

PENGARUH KEPEMILIKAN, ARUS KAS, DIVIDEN DAN KINERJA TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

Shieta Saraswaty

shietasaras@gmail.com

Suwardi Bambang Hermanto

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to test the influence of managerial ownership, institutional ownership, free cash flow, dividend policy, and profitability, and sales growth to the debt policy of property and real estate companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2010-2014 periods. The research method has been done by using purposive sampling method and the samples are 215 financial statements of 45 property and real estate companies and the data has been obtained from the official website of Indonesia Stock Exchange (www.idx.co.id). The test has been done by using multiple linear regressions analysis and SPSS (Statistical Package for Social Sciences) 20 version and the independent variables that have been applied are managerial ownership, institutional ownership, free cash flow, dividend policy, profitability, and sales growth and its influence to the dependent variable i.e. debt policy. The result of multiple analyses shows that managerial ownership, institutional ownership, free cash flow and profitability have significant influence to the debt policy. Meanwhile, dividend policy, and sales growth do not have any influence to the debt policy, and the 0.21 or 21% R square the independent variable influence dependent variable.

Keywords: *ownership, cash flow, dividend, financial performance, debt policy.*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* periode 2010-2014 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Metoda penelitian yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan jumlah sampel sebanyak 215 laporan keuangan dari 45 perusahaan *property* dan *real estate* dengan data yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Pengujian menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan alat bantu SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*) versi 20, dengan variabel independen yang digunakan yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan dan pengaruhnya terhadap variabel dependen kebijakan hutang. Hasil penelitian dengan analisis berganda menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kebijakan dividen dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, dengan *R square* sebesar 0,21 atau 21% variabel independen mempengaruhi variabel dependen.

Kata kunci: kepemilikan, arus kas, dividen, kinerja, kebijakan hutang.

PENDAHULUAN

Kegiatan bisnis yang berkembang begitu pesat memaksa suatu perusahaan berada dalam berbagai kondisi yang penuh dengan persaingan. Kondisi tersebut memaksa perusahaan harus memiliki dan mempertahankan target yang sudah direncanakan, termasuk mengenai sumber pendanaan. Seorang akademisi yang melakukan penelitian terhadap struktur modal perusahaan di Amerika Serikat, Donaldson (1961) dalam Indahningrum dan Handayani (2009), menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata cenderung menggunakan hutang yang lebih rendah.

Penelitian ini berfokus pada *pecking order theory* dengan pertimbangan: Pertama, *pecking order theory* didasarkan pada urutan sumber pendanaan dari laba ditahan, hutang,

dan penerbitan saham. Penelitian ini difokuskan pada sumber pendanaan dengan hutang. Kedua, *pecking order theory* diharapkan agar manajer dapat meningkatkan disiplin kinerja perusahaan dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Sunder dan Myers, 1999 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009).

Menurut *Pecking order theory*, perusahaan mengutamakan pendanaan internal yang diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan hutang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian saham sebagai pilihan terakhir. Teori ini mampu menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil. Tingkat hutang yang kecil tersebut tidak dikarenakan mempunyai target tingkat hutang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Penggunaan tingkat hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham juga semakin besar karena adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan badan. Bunga hutang yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak, sehingga dapat menurunkan biaya efektif hutang tersebut. Selain itu, kreditor akan memperoleh pengembalian dalam jumlah tetap, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan sangat baik. Akan tetapi, semakin tinggi rasio hutang, maka akan meningkatkan risiko pada perusahaan, sehingga dapat menyebabkan peningkatan biaya dari hutang maupun ekuitasnya.

Besarnya kepemilikan saham dalam hubungannya dengan struktur modal bisa memengaruhi kinerja manajemen dalam mengambil keputusan terutama terkait kebijakan pendanaan perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Sedangkan kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya pada akhir tahun. Sisa perhitungan kas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan di akhir periode keuangan menjadi salah satu penilaian dalam menentukan kebijakan hutang, sehingga arus kas bebas (*free cash flow*) menjadi salah satu pemicu dalam mengambil keputusan pendanaan perusahaan. Selain itu, perusahaan yang melakukan pembayaran dividen secara rutin diasumsikan memiliki dana internal yang cukup, sehingga memengaruhi besar kecilnya hutang suatu perusahaan. Kemudian kinerja suatu perusahaan yang mencerminkan baik atau buruknya kondisi keuangan suatu perusahaan digambarkan dengan profitabilitas dan pertumbuhan penjualan.

Perusahaan *property* dan *real estate* merupakan salah satu sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perkembangan industri *property* dan *real estate* begitu pesat saat ini dan semakin besar di masa yang akan datang. Hal ini disebabkan oleh semakin meningkatnya jumlah penduduk sedangkan *supply* tanah bersifat tetap. Mengingat perusahaan yang bergerak pada sektor *property* dan *real estate* tersebut adalah perusahaan yang sangat peka terhadap pasang surut perekonomian, maka seiring perkembangannya sektor *property* dan *real estate* dianggap menjadi salah satu sektor yang mampu bertahan dari kondisi ekonomi secara makro di Indonesia. Berdasarkan data kinerja perusahaan *property* dan *real estate* tahun 2014, rata-rata rasio total hutang terhadap total aktiva (DAR) tidak lebih besar dari satu, yang berarti bahwa kemampuan total aset memenuhi hutang perusahaan tergolong baik. Perusahaan dikatakan solvabel, apabila total hutang perusahaan tidak lebih besar dari pada total asetnya.

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan, maka rumusan masalah yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah: apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free*

cash flow, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang. Dengan adanya faktor-faktor yang diteliti dalam penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris terkait dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *free cash flow*, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan pengaruhnya terhadap kebijakan hutang serta dapat dijadikan sebagai bahan kajian atau masukan bagi peneliti selanjutnya.

TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

Struktur Modal

Struktur modal menjelaskan apakah perubahan komposisi pendanaan akan memengaruhi nilai perusahaan apabila keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan. Dengan kata lain, seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak penghasilan maka Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Proses *arbitrage* akan memaksa nilai perusahaan yang menggunakan hutang sama dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Sebaliknya, apabila mulai dipertimbangkan adanya faktor pajak maka Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan selalu lebih menguntungkan apabila dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Hal ini disebabkan oleh sifat *tax deductibility of interest payment*. Sebagai akibatnya, apabila pasar modal sempurna dan ada pajak, maka struktur modal yang terbaik adalah struktur modal yang menggunakan hutang sebesar-besarnya. Struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan dalam menentukan bauran antara hutang dan ekuitas yang bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Setiap keputusan pendanaan mengharuskan manajer keuangan untuk dapat mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana yang akan dipilih.

Pecking Order Theory

Menurut teori ini struktur pendanaan suatu perusahaan mengikuti suatu hierarki dari sumber dana termurah, dimulai dari dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir. Jika struktur modal dapat memengaruhi biaya modal maka manajemen struktur modal merupakan hal penting dalam manajemen keuangan (Halomoan dan Djakman, 2004 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009). Bentuk paling sederhana *pecking order model* dalam pendanaan perusahaan menjelaskan bahwa ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup mendanai investasi *real* dan dividen, maka perusahaan akan menerbitkan hutang. Saham tidak akan pernah diterbitkan, kecuali jika biaya *financial distress* perusahaan tinggi dan perusahaan hanya dapat menerbitkan *junk debt*.

Menurut teori ini, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Jika ada kesempatan investasi, maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai kebutuhan investasi tersebut. Perusahaan akan mulai dengan dana internal dan sebagai pilihan terakhir adalah menerbitkan saham. Di samping kebutuhan investasi, hal lain yang berkaitan adalah pembayaran dividen. Pembayaran dividen akan menyebabkan dana kas berkurang. Jika kas berkurang, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas baru. Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan lebih menyukai kebijakan dividen yang stabil, yaitu besarnya dividen tidak berubah-ubah.

Pecking order theory bisa menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil. Tingkat hutang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat hutang yang kecil, melainkan karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Hutang

Menurut Amirya dan Atmini (2008) beberapa variabel yang diduga memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang adalah kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aktiva. Yeniatie dan Destriana (2010) serta Susanti dan Mayangsari (2014) menyatakan dalam penelitiannya bahwa faktor-faktor yang diduga memengaruhi kebijakan hutang adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis. Menurut Indahnigrum dan Handayani (2009), faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan hutang adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas. Sedangkan Damayanti dan Hartini (2013) dalam penelitiannya pada perusahaan sektor *consumer goods* di BEI menyebutkan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi oleh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan.

Kepemilikan Saham

Dalam hubungannya dengan struktur modal, bahwa pemegang saham bisa memengaruhi manajemen untuk mencapai nilai maksimum perusahaan melalui penerapan struktur modal yang optimal. Hal ini mengindikasikan bahwa besarnya kepemilikan saham memengaruhi kinerja manajemen dalam mengambil keputusan terutama terkait kebijakan pendanaan perusahaan. Kepemilikan Manajerial (*Insider Ownership*). *Insider Ownership* adalah pemegang saham yang terlibat langsung dalam pengendalian perusahaan yang mempunyai akses langsung terhadap informasi perusahaan dibandingkan dengan total pemegang saham. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*). Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi atau lembaga yang memiliki fungsi sebagai pengawas kinerja manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Arus Kas (Cash Flow)

Arus kas adalah arus masuk dan arus keluar kas atau setara kas. Dalam hal ini yang menjadi penilaian dalam memengaruhi kebijakan hutang adalah sisa perhitungan kas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan di akhir periode keuangan setelah membayar gaji, biaya produksi, tagihan, cicilan hutang berikut bunga, pajak, dan juga belanja modal (*capital expenditure*) untuk pengembangan usaha yang disebut arus kas bebas (*free cash flow*).

Dividen

Dividen merupakan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali/laba ditahan perusahaan (Rahman dan Triani, 2013). Rasio pembayaran dividen akan dijadikan sebagai acuan bagi para pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada sebuah perusahaan karena perusahaan yang melakukan pembayaran dividen secara rutin diasumsikan memiliki dana internal yang mencukupi dan hal tersebut akan menarik minat para investor (Joni dan Lina, 2010). Minat para pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada suatu perusahaan akan menyebabkan harga saham perusahaan tersebut meningkat. Jika harga saham perusahaan naik maka manajer akan memilih untuk menerbitkan saham baru untuk keputusan pendanaan maupun investasinya.

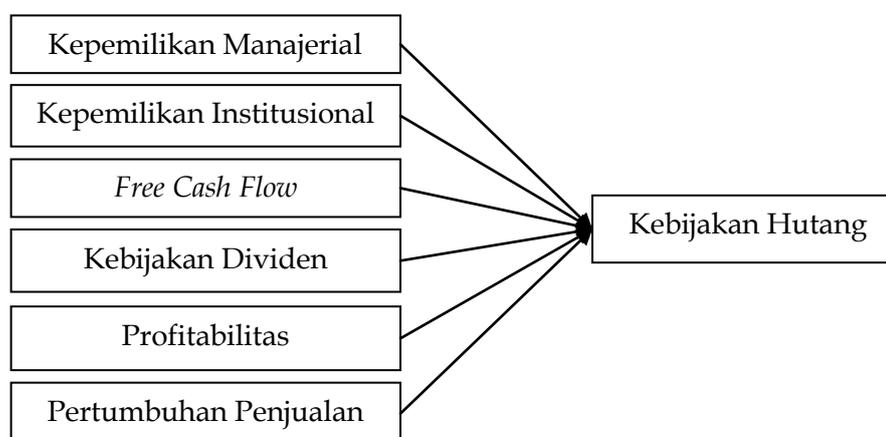
Kinerja

Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan keadaan secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu, merupakan hasil atau prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya-sumber daya yang dimiliki. Berdasarkan asumsi bahwa kinerja merupakan suatu istilah secara umum yang digunakan untuk sebagian atau seluruh tindakan atau aktivitas dari suatu organisasi pada suatu periode dengan referensi pada jumlah standar seperti biaya-biaya masa lalu maka ukuran kinerja dalam penelitian ini adalah profitabilitas dan pertumbuhan penjualan.

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya guna memperluas usahanya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik kembali dananya. Myers dan Majluf (1984) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order theory* dalam keputusan pendanaan. Teori pecking order merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yang diutamakan penggunaan laba ditahan untuk mendanai perusahaan, kemudian diikuti oleh hutang dan ekuitas.

Pertumbuhan penjualan (*growth sales*) adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu. Pertumbuhan penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Laju pertumbuhan perusahaan akan memengaruhi kemampuan perusahaan tersebut dalam mempertahankan keuntungan guna mendanai kesempatan-kesempatan pada masa yang akan datang.

Model Penelitian



Gambar 1
Model Penelitian

Dalam model penelitian tersebut variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan akan memberikan pengaruh terhadap variabel dependennya yaitu kebijakan hutang. Jika variabel-variabel independen tersebut mempunyai hubungan positif dengan variabel dependennya, maka semakin tinggi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan akan semakin tinggi pula kebijakan hutangnya. Demikian sebaliknya, jika variabel-variabel independen tersebut mempunyai hubungan negatif dengan variabel dependennya, maka semakin tinggi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan hutang, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan akan semakin rendah kebijakan hutangnya.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan pengawasan terhadap kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan, termasuk kebijakan dalam menggunakan hutang. Semakin besar persentase kepemilikan manajer suatu perusahaan maka manajer tersebut akan turut merasakan dampak dari pengambilan keputusan yang dibuatnya sebagai salah satu pemegang saham perusahaan. Hal ini dapat menyelaraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga dapat mengurangi konflik keagenan. Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan hutang (Masdupi, 2005). Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen lebih besar. Semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan. Hal ini disebabkan karena timbulnya suatu pengawasan oleh lembaga institusi lain, sehingga tidak terjadi kecenderungan manajer bersikap oportunistik dengan menggunakan hutang yang tinggi yang bukan untuk kepentingan pemilik melainkan untuk kepentingan pribadinya. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (Masdupi, 2005). Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

H₂: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk dapat melakukan pembayaran hutang semakin besar (Jensen, 1986 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009). Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan dividen. Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan pengaruh positif *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah:

H₃: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan akan semakin kecil. Hal tersebut mengakibatkan manajemen harus memikirkan cara untuk memperoleh sumber dana yang relevan dengan hutang. Dengan demikian akan mengurangi kekuasaan manajer. Hasil penelitian Murni dan Andriana (2007) dan Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah:

H₄: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas merefleksi laba dalam kaitannya dengan investasi perusahaan. Semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan maka akan semakin kecil kemungkinan perusahaan tersebut menggunakan hutang. Karena berkaitan dengan *pecking order theory*, di mana perusahaan lebih mengutamakan modal sendiri untuk mendanai investasi

perusahaan. Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Yenie dan Destriana (2010), Susanti dan Mayangsari (2014) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hipotesis kelima dalam penelitian ini adalah:

H₅: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi. Sesuai dengan teori *pecking order*, perusahaan akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu kemudian hutang dan saham sebagai pilihan terakhir. Penelitian yang dilakukan oleh Amirya dan Atmini (2008) diperkirakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hipotesis keenam dalam penelitian ini adalah:

H₆: Pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Beberapa kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014; (2) Perusahaan *property* dan *real estate* yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap pada periode penelitian; (3) Perusahaan *property* dan *real estate* yang menyampaikan laporan keuangannya dalam mata uang rupiah.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data sekunder dalam penelitian ini berasal dari Pusat Referensi Pasar Modal (Bursa Efek Indonesia) dan *Website Indonesia Stock Exchange* (www.idx.co.id).

Variabel Independen (X)

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah sejumlah saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Dalam penelitian ini, kepemilikan saham dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Kepemilikan manajerial dirumuskan dengan sebagai berikut (Masdupi, 2005):

$$KMJ = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajemen}}{\text{Jumlah total saham}}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional yaitu kepemilikan saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun. Dalam penelitian ini kepemilikan institusional diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional dirumuskan dengan sebagai berikut (Masdupi, 2005):

$$KIT = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar akhir tahun}}$$

Free Cash Flow

Free Cash Flow atau arus kas bebas dapat didefinisikan sebagai pendapatan kas yang bersumber dari pendapatan operasional usaha setelah dikurangi pajak, pembelian barang modal, pengeluaran modal kerja dan pengeluaran-pengeluaran kas lainnya untuk

operasional usaha tetapi belum dikurangi pembayaran dividen dan bunga kas atas pinjaman yang diterima. *Free cash flow* (FCF) dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Indahningrum dan Handayani, 2009)

$$\text{FCF} = \frac{\text{AKOit} - \text{PMDit} - \text{NWCit}}{\text{Ekuitas}}$$

Dalam hal ini:

FCF : *Free cash flow*

AKOit : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

PMDit : Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

NWCit : Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) yang bisa dilihat dari tahun yang dianalisis. *Dividend payout ratio* merupakan rasio yang digunakan perusahaan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham dengan perbandingan antara dividen per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham, berdasarkan Rahman dan Triani (2013):

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

Dalam hal ini:

DPR : *Dividend payout ratio*

Dividend per share : Dividen per lembar saham

Earning per share : Laba per lembar saham

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari modal yang diinvestasikan. Profitabilitas dalam penelitian ini dihitung dengan rasio *return on equity*. Profitabilitas dirumuskan dengan (Amirya dan Atmini, 2008):

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Ekuitas}}$$

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan (*growth of sales*) adalah kenaikan atau penurunan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu. Pertumbuhan penjualan dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan persentase kenaikan dan penurunan penjualan dari satu periode ke periode berikutnya. Pertumbuhan penjualan diformulasikan dengan (Amirya dan Atmini, 2008):

$$\text{Pertumbuhan Penjualan} = \frac{\text{Penjualan } t - \text{Penjualan}(t-1)}{\text{Penjualan } (t-1)}$$

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel bebas atau independen. Besarnya variabel independen diharapkan akan turut memengaruhi variabel dependen. Pada penelitian ini variabel independen yang digunakan adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang dihitung dengan menggunakan perbandingan antara total hutang dan total aset, yang diformulasikan dengan sebagai berikut (Amirya dan Atmini, 2008):

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total aset}}$$

Dalam hal ini:

DAR : *Debt to asset ratio*

Teknik Analisis Data

Pada penelitian ini, analisis data yang dilakukan adalah analisis kuantitatif yang dinyatakan dengan angka-angka dan perhitungannya menggunakan metode standar yang dibantu dengan program *Statistical Package Sciences* (SPSS). Metode analisis data yang digunakan adalah uji asumsi klasik, analisis regresi berganda, dan uji hipotesis untuk menganalisis 6 (enam) variabel independen terhadap variabel dependen.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah variabel pengganggu atau residual dalam model regresi memiliki distribusi normal atau tidak. Jika variabel residual tersebut memiliki distribusi tidak normal maka hasil uji akan bias. Penelitian ini menggunakan teknik analisis *kolmogorov smirnov test* untuk mendeteksi apakah data penelitian berdistribusi normal atau tidak.

Uji Multikolinearitas

Ghozali (2006) menyatakan uji ini bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Pada model regresi yang baik seharusnya antar variabel independen tidak terjadi korelasi. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas dalam model regresi dapat dilihat dari nilai *tolerance* atau *variance inflation factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi. Nilai yang umum dipakai adalah: (a) nilai *tolerance* < 0,10 dan nilai VIF > 10 maka disimpulkan bahwa ada multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi; (b) nilai *tolerance* > 0,10 dan nilai VIF < 10 maka disimpulkan bahwa tidak ada multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi.

Uji Heteroskedastisitas

Ghozali (2006) menyatakan uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Ada atau tidaknya heteroskedastisitas, dapat dideteksi dengan menggunakan metode grafik plot antara nilai prediksi variabel dependen (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Kemudian deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi dan sumbu X adalah residual (Y prediksi - Y sesungguhnya) yang telah diolah.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi masalah autokorelasi maka nilai probabilitas di atas nilai signifikansi yaitu alpha sama dengan 0,05. Pada penelitian ini, uji autokorelasi menggunakan *Run test*. Sebagai bagian dari *statistic non parametric* maka *Run test* dapat pula digunakan untuk menguji apakah antar variabel residual terdapat korelasi yang tinggi. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi, maka dikatakan bahwa residual acak atau random. *Run test* digunakan untuk melihat apakah data residual terjadi secara random atau tidak (sistematis), (Ghozali, 2006: 103)

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui signifikan atau tidaknya pengaruh variabel independen kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap variabel dependen kebijakan hutang. Persamaan fungsinya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DAR} = \alpha + \beta_1 \text{KMJ} + \beta_2 \text{KIT} + \beta_3 \text{FCF} + \beta_4 \text{DPR} + \beta_5 \text{PRO} + \beta_6 \text{PPJ} + e$$

Keterangan:

- α = Konstanta
- β = Koefisien regresi dari masing-masing variabel independen
- e = Standar eror
- DAR = *Debt to asset ratio*
- KMJ = *Insider ownership* (Kepemilikan manajerial)
- KIT = *Institutional ownership* (Kepemilikan institusional)
- FCF = *Free cash flow* (Arus kas bebas)
- DPR = *Dividend payout ratio*
- PRO = Profitabilitas
- PPJ = Pertumbuhan penjualan

Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis (Uji t)

Uji t ini digunakan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan secara parsial terhadap kebijakan hutang. Adapun kriteria pengujian secara parsial dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ yaitu sebagai berikut: (a) jika nilai signifikansi uji t $> 0,05$ maka kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan hutang; (b) jika nilai signifikansi uji t $\leq 0,05$ maka kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan hutang.

Goodness of Fit (Uji F)

Uji F ini digunakan untuk menguji apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan hutang. Adapun kriteria pengujian secara simultan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ yaitu sebagai berikut: (a) jika nilai signifikansi uji F $> 0,05$ maka kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan ditolak yang berarti model penelitian tidak layak untuk diuji; (b) jika nilai signifikansi uji F $\leq 0,05$ maka kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan diterima yang berarti model penelitian layak untuk diuji.

Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi digunakan untuk melihat seberapa besar variabel-variabel independen secara bersama mampu memberikan penjelasan mengenai variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah nol dan satu. Nilai R² yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel-variabel dependen.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini objek yang digunakan adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2014.

Tabel 1
Pemilihan Sampel

Kriteria	2010	2011	2012	2013	2014	Jumlah Sampel LK
Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI	498	498	498	498	498	
Jumlah perusahaan non <i>property</i> dan <i>real estate</i>	(453)	(453)	(453)	(453)	(453)	
Jumlah perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> pada periode 2010-2014	45	45	45	45	45	
Jumlah perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang datanya tidak memenuhi kriteria	(6)	(4)	(0)	(0)	(0)	
Jumlah perusahaan yang digunakan sebagai sampel	39	41	45	45	45	215

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Dalam penelitian ini objek yang digunakan adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2014. Berdasarkan pemilihan sampel yang ditunjukkan oleh Tabel 1, penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 215 laporan keuangan periode tahun 2010 sampai dengan 2014. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* dalam proses seleksi pemilihan sampel, maka jumlah sampel yang digunakan berbeda di setiap tahunnya, yaitu 39 perusahaan pada tahun 2010, 41 perusahaan pada tahun 2011, dan 45 perusahaan pada tahun 2012-2014.

Statistik Deskriptif

Berdasarkan perhitungan, dapat disajikan pada tabel 2 mengenai deskriptif statistik variabel atas variabel-variabel yang digunakan.

Tabel 2
Hasil Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DAR	215	,02	,74	,37	,16
KMJ	215	,00	,56	,02	,07
KIT	215	,05	1,00	,63	,23
FCF	215	-7,68	1,41	-,32	,77
DPR	215	,00	13,27	,28	1,37
PRO	215	-,27	,52	,10	,10
PPJ	215	-,87	29,42	,39	2,30
Valid N (listwise)	215				

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 2 hasil statistik deskriptif dapat dilihat hasil pengolahan data menghasilkan nilai minimum, rata-rata dan standar deviasi atas variabel-variabel yang digunakan. Kebijakan hutang yang diproksikan dengan *debt to asset ratio* (DAR) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,37 dengan nilai maksimum sebesar 0,74. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan mendanai asetnya dengan hutang adalah sebesar 74%. Sedangkan nilai minimumnya adalah sebesar 0,02 yang berarti perusahaan memiliki kemampuan sebesar 2% untuk mendanai asetnya dengan hutang. Standar deviasi variabel kepemilikan hutang adalah sebesar 0,16.

Variabel kepemilikan manajerial (KMJ) yang diukur dengan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dibagi jumlah saham beredar memiliki nilai rata-rata 0,02.

Nilai tertinggi sebesar 0,56 menandakan bahwa lebih dari 50% saham yang beredar dimiliki oleh manajer perusahaan. Sedangkan nilai terendah dimiliki oleh perusahaan-perusahaan yang sahamnya sama sekali tidak dimiliki oleh manajer perusahaan. Sekitar 59% laporan keuangan perusahaan *property* dan *real estate* yang tidak memiliki kepemilikan manajerial sehingga nilai terendah variabel kepemilikan manajerial sebesar 0,00. Standar deviasi yang dimiliki variabel kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,07.

Variabel kepemilikan institusional (KIT) yang diproyeksikan dengan jumlah saham yang dimiliki oleh lembaga/institusi dibagi dengan jumlah saham yang beredar memiliki nilai rata-rata 0,63. Nilai tertinggi sebesar 1,00. Hal tersebut mengartikan bahwa hampir seluruh saham yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Sedangkan nilai terendah sebesar 0,05 mengartikan bahwa perusahaan tersebut mempercayakan sebagian besar sahamnya dimiliki oleh masyarakat atau publik, sehingga saham yang dimiliki oleh institusi sangat kecil. Standar deviasi variabel kepemilikan institusional adalah sebesar 0,23.

Variabel *free cash flow* (FCF) yang dihitung dengan cara aliran kas operasi dikurangi pengeluaran modal dikurangi modal kerja bersih dibagi dengan ekuitas memiliki nilai rata-rata -0,32. Untuk nilai tertinggi sebesar 1,41. Pengeluaran modal yang menghasilkan jumlah negatif menyebabkan nilai aliran kas dikurangi pengeluaran modal menjadi semakin meningkat, sehingga tidak menghasilkan nilai FCF yang negatif. Sedangkan nilai terendah sebesar -7,68 dengan aliran kas operasi yang menunjukkan nilai negatif semakin memperkuat rendahnya hasil *free cash flow* perusahaan tersebut. Aliran kas operasi yang negatif disebabkan karena jumlah pembayaran kas kepada pemasok, karyawan dan lain-lain lebih besar dari pada jumlah penerimaan kas dari pelanggan, sehingga menghasilkan kas bersih yang digunakan untuk operasi bernilai negatif. *Free cash flow* yang bernilai negatif dikarenakan kas perusahaan tersebut digunakan untuk investasi pada aset-aset operasional yang dibutuhkan untuk mendukung pertumbuhannya. Hal ini dapat dilihat dari laba bersih yang bernilai positif, namun *free cash flow* bernilai negatif. Artinya *free cash flow* dengan nilai negatif tidak berarti selalu buruk jika dilihat berdasarkan alasannya yaitu salah satunya adalah kebutuhan untuk menunjang pertumbuhan finansial perusahaan dengan melakukan investasi. Standar deviasi untuk variabel *free cash flow* adalah 0,77.

Variabel kebijakan dividen yang diproyeksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) memiliki nilai rata-rata 0,28. Hal ini berarti rata-rata perusahaan *property* dan *real estate* membagikan dividen sebesar 28% dan sisanya untuk menahan laba sebesar 72%. Nilai tertinggi *dividen payout ratio* sebesar 13,27 menunjukkan bahwa perusahaan membagikan dividen jauh lebih besar dari pada *earning price ratio* yang dimiliki. Tingginya pembagian dividen disebabkan karena perusahaan terkadang tidak membagikan dividen setiap tahun secara rutin, sehingga menyebabkan tingginya dividen yang dibagikan pada suatu waktu tertentu. Sedangkan nilai minimum sebesar 0,00 dimiliki oleh beberapa perusahaan yang tidak membagikan dividen secara rutin tiap tahunnya. Sekitar 65% laporan keuangan perusahaan *property* dan *real estate* pada periode penelitian yang tidak membagikan dividen secara rutin kemungkinan karena kebutuhan akan pembiayaan operasional perusahaan yang harus lebih didahulukan dari pada kepentingan kesejahteraan pemegang saham di setiap tahunnya. Standar deviasi untuk variabel kebijakan dividen adalah 1,37.

Variabel profitabilitas (PRO) yang diukur dengan rasio *return on equity* (ROE) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,10 dengan nilai tertinggi sebesar 0,52 diartikan bahwa perusahaan dapat menghasilkan laba sebesar 52% dari total ekuitas atau modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Hal tersebut disebabkan oleh total ekuitas yang lebih rendah dibandingkan dengan total hutang dalam mendanai perusahaan. Sedangkan nilai terendah sebesar -0,27 yang berarti perusahaan tersebut mengalami kerugian dengan kata lain beban perusahaan lebih besar dari pada pendapatannya. Standar deviasi variabel profitabilitas adalah 0,10.

Variabel pertumbuhan penjualan (PPJ) diukur dengan menggunakan prosentase kenaikan dan penurunan penjualan dari satu periode ke periode berikutnya memiliki nilai

rata-rata 0,39 dengan nilai tertinggi 29,42 yang berarti kenaikan pendapatan dari pada periode tersebut adalah sebesar 29,42. Besarnya kenaikan pendapatan dikarenakan perusahaan tersebut memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham (IPO) pada tahun 2012. Sedangkan nilai terendah sebesar -0,87 yang berarti penjualan periode 2013 menurun sebesar 87%. Standar deviasi variabel pertumbuhan penjualan adalah sebesar 2,30.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Berdasarkan hasil olah SPSS 20, uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov diperoleh sebagai berikut:

Tabel 3
One Sample Kolmogorov-Smirnov

		Unstandardized Residual
N		215
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,00
	Std. Deviation	,98
Most Extreme Differences	Absolute	,07
	Positive	,05
	Negative	-,07
Kolmogorov-Smirnov Z		,99
Asymp. Sig. (2-tailed)		,29

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Uji normalitas dilihat dari tabel Kolmogorov-Smirnov dengan nilai Z sebesar 0,99 dengan Asymp. Sig. (2-tailed) > α . Dari tabel tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa data memiliki distribusi normal karena nilai Kolmogorov-Smirnov memiliki tingkat signifikansi $0,29 > 0,05$.

Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas dilihat dari hasil olah data yang ditunjukkan dengan nilai VIF dan *Tolerance*.

Tabel 4
Hasil Uji Multikolinearitas
Coefficients^a

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
KMJ	,91	1,10
KIT	,92	1,09
FCF	,97	1,03
DPR	,98	1,02
PRO	,93	1,07
PPJ	,99	1,01

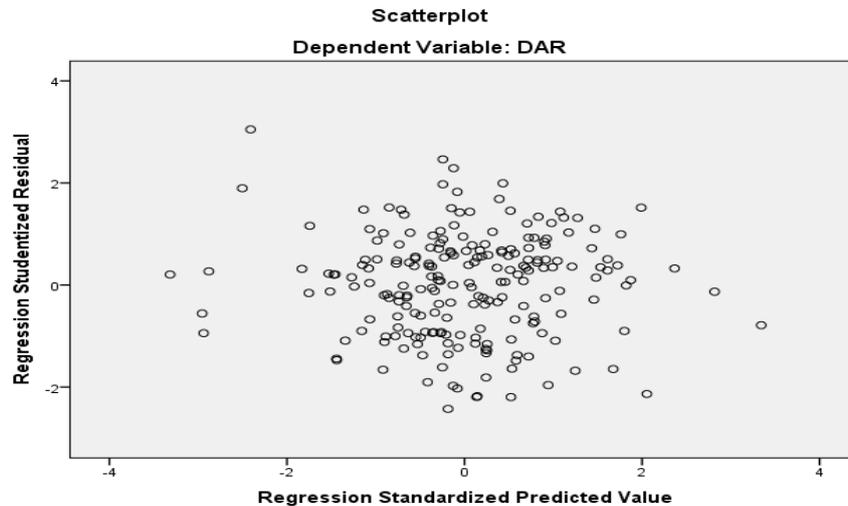
a. Dependent Variable: DAR

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Nilai *tolerance* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10, demikian pula dengan nilai VIF semuanya kurang dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terdapat gangguan multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas adalah dengan melihat *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED.



Gambar 2
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Hasil dari grafik *scatterplot* terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk suatu pola tertentu yang jelas, serta tersebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gangguan heteroskedastisitas pada model regresi. Hal ini menunjukkan bahwa hasil estimasi regresi linier berganda layak digunakan untuk interpretasi dan analisa lebih lanjut.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu, jika tidak terjadi masalah autokorelasi maka nilai probabilitas di atas nilai signifikansi yaitu alpha sama dengan 0,05. Pada penelitian ini, uji autokorelasi menggunakan *Run Test* yang ditunjukkan pada tabel 5 di bawah ini:

Tabel 5
Uji Autokorelasi
Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	,01
Cases < Test Value	107
Cases >= Test Value	108
Total Cases	215
Number of Runs	101
Z	-1,03
Asymp. Sig. (2-tailed)	,31

a. Median

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Hasil perhitungan autokorelasi dengan menggunakan *Run Test* menunjukkan nilai Z sebesar -1,03 dengan nilai probabilitas 0,31 di atas nilai alpha 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual dalam model regresi.

Analisis Regresi Berganda

Berdasarkan analisis regresi linier berganda pada program spss *version 20 for windows* menunjukkan hasil yang diperoleh sesuai dengan tabel 6 sebagai berikut:

Tabel 6
Koefisien Regresi
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	
(Constant)	,42	,03	,00
KMJ	-,47	,15	,00
KIT	-,13	,05	,01
FCF	,04	,01	,00
DPR	,01	,01	,46
PRO	,55	,10	,00
PPJ	-,01	,01	,43

a. Dependen Variabel: DAR

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 6 menjelaskan bahwa model regresi yang dapat di bentuk adalah sebagai berikut:

$$\text{DAR} = 0,42 - 0,47 \text{ KMJ} - 0,13 \text{ KIT} + 0,04 \text{ FCF} + 0,01 \text{ DPR} + 0,55 \text{ PRO} - 0,01 \text{ PPJ} + e$$

Pengujian Hipotesis

Pengujian Secara Parsial (Uji t)

Dengan tingkat signifikansi < 0,05 maka dapat disimpulkan variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Hasil pengujian statistik t dilihat pada tabel 7 berikut ini:

Tabel 7
Hasil Uji t
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error			
			Beta		
(Constant)	,42	,03		13,09	,00
KMJ	-,47	,15	-,21	-3,18	,00
KIT	-,13	,05	-,18	-2,84	,01
FCF	,04	,01	,20	3,14	,00
DPR	,01	,01	,05	,75	,46
PRO	,55	,10	,35	5,46	,00
PPJ	-,01	,01	-,05	-,79	,43

Dependen Variabel: DAR

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 7, hasil perhitungan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa t hitung sebesar -3,18 dengan nilai signifikansi sebesar 0,00 lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Jadi, hipotesis pertama diterima.

Hasil perhitungan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang menunjukkan t hitung sebesar -2,84 dengan nilai signifikansi sebesar 0,01 dan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Jadi, hipotesis kedua diterima.

Hasil perhitungan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa t hitung sebesar 3,14 dengan nilai signifikan sebesar 0,00 dan nilai signifikan lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Jadi, hipotesis ketiga diterima.

Hasil perhitungan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa t hitung sebesar 0,75 dengan nilai signifikan sebesar 0,46 dan nilai signifikan lebih besar dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Jadi, hipotesis keempat ditolak.

Hasil perhitungan profitabilitas terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa t hitung sebesar 5,46 dengan nilai signifikan sebesar 0,00 dan nilai signifikan lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Akan tetapi, hipotesis kelima ditolak. Hal tersebut dikarenakan t hitung bernilai positif sedangkan hipotesis kelima menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Hasil perhitungan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa t hitung sebesar -0,79 dengan nilai signifikan sebesar 0,43 dan nilai signifikan lebih besar dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Jadi, hipotesis keenam ditolak.

Goodness of Fit (Uji F) - Statistik

Dengan tingkat signifikansi $< 0,05$ maka dapat disimpulkan variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Hasil pengujian statistik F dilihat pