

ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW*, KEBIJAKAN DIVIDEN, KEPEMILIKAN SAHAM MANAJERIAL, DAN KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

Nasrizal, Kamaliah dan Tika Rahmi Syafitri

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Riau
Kampus Bina Widya Km 12,5 Simpang Baru – Pekanbaru

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh free cash flow, kebijakan dividen, kepemilikan saham manajeria, dan kepemilikan saham institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan, begitu juga dalam penelitian ini menguji pengaruh variabel control yaitu asset structure, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang listing di BEI seperti yang tercantum dalam Indonesian Capital Market Directory (ICMD) periode 2006-2008. Data diperoleh melalui laporan tahunan (annual report) perusahaan sampel. Data yang diperoleh dianalisis dengan menggunakan program SPSS (statistical product servise solution) versi 16.

Hasil dari penelitian ini adalah hanya variabel kepemilikan saham institusional dan seluruh variabel kontrol yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh secara signifikan.

Kata kunci : *Free cash flow, kebijakan dividen, kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusional, kebijakan hutang dan control variable.*

PENDAHULUAN

Hutang sebagai salah satu alternatif pengurang biaya agensi sekaligus sumber pendanaan adalah dana yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara. Kebijakan hutang berkaitan dengan masalah pendanaan untuk operasi perusahaan, pengembangan dan penelitian serta peningkatan kinerja perusahaan. Teori *contracting* menyebutkan bahwa pendanaan perusahaan bertumbuh lebih banyak menggunakan sumber-sumber internal yaitu laba ditahan dari pada sumber eksternal yaitu hutang dan pengeluaran saham. Sedangkan menurut *signalling* teori menyatakan perusahaan yang bertumbuh memiliki hutang lebih tinggi dengan asumsi bahwa perusahaan memiliki kondisi yang lebih baik dalam menghadapi *financial distress* (Roos dalam Harwira; 2009).

Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang menggunakan sampel 295 perusahaan manufaktur di Indonesia dengan periode pengamatan tahun 1996-2000. Hasil analisis menunjukkan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah, ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan.

Ismiyanti dan Hanafi (2003) dalam penelitiannya menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Penelitian tersebut dilakukan pada perusahaan manufaktur periode 1998-2001 dengan jumlah sampel sebanyak 136 perusahaan. Hasil temuannya menunjukkan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Beberapa penelitian lainnya diantaranya adalah Moh'd *et al.* (1992) dan Jensen *et al.* (1992) dalam Wahidahwati (2002), (Emery dan Finnerty, 1997:568) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003), Miller dan Rock (1985) dalam Mahadwartha dan Hartono (2002), yang mana dari beberapa penelitian yang dilakukan tersebut menunjukkan hasil yang berbeda-beda.

Penelitian yang menguji pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan pendanaan dari hutang dalam struktur modal perusahaan juga telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Friend Hasbrouk (1988) dalam Harwira (2009), menemukan pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan *debt* rasio perusahaan. Jensen *et al.* (1992), Friend dan Lang (1988), Moh'd *et al.* (1998) dalam Wahidahwati (2001), Wahidahwati (2001), Tarjo dan Jogiyanto (2003), juga menemukan pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan *debt* rasio perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), dan Mehran (1992) dalam Wahidahwati (2001), Ismiyanti dan Hanafi (2003), menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *debt* rasio perusahaan.

Mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang, penelitian terdahulu menghasilkan temuan-temuan yang berbeda pula. Peneliti yang menemukan bukti bahwa pengaruh antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang adalah negatif dan signifikan antara lain Moh'd *et al.* (1998), Bathala *et al.* (1994) Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond (1999) dalam Wahidahwati (2001). Sedangkan peneliti yang berhasil menemukan bukti bahwa pengaruh antara kepemilikan institusional dan kebijakan hutang adalah positif dan signifikan adalah Ismiyanti dan Hanafi (2003).

