih banyak menggunakan hutang agar terlihat baik kinerjanya didepan pemegang saham institusi, akan tetapi pada kenyataannya digunakan untuk kepentingan pribadi.

Rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan yang kebijakan hutangnya diatas rata-rata sebesar 0,05130, sedangkan rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan yang kebijakan hutangnya dibawah rata-rata sebesar 0,08213. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi maka semakin rendah hutang

yang dimiliki oleh perusahaan, karena peningkatan dari kepemilikan manajerial saham oleh pihak manajerial akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan meminimalisir risiko yang akan ditimbulkan karena, manajer akan merasakan langsung dari setiap keputusan yang diambil dan kerugian jika keputusan yang diambil salah, oleh sebab itu semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan semakin rendah hutang yang digunakan.

Rata-rata profitabilitas perusahaan yang kebijakan hutangnya diatas rata-rata sebesar 2,16301, sedangkan rata-rata profitabilitas perusahaan yang kebijakan hutangnya dibawah rata-rata sebesar 3,34755. Hal ini menunjukkan semakin tinggi profitabilitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan, maka akan semakin rendah hutang yang dimiliki perusahaan tersebut karena perusahaan dengan *rate of return* yang tinggi cenderung menggunakan proporsi hutang yang relatif kecil, hal ini disebabkan *return* yang tinggi akan menyediakan sejumlah dana internal yang relatif besar untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Rata-rata struktur aset perusahaan yang kebijakan hutangnya diatas rata-rata sebesar 0,48173, sedangkan rata-rata struktur aset perusahaan yang kebijakan hutangnya dibawah rata-rata sebesar 0,43873. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi struktur aset suatu perusahaan, maka semakin tinggi kebijakan hutang yang dimiliki perusahaan, hal tersebut terjadi karena aktiva merupakan salah satu jaminan yang bisa meyakinkan pihak lain untuk bisa memberikan pinjaman kepada perusahaan, sehingga perusahaan yang struktur asetnya fleksibel akan lebih mudah memperoleh pinjaman. Perusahaan yang aktivanya

sesuai dengan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan hutang karena kreditur akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dimana nilai signifikansi sebesar 0,025 lebih kecil dari 0,05 dan memperlihatkan nilai t sebesar -2,269. Artinya semakin tinggi *free cash flow* suatu perusahaan, maka semakin rendah hutang yang digunakan. Hal ini disebabkan karena laba yang dimiliki oleh perusahaan tinggi, sehingga mampu memenuhi kewajibannya seperti investasi, modal kerja, dan operasionalnya, sehingga perusahaan tidak memerlukan dana eksternal untuk memenuhinya, dengan begitu maka perusahaan dapat menggunakan arus kas secara maksimal dan mampu untuk mengembangkan perusahaan melalui dana internal perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, dkk (2018), Luluk Muhimatul & Yunandriatna (2018) serta Weka Natasia & Wahidahwati (2015) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *Firm Size* terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis mengatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang dimana nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 dan memperlihatkan nilai t sebesar 6,384. Artinya semakin tinggi *firm size* suatu perusahaan, maka semakin besar hutang yang dibutuhkan, karena perusahaan yang besar cenderung lebih tinggi aktivitas operasinya, oleh sebab itu perusahaan akan membutuhkan modal yang besar pula, sehingga perusahaan akan semakin besar dalam menggunakan hutang

untuk mengembangkan kegiatan operasionalnya guna mendapatkan keuntungan yang lebih besar dalam jangka panjang. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, dkk (2018), Luluk Muhimatul & Yunandriatna (2018), Herdiana Ulfa, dkk (2016) serta Elly Astuti (2014) yang menyatakan bahwa firm size berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis mengatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang dimana nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 dan memperlihatkan nilai t sebesar 3,792. Artinya semakin tinggi kepemilikan institusional suatu perusahaan, maka semakin besar hutang yang digunakan, karena dalam hal ini kepemilikan institusional tidak dapat berfungsi sebagai kontrol internal perusahaan, sehingga manajemen dapat bekerja sesuai dengan kepentingan pemegang saham institusi.

Artinya keberadaan pemilik dari institusi tidak mampu memantau lebih ketat kebijakan pendanaan yang dilakukan manajemen, sehingga manajemen dapat lebih banyak menggunakan hutang dalam jumlah yang besar untuk kepentingan manajemen sendiri seperti melakukan ekspansi besar-besaran agar dapat membuat kinerjanya seakan-akan terlihat baik di depan pemegang saham institusi. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ita Trisnawati (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis mengatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang dimana nilai signifikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05 dan

memperlihatkan nilai t sebesar 3,301. Artinya semakin tinggi kepemilikan manajerial suatu perusahaan, maka semakin besar hutang yang digunakan, karena dengan meningkatnya persentase kepemilikan dapat memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Manajer memiliki kontrol yang besar dan berani mengambil risiko menggunakan hutang untuk investasi dengan harapan keuntungan yang tinggi. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lumapow (2018) dan Revi Maretta, dkk (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis mengatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dimana nilai signifikansi sebesar 0,071 lebih besar dari 0,05 dan memperlihatkan nilai t sebesar -1,818 yang bersifat negatif. Artinya semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka semakin rendah hutang yang digunakan, karena tingginya tingkat profitabilitas akan memungkinkan perusahaan untuk mendanai sebagian besar investasinya menggunakan pendanaan internal yang berasal dari hasil operasional perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Herdiana Ulfa, dkk (2016), Ryan Condro & Willy Sri (2015), serta Bram Hadianto (2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang,

Disisi lain, perusahaan dengan *free cash flow* yang relatif rendah menunjukkan bahwa perusahaan tersebut rendah dalam penggunaan hutangnya, hal ini terjadi karena perusahaan memiliki laba yang tinggi sehingga perusahaan lebih mengutamakan menggunakan dana internal untuk memenuhi kewajibannya serta untuk mendanai kegiatan

operasionalnya, hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa apabila perusahaan membutuhkan dana, maka prioritas utama adalah menggunakan dana internal, yaitu laba ditahan, namun apabila dibutuhkan dana pendanaan eksternal maka hutang akan menjadi prioritas perusahaan.

Rata-rata *firm size* perusahaan yang kebijakan hutangnya diatas rata-rata sebesar 27,70364, sedangkan rata-rata *firm size* perusahaan yang kebijakan hutangnya dibawah rata-rata sebesar 27,08179. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *firm size* yang tinggi maka akan semakin besar hutang yang dibutuhkan, karena perusahaan yang berukuran besar, semakin besar pula kegiatan operasinya, sehingga perusahaan akan membutuhkan modal yang besar berupa hutang dari pihak ketiga atau kreditur guna untuk mengembangkan kegiatan operasional perusahaan, Disisi lain *firm size* yang relatif rendah maka akan semakin rendah hutang yang dibutuhkan, karena perusahaan yang kecil akan semakin rendah pula produksi yang dihasilkan sehingga akan menghasilkan laba yang rendah, oleh sebab itu kreditur akan berfikir bahwa kondisi dari perusahaan tersebut tidak meyakinkan untuk mendapatkan pinjaman (hutang) dari para kreditur.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis mengatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dimana nilai signifikansi sebesar 0,177 lebih besar dari 0,05 dan memperlihatkan nilai t sebesar -1,357 yang bersifat negatif. Artinya semakin tinggi struktur aset suatu perusahaan, maka semakin rendah hutang yang digunakan, karena aset tetap yang digunakan pada perusahaan tersebut hanya untuk kegiatan operasional perusahaan saja, tidak sebagai jaminan dijual kembali ketika akan melunasi hutang, oleh sebab itu kemungkinan tangibility asset tidak

selamanya dapat digunakan sebagai jaminan dalam peminjaman hutang karena sebagian kreditur kurang tertarik menggunakan aset tetap perusahaan dalam pembayaran hutang maka dari itu struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, dkk (2018), serta Ryan Condro & Willy Sri (2015) yang menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

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

1. *Free cash flow* yang dihitung dengan menggunakan rumus arus kas operasi dikurangi dengan belanja modal, diketahui bahwa free cash flow berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
2. *Firm size* yang dihitung dengan menggunakan rumus logaritma natural dari total aset, diketahui bahwa firm size berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
3. Kepemilikan institusional yang dihitung dengan menggunakan rumus jumlah saham yang dimiliki oleh institusional dibagi dengan jumlah saham yang beredar, diketahui bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
4. Kepemilikan manajerial yang dihitung dengan menggunakan rumus jumlah saham yang dimiliki oleh manajerial dibagi dengan jumlah jumlah saham yang beredar, diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
5. Profitabilitas yang dihitung dengan menggunakan rumus Return on Asset (ROA) yaitu laba bersih setelah pajak dibagi dengan total aset, diketahui

bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

6. Struktur aset yang dihitung dengan menggunakan rumus aset tetap dibagi dengan total aset, diketahui bahwa variabel struktur perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

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

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dilakukan outlier data serta menghapuskan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan saham manajerial karena untuk menghindari banyaknya data yang terbuang dan bertujuan bertujuan untuk mendapatkan sebaran data penelitian berdistribusi normal.
2. Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi diketahui bahwa proporsi free cash flow, firm size, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan struktur aset mampu mempengaruhi kebijakan hutang sebesar 22,3% sedangkan sisanya sebesar 77,7% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model regresi ini.

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

1. Bagi peneliti dengan topik sejenis, untuk meminimalisir banyaknya data yang di outlier sebaiknya menggunakan alat uji selain SPSS. Selain itu, peneliti selanjutnya diharapkan untuk mengembangkan lagi penelitian ini dengan menambahkan populasi perusahaan yang dijadikan sampel penelitian, tidak hanya perusahaan manufaktur saja tetapi juga jenis industri lainnya yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Peneliti selanjutnya dapat menambahkan variabel independen lainnya yang diduga berpengaruh

terhadap kebijakan hutang seperti kebijakan deviden, pertumbuhan penjualan, dan good corporate governance (GCG), sehingga dapat mencakup penelitian yang lebih luas.

DAFTAR RUJUKAN

- Bram Hadianto. (2015). *The Impact of Largest Shareholder Ownership on Debt Policy of The Public Listed Firms in Restaurant, Hotell, and Tourism Industry: Evidence from Indonesia*. *International Journal of Education and Research*, Vol. 3 No. 5, 35-48.
- Brigham, Eugene. F & Houston, Joel F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (11 Ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Elly Astuti. (2014). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, Vol. 15 No. 02, 149-158.
- Herdiana Ulfa Indraswary, Kharis Raharjo & Rita Andini. (2016). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2014. *Journal Of Accounting*, Volume 2 No.2, 80-91.
- Ita Trisnawati. (2016). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non-Keuangan yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, Vol. 18 No. 1, 33-42.
- Jack Guinan.(2010). *Investopedia : Cara Mudah Memahami Istilah Investasi*. Cetakan I. Jakarta :Hikmah.
- Jensen, Michael. C & Meckling, William. H. (1976). *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No.4, 305-360.
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.

- Kieso, Donald. E., Weygandt, Jerry. J & Warfield, Terry D. (2011). *Intermediate Accounting. United States America: John Willey And Sons.*
- Luluk Muhimatul Ifada & Yunandriatna. (2017). Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014). *Jurnal Akuntansi Dan Auditing*, Volume 14 No. 1, 40-54.
- Lumapow, Lihard. S. (2018). *The Influence of Managerial Ownership and Firm Size on Debt Policy. International Journal Of Applied Business& International Management*, Vol.3 No. 1, 47-56.
- Meyer, John. P & Allen, Natalie. J. (1997). *Commitment In The Workplace: Theory, Research, And Application. United State of America: Saga Publication.*
- Munawir. (2014). Analisis Laporan Keuangan. Yogyakarta: Liberty.
- Niken Anindhita. (2017). Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Publik, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *JOM Fekon*, Vol. 1 No. 2, 1389-1403.
- Putri Khumairotul Ahyuni, Noviansyah Rizal, & Yusuf Wibisono. (2018). Pengaruh *Free Cash Flow, Return On Asset (ROA)* dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan *Property dan Real Estate* yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2016). *Progress Conference*, Vol. 1 No. 1, 681-691.
- Revi Maretta Sheisarvian, Nengah Sudjana & Muhammad Saifi. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, Vol. 22 No. 1, 1-9.
- Ryan Condro Saputro & Willy Sri Yuliandhari. (2015). Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang (Studi Pada Perusahaan Pertambangan Subsektor Batubara yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2013). *E-Journal of Management*, Vol.2 No.3, 35-49.
- Weka dan Wahidahwati, (2015). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, Vol. 4 No. 12, 35-44.
- Umi Mardiyati, Qothrunnada & Destria Kurnianti. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Sektor Aneka Industri yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2012 – 2016. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol 9 No. 1, 105-124.