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini ingin meneliti mengenai **“Analisis pengaruh Free Cash Flow, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Kepemilikan Saham Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.”**

Kebijakan hutang merupakan bagian dari pertimbangan jumlah hutang jangka pendek (permanen), hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa dan perusahaan akan berusaha mencapai suatu tingkat struktur modal yang optimal. Kebijakan hutang ini terkait dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa bila perusahaan membutuhkan dana maka prioritas utama adalah menggunakan dana internal yaitu laba ditahan, karena adanya asimetri informasi, maka pendanaan dari luar kurang diminati. Bila dibutuhkan pendanaan eksternal prioritasnya adalah hutang, setelah itu ekuitas yang dikonversi, dan penerbitan ekuitas baru (Arisanti, 2003) dalam (Tanjung, 2008). Teori ini tidak mengindikasikan target struktur modal. Kebutuhan struktur modal ditentukan oleh kebutuhan investasi. Disamping kebutuhan investasi, hal lain yang berkaitan adalah pembayaran dividen. Pembayaran dividen akan menyebabkan dana kas berkurang. Jika kas berkurang, maka perusahaan lebih menerbitkan sekuritas baru. *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki keuntungan tinggi justru mempunyai tingkat hutang rendah. Hal ini disebabkan perusahaan tidak membutuhkan pendanaan eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Ismiyati dan Hanafi, 2003:313-314).

Kebijakan hutang juga terkait pada *Signalling Theory*. Ross (1977) dalam Harwira (2009) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan manajer kepada pasar. Manajer yakin akan prospek perusahaan yang baik, sehingga dengan penggunaan hutang yang lebih banyak, perusahaan menjadi lebih *credible*. Investor diharapkan akan menangkap hal tersebut sebagai sinyal positif keadaan perusahaan (Ismiyati dan Hanafi, 2003:316). Dalam *debt policy*, rasio *debt to equity* optimal harus juga diperhatikan, dimana biaya

marjinal hutang harus sesuai dengan keuntungan marjinal.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang

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. Dengan adanya hutang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas. Hal ini sesuai dengan teori arus kas bebas struktur modal (Keown et al, 2000) dalam Damayanti (2006). Biaya keagenan adalah jumlah dari pengeluaran-pengeluaran monitoring oleh pemegang saham, pengeluaran-pengeluaran penggunaan hutang oleh manajer, residual loss.

Penelitian yang dilakukan oleh Gull dan Jaggi (1999) dalam Mahadwartha (2002) menyebutkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan memiliki arah hubungan yang positif dengan utang untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah. Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang menggunakan sampel sampel 295 perusahaan manufaktur di Indonesia dengan periode pengamatan tahun 1996-2000. Hasil analisis menunjukkan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah, ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan.

H1 : Free cash flow mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Dividen memiliki hubungan yang searah dengan kebijakan hutang. Penjelasan teori keagenan dalam hubungan dividen dengan hutang dijelaskan melalui *free cash flow theory (contracting model of dividend)* yang memprediksikan bahwa dividen mempengaruhi utang dengan hubungan yang positif. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang secara searah.

Easterbrook (1984) dalam Isyanti dan Hanafi (2003) juga berargumentasi pemegang saham akan melakukan pengawasan (*monitoring*) terhadap manajemen namun bila biaya monitoring tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* dan atau *bondholders*) untuk membantu melakukan monitoring. *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Biasanya *monitoring* yang dilakukan *debtholders* melalui mekanisme *debt covenant*.

Penelitian oleh Rozeff (1982) dalam Mahadwartha (2002) menggabungkan *agency* dan *transaction cost* dalam suatu model persamaan pembayaran dividen, dan menguji model tersebut pada perusahaan non regulasi. Penelitian tersebut menghasilkan suatu kesimpulan bahwa dengan pembayaran dividen yang tinggi, akan membuat perusahaan-perusahaan tersebut meningkatkan pendanaan eksternalnya.

Namun Ismiyanti dan Hanafi (2003), menyatakan hubungan negatif dan signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Penggunaan dividen dalam mengurangi *agency cost* bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable*

dan *low growth*. Dengan demikian perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (*debt financing*).

Berdasarkan keterangan diatas, maka peneliti membuat hipotesis sebagai berikut :

H2 : kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Friend dan Lang (1988) dalam Harwira (2009), menguji apakah struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan *managerial ownership*. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan.

Kim dan Sorenson (1986) dalam Wahidahwati (2001), menyatakan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Hubungan ini dipelajari dari *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan tertutup menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar pihak *insider* mempertahankan efektivitas control terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Berdasarkan hipotesis ini disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki *debt agency cost* rendah sehingga cenderung menggunakan hutang dalam jumlah besar.

Jensen *et al.* (1992) dalam Harwira (2009), menguji pengaruh *insider ownership* dan kebijakan dividen terhadap hutang. Hasil penelitian yaitu terdapat hubungan yang negatif antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan kepemilikan *insiders*, maka akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*. Hasil tersebut juga menemukan bahwa peningkatan kepemilikan *insiders* menyebabkan penurunan rasio pembayaran dividen.

Berdasarkan keterangan diatas, maka peneliti membuat hipotesis sebagai berikut :

H3 : kepemilikan saham manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini konsisten dengan Moh'd et al (1998) bahwa para investor institusional pada industri manufaktur yang terdaftar di BEJ sadar bahwa keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif oleh investor institusional menyebabkan penggunaan utang untuk pendanaan menurun sehingga mengurangi biaya agensi utang. Penelitian Faisal (2000) menunjukkan hasil yang sama bahwa kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan kebijakan utang perusahaan.

Namun Ismiyanti dan Hanafi (2003) menemukan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini bertentangan dengan ide bahwa kepemilikan institusional mensubstitusi kebijakan hutang sebagai bagian dalam fenomena *trade-off* antara konflik keagenan hutang dengan konflik keagenan ekuitas.

Berdasarkan keterangan di atas, maka peneliti membuat hipotesis sebagai berikut :

H4 : kepemilikan saham institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Variabel Kontrol dan Pengaruhnya terhadap Kebijakan Hutang

Variabel kontrol didefinisikan sebagai variabel yang faktornya dikontrol oleh peneliti untuk menetralkan pengaruhnya. Jika tidak dikontrol variabel tersebut akan mempengaruhi gejala yang sedang dikaji. Peneliti harus menghilangkan atau menetralkan pengaruh yang dapat mengganggu hubungan antara variabel bebas dan variabel tergantung.

Assets Structure

Perusahaan yang mempunyai jenis aktiva sesuai untuk jaminann kredit akan cenderung menggunakan hutang karena kemudahan yang dimiliki (Asuhanrembulan, 2008). Berdasarkan cara dan lamanya perputaran, kekayaan suatu perusahaan dapat dibedakan antara aktiva lancar dan aktiva tetap, perbandingan atau perimbangan antara kedua aktiva tersebut akan menentukan struktur kekayaan atau lebih dikenal dengan struktur aktiva (Asuhanrembulan, 2008). Struktur aktiva menurut Riyanto (1994) dalam Asuhanrembulan (2008) adalah perimbangan atau perbandingan baik dalam artian absolut maupun dalam artian relatif antara aktiva lancar dengan aktiva tetap. Aktiva lancar aktiva yang habis dalam satu kali berputar dalam proses produksi, dan proses perputarannya adalah dalam jangka waktu yang pendek (umumnya kurang dari satu tahun) dalam asuhanrembulan (2008). Dengan kata lain, dapat dikatakan bahwa aktiva lancar adalah aktiva yang dapat diuangkan dalam waktu yang pendek. aktiva tetap adalah aktiva yang tahan lama yang tidak atau secara berangsur-angsur habis turut serta dalam proses produksi, ditinjau dari lamanya perputaran, aktiva tetap adalah aktiva yang mengalami proses perputaran dalam jangka waktu yang panjang (lebih dari satu tahun) (Riyanto, 1994) dalam Asuhanrembulan (2008).

Return on Assets (ROA)

Analisis *Return On Asset* (ROA) atau *Return On Investment* (ROI) sudah merupakan teknik analisa yang lazim digunakan oleh perusahaan untuk mengukur efektivitas dari keseluruhan operasi perusahaan. ROA itu sendiri adalah salah satu bentuk dari ratio rentabilitas yang dimaksudkan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan.

(Harwira,2009) *Return On Asset* (ROA) atau *Return On Investment* (ROI) merupakan rasio yang mengukur tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh aset yang ada atau rasio yang menggambarkan efisiensi pada dana yang digunakan dalam perusahaan. Semakin tinggi ROA, berarti perusahaan semakin mampu mendayagunakan aset dengan baik untuk memperoleh keuntungan.

Firm Size

Tingkat pertumbuhan perusahaan juga merupakan faktor yang mempengaruhi struktur modal, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih lambat (Weston, 1994:174) dalam Asuhanrembulan (2008). Pertumbuhan, perusahaan berbanding lurus dengan ukuran perusahaan, sehingga semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar pula ukuran perusahaan, sehingga ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal karena perusahaan yang lebih besar akan mudah memperoleh pinjaman dibandingkan perusahaan kecil. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, total penjualan, dan rata-rata total aktiva (Feri dan Jones dalam Masidonda, Maski, dan Idrus, 1999) dalam Asuhanrembulan (2008). Ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang perlu diperhatikan dalam menentukan struktur modal. Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal dan dengan kemudahan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana atau permodalan (Wahidahwati 2000 dalam Nisa Fidyan, 2003) dalam Asuhanrembulan (2008).

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini terdiri dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) periode tahun 2006-2008. Sampel untuk perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selain perusahaan keuangan dan asuransi. Penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooling data* mulai tahun 2006-2008. Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive random sampling*. proses pemilihan sampel yang dilakukan berdasarkan *purposive sampling* menghasilkan 41 sampel perusahaan, dengan jumlah observasi (n) sebanyak 123 observasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *listing* selain perusahaan keuangan dan asuransi pada tahun 2006-2008. Dalam *Indonesian Capital Market Directory*, perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia terdiri dari 13 kelompok bidang usaha

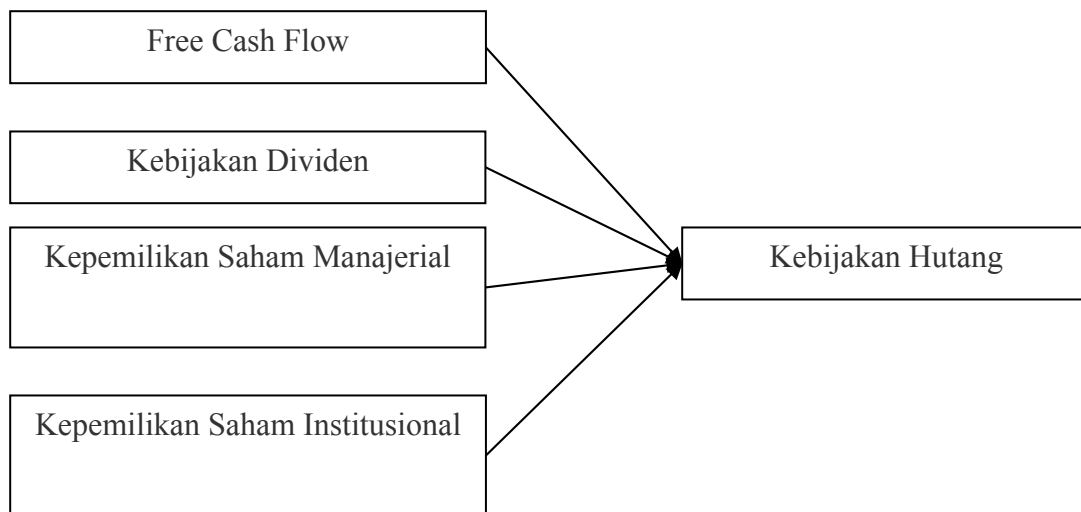
Identifikasi Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel terikat (*dependent variable*), variabel bebas (*independent variable*), dan variabel kontrol.

METODE PENELITIAN

Variabel Independen

Variabel Dependen



Variabel Terikat

Variabel terikat (Y) penelitian ini adalah kebijakan hutang (DEBT). Variabel *debt* diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Kebijakan hutang dalam penelitian ini dinilai berdasarkan *debt equity ratio* (DER).

Variabel Bebas

Variabel bebas penelitian ini terdiri dari:

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross et al, 2000) yang dikutip dari Tarjo dan Jogiyanto (2003).

Kebijakan Dividen

Menggunakan dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham akan berkurang (Easterbrook, 1984). *Dividend payout ratio* merupakan persentase dari laba yang dibayarkan secara tunai kepada pemegang saham (Wahidahwati, 2001). Variabel dividen diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*.

Kepemilikan Saham Manajerial

Diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh manajer dibagi dengan total jumlah keseluruhan saham. *Managerial ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Wahidahwati, 2001). Kepemilikan manajerial diberi notasi MOWN (X2).

Kepemilikan Saham Institusional

Menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atas nama perorangan diatas 5%, tetapi tidak termasuk kedalam golongan kepemilikan insider. Kepemilikan oleh *blockholder* dimasukkan kedalam kepemilikan institusi (Agrawal dan Knouber, 1996 dalam Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Variabel kepemilikan institusional diperoleh dalam ICMD pada bagian *shareholders*. Kepemilikan institusional diberi notasi INST (X3).

Variabel Kontrol

Asset Structure (FASSET)

Menunjukkan rasio aset tetap (*fixed asset*) dengan aset keseluruhan (Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Variabel ini diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. *Assets structure* diberi notasi FASSETS (X5)

Return on Asset

Menunjukkan ukuran tingkat pengembalian perusahaan (profitabilitas). Variabel ROA dinyatakan sebagai perbandingan EBIT terhadap total aset (Bathala *et al.*, 1994 dalam Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Variabel ROA diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. *Return on Asset* diberi notasi ROA (X6)

Firm Size

Merupakan indikator yang dapat menunjukkan kondisi dan karekteristik suatu perusahaan. Dimana terdapat beberapa parameter yang dapat digunakan dalam menentukan besar kecilnya suatu perusahaan, seperti jumlah karyawan, nilai perusahaan (omzet) dan jumlah aktiva yang dimiliki. Dimana dalam penelitian ini proksi yang digunakan adalah berdasarkan jumlah total aktiva perusahaan. Variabel ini diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. *Firm size* diberi notasi SIZE (X4).

Metode Analisis Data

Telah dijelaskan bahwa variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang sebagai variabel dependen yang mana kebijakan hutang diukur dengan menggunakan DER, akan dipengaruhi oleh variabel independen seperti *free cash flow*, kebijakan dividen, kepemilikan saham manajerial, dan kepemilikan saham institusional serta variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan, aset tetap, dan profitabilitas. Karena dalam penelitian ini terdapat lebih dari satu variabel independen, maka digunakan persamaan regresi berganda (*multiple regression*) yang diformulasikan sebagai berikut :

$$DER = \alpha + \beta_1(FCF) + \beta_2(DIV) + \beta_3(MOWN) + \beta_4(INST) + \beta_5(FASSETS) + \beta_6(ROA) + \beta_7(SIZE) + e$$

Keterangan :

DER = kebijakan hutang

α	= <i>Intercept</i>
FCF	= <i>free cash flow</i>
DIV	= kebijakan dividen
MOWN	= kepemilikan saham manajerial
INST	= kepemilikan saham institusional
SIZE	= <i>firm size</i>
FASSETS	= <i>asset structure</i>
ROA	= <i>return on asset</i>
e	= <i>error</i>

HASIL PENELITIAN

Nilai dispersi dapat dilihat dari deviasi standar. Jika nilai deviasi standar kecil hal ini berarti nilai-nilai data berkisar mendekati rata-rata, semakin besar nilai standar deviasi maka nilai data tersebut semakin jauh dari nilai rata-ratanya.

Free Cash Flow (FCF), menunjukkan bahwa rata-rata *free cash flow* adalah 1.3798E6 , dengan standar deviasi 1.08055E7 dengan nilai minimal dan maksimal data masing-masing -3.39E6 dan 8.52E7. Nilai FCF tertinggi dimiliki oleh PT Citra Tubindo Tbk dan nilai DER terendah dimiliki oleh PT Mayora Indah Tbk.

Kebijakan dividen (DPR), menunjukkan bahwa rata-rata dividen adalah 0,003080 dengan standar deviasi 0,0124508 dengan nilai minimal dan maksimal data masing-masing 0,0000 sebanyak 45 perusahaan dari 123 sampel selama tiga tahun dan 3,35. Hal ini menunjukkan bahwa DIV yang dibagikan rata-rata berkisar 0,003080 dari *net income* yang dihasilkan perusahaan. Standar deviasi 0,0124508 menunjukkan bahwa data terdistribusi disekitar rata-rata, angka ini menunjukkan bahwa data dividen berkumpul di sekitar rata-rata.

Kepemilikan manajerial (MOWN) memiliki rata-rata 1,5112 dengan standar deviasi 4,46932 dengan nilai minimal dan maksimal masing-masing 0,00 sebanyak 42 perusahaan dari 123 sampel dan 25,60. Hal ini berarti data MOWN rata-rata 0,0080 dari total keseluruhan saham. Ini berarti kepemilikan manajerial sampel perusahaan rata-rata sangat kecil. Standar deviasi MOWN menunjukkan bahwa data ini berkumpul dan sangat mendekati rata-rata.

Kepemilikan institusional (INST) memiliki rata-rata 72,3468 dengan standar deviasi 17,20634 dengan nilai minimal dan maksimal masing-masing 32,22 dan 99,46. Ini berarti rata-rata data INST 72,3468 dari total keseluruhan saham. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional cukup besar.

Asset structure (FASSETS) memiliki rata-rata 0,543280 dengan standar deviasi 1,0472224 dengan nilai minimal dan maksimal masing-masing 0,0000 dan 8,2406. Ini berarti rata-rata data FASSETS 0,543280 dari total aset perusahaan.

Profitabilitas yang diukur dengan *return on Asset* (ROA) memiliki rata-rata 0,360818 dengan standar deviasi 1,0976049 dengan nilai minimal dan maksimal masing-masing -0,1543 dan 11,1954. Ini berarti rata-rata data ROA 0,360818 dari total aset perusahaan. Angka standar deviasi menunjukkan bahwa data terdistribusi di sekitar rata-rata.

Ukuran perusahaan (SIZE) yang dilihat berdasarkan total aset perusahaan memiliki rata-rata 1,4574641

dengan standar deviasi 1,6905571 dengan nilai minimal dan maksimal masing-masing 10,4067 dan 18,2067. Ini berarti rata-rata data SIZE sebesar 14,0990. Angka standar deviasi SIZE menunjukkan bahwa data SIZE adalah data yang paling bervariasi.

Kebijakan hutang (DER), menunjukkan bahwa rata-rata DER adalah 1,3120 dengan standar deviasi 1,27836 dengan nilai minimal dan maksimal data masing-masing 0,05 dan 7,75. Nilai DER tertinggi dimiliki oleh PT Centrin Online Tbk dan nilai DER terendah dimiliki oleh PT Adhi Karya Tbk.

Nilai koefisien determinasi (R^2) menunjukkan besarnya persentase pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen. Namun koefisien determinasi memiliki kelemahan yaitu bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam setiap model. Oleh karena itu, banyak peneliti yang menganjurkan untuk menggunakan nilai *adjusted* R^2 untuk mengevaluasi keeratan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen jika variabel independen lebih dari dua (Ghozali, 2005).

Dapat dilihat bahwa nilai *adjusted* R^2 adalah 0,214. Hal ini berarti variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 21,4% sedangkan sisanya 78,6% dijelaskan oleh variabel lainnya.

1. Free Cash Flow

Hipotesis pertama merumuskan *free cash flow* (FCF) berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dari hasil pengolahan data diperoleh besarnya nilai t hitung adalah -0,518 dan nilai p -value yang diperoleh dari kolom sig. sebesar 0,606. Nilai α yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0,05. Sedangkan nilai t tabel ($n-k$; $\alpha = 123$; 0,05) adalah 1,980. Hal ini berarti nilai t hitung $< t$ tabel dan nilai p -value $> \alpha$ maka dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 diterima, artinya H_a ditolak. Dengan demikian *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa free cash flow belum mampu untuk mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost*.

2. Kebijakan Dividen

Hipotesis pertama merumuskan kebijakan dividen (DPR) berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dari hasil pengolahan data diperoleh besarnya nilai t hitung adalah 1,413 dan nilai p -value yang diperoleh dari kolom sig. sebesar 0,160. Nilai α yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0,05. Sedangkan nilai t tabel ($n-k$; $\alpha = 123$; 0,05) adalah 1,980. Hal ini berarti nilai t hitung $< t$ tabel dan nilai p -value $> \alpha$ maka dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 diterima, artinya H_a ditolak. Dengan demikian kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dividen belum mampu untuk mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost*.

Arah kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang adalah negatif. Pengaruh ini ternyata mengindikasikan bahwa dividen dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengurangi biaya agensi. Arah pengaruh ini konsisten dengan Wahidahwati (2001). Penelitian ini juga konsisten dengan teori

dan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003). Penggunaan dividen dalam mengurangi *agency cost* bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable* dan *low growth*. Dengan demikian perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (*debt financing*).

3. Kepemilikan Saham Manajerial

Hipotesis kedua merumuskan kepemilikan saham manajerial (MOWN) berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dari hasil pengolahan data diperoleh besarnya nilai *t* hitung adalah 1,628 dan nilai *p-value* yang diperoleh dari kolom sig. sebesar 0,106. Nilai *alpha* yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0,05. Sedangkan nilai *t* tabel (*n-k* ; *alpha* = 123 ; 0,05) adalah 1,980. Hal ini berarti nilai *t* hitung < *t* tabel dan nilai *p-value* > *alpha* maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *H0* diterima, artinya *H_a* ditolak. Dengan demikian kepemilikan saham manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Arah pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap kebijakan hutang positif. Hasil ini tidak konsisten dengan teori dan hasil penelitian Chen dan Stainer (1999), Jensen et al. (1992), Friend dan Lang (1988), Wahidawati (2001), dan Mohd et al (1994) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *managerial ownership* yang besar mempunyai andil yang besar dalam mengurangi risiko finansial (risiko utang). Namun hasil ini konsisten dengan penemuan Wahidawati (2002). Hasil ini mengindikasikan semakin meningkatnya hutang akan memperkecil penggunaan pajak yang akan dibayar perusahaan, sehingga penggunaan hutang akan menguntungkan perusahaan. Dengan menghemat membayar pajak maka akan menaikkan nilai perusahaan dan akan menaikkan harga saham, sehingga manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya.

4. Kepemilikan Saham Institusional

Hipotesis ketiga merumuskan kepemilikan saham manajerial (INSTOWN) berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dari hasil pengolahan data diperoleh besarnya nilai *t* hitung adalah -2,112 dan nilai *p-value* yang diperoleh dari kolom sig. sebesar 0,037. Nilai *alpha* yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0,05. Sedangkan nilai *t* tabel (*n-k* ; *alpha* = 123 ; 0,05) adalah 1,980. Hal ini berarti nilai *t* hitung > *t* tabel dan nilai *p-value* > *alpha* maka dapat ditarik kesimpulan bahwa *H0* ditolak, artinya *H_a* diterima. Dengan demikian kepemilikan saham institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Dari hasil penelitian ini, kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan dan memiliki arah pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Ini berarti bahwa semakin besar kepemilikan institusional maka hutang akan turun atau dengan kata lain kepemilikan institusional dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengatasi permasalahan agensi. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menyatakan bahwa arah pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang adalah positif. Namun hasil ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) dan Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond (1999) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003). Penemuan ini juga menunjukkan bahwa para *institutional ownership* khususnya pada industri non keuangan yang terdaftar di BEI sadar bahwa keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif, sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif oleh *institutional ownership* menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil oleh *institutional ownership*, dengan demikian mengurangi *agency cost of debt*.

Pengujian Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Kebijakan Hutang

1. Asset Structure (FASSET)

Variabel FASSETS memiliki nilai statistik sebesar 0,841. Nilai ini lebih kecil dari t tabel ($0,841 < 1,980$), dan nilai signifikansinya sebesar 0,402 lebih besar dari taraf signifikan pada $\alpha = 0,05$. Ini berarti bahwa variabel FASSETS tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DEBT.

Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa variabel FASSETS mempunyai koefisien regresi positif dengan DEBT yaitu $\beta_5 = 0,075$ yang berarti setiap kenaikan persentase FASSETS sebesar 1% maka DEBT akan naik sebesar dengan asumsi variabel bebas yang lainnya konstan.

FASSETS memiliki pengaruh secara signifikan dan memiliki arah positif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Putri dan Nasir (2006) yang mengindikasikan bahwa tingginya struktur aktiva yang dimiliki perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi stabil dan tidak memerlukan level hutang yang tinggi. Namun hasil ini konsisten dengan teori dan penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002), Ismiyanti dan Hanafi (2003) dan Wahidahwati (2001) yang menyatakan semakin banyak aktiva yang dapat dijaminkan maka hutang perusahaan cenderung meningkat. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang lebih besar. Struktur aset yang tinggi merupakan kolateral sehingga perusahaan dipercaya oleh pemberi hutang (*debtholders*).

2. Profitabilitas (ROA)

Variabel ROA memiliki nilai statistik sebesar 2,201. Nilai ini lebih kecil dari $-t$ tabel ($2,201 > 1,980$), dan tingkat signifikansinya sebesar 0,030 lebih kecil dari taraf signifikan pada $\alpha = 0,05$. Ini berarti bahwa variabel ROA berpengaruh secara signifikan terhadap DEBT.

Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa variabel ROA mempunyai koefisien regresi negatif dengan DEBT yaitu $\beta_6 =$ yang berarti setiap kenaikan persentase ROA sebesar 1% maka DEBT akan naik sebesar 0,152 dengan asumsi variabel bebas yang lainnya konstan.

ROA memiliki pengaruh secara signifikan dan memiliki arah positif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah, perusahaan tidak menggunakan hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan menambah penggunaan hutang. Penelitian ini tidak konsisten dengan teori dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003).

3. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Variabel SIZE memiliki nilai statistik sebesar 4,852. Nilai ini lebih besar dari t tabel ($4,852 > 1,980$), dan nilai signifikansinya sebesar 0,000 lebih kecil dari taraf signifikan pada $\alpha = 0,05$. Ini berarti bahwa variabel SIZE mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DEBT.

Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa variabel SIZE mempunyai koefisien regresi positif

dengan DEBT yaitu $\beta_7 = 3,663$ yang berarti setiap kenaikan persentase SIZE sebesar 1% maka DEBT akan meningkat sebesar 3,663 dengan asumsi variabel bebas yang lainnya konstan.

SIZE berpengaruh secara signifikan dan memiliki arah positif terhadap kebijakan hutang. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya karena perusahaan mereka berkembang semakin besar. Kenyataan ini mendukung konsep bahwa semakin besar sebuah perusahaan maka perusahaan tersebut dapat dengan mudah mengakses pasar modal, ini disebabkan karena perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003) dan Wahidahwati (2001), Mahadwartha dan Hartono (2002).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Variabel *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* belum mampu untuk mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost*. Arah *free cash flow* terhadap kebijakan hutang adalah negatif. Pengaruh ini ternyata mengindikasikan bahwa *free cash flow* dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengurangi biaya agensi.
2. Variabel kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan dan berhubungan positif terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dividen belum mampu untuk mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost*. Arah kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang adalah positif. Pengaruh ini ternyata mengindikasikan bahwa dividen dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengurangi biaya agensi.
3. Variabel kepemilikan saham manajerial tidak berpengaruh secara signifikan dan berhubungan positif terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajerial belum mampu untuk mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost*. Arah pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap kebijakan hutang positif. Hasil ini konsisten dengan penemuan Wahidahwati (2002) yang mengindikasikan semakin meningkatnya hutang akan memperkecil penggunaan pajak yang akan dibayar perusahaan, sehingga penggunaan hutang akan menguntungkan perusahaan. Dengan menghemat membayar pajak maka akan menaikkan nilai perusahaan dan akan menaikkan harga saham, sehingga manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya.
4. Variabel kepemilikan saham institusional berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini mendukung teori agensi bahwa kepemilikan saham institusional dapat mensubstitusi hutang dalam mengendalikan biaya keagenan.
5. Seluruh variabel kontrol dalam penelitian ini mempengaruhi kebijakan hutang secara signifikan. Yang mana terdiri dari *asset structure* (FASSETS), *profitabilitas* (ROA), dan ukuran perusahaan (SIZE). FASSETS tidak berpengaruh secara signifikan dan memiliki arah positif terhadap kebijakan hutang. ROA memiliki arah pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan SIZE berpengaruh secara signifikan dan memiliki arah positif terhadap kebijakan hutang.

Saran

Diharapkan penelitian berikutnya dapat menambah beberapa variabel kontrol lainnya sehingga dapat

menghilangkan dan mentralkan pengaruh hubungan yang dapat mengganggu hubungan antara variabel bebas dan varaibel terikat.

DAFTAR PUSTAKA

- Asuhanrembulan. (2008). Pengaruh Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Profibilitas, dan *Cost of Equity* terhadap Struktur Modal Perusahaan. Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia.
- Damayanti, Isrina. (2006). Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Indonesia. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
- Harwira, Wanda. (2009). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerian, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang : Sebuah Perspektif Teori Agensi. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Riau.
- Ismiyati, Fitri, & Hanafi, M.M. (2003). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen : Analisis Persamaan Simultan, Simposium Nasional Akuntansi VI Ikatan Akuntan Indonesia, 2003, Hal 260-276.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). *Theoty of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Finalcial Economic, 3, pp. 305-360.
- Mahadwartha P.A., Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen, Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia, 2002, Hal 635-647.
- Tanjung, Hendra. (2008). Hubungan *Invesment Opportunity Set* (IOS) terhadap Kebijakan Hutang,Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan Harga Saham Pendekatan *Common Factor Analisis*. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Riau.
- Tarjo dan Jogiyanto, Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, Simposium Nasional Akuntansi VI Ikatan Akuntan Indonesia, 2003, Hal 278-290.
- Wahidahwati (2001). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Utang Perusahaan : Sebuah Perspektif Teori Agensi, Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia, 2001, Hal 1084-1107.
- Wahidahwati (2002). Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Pesamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang 5-6 September, p.601-625.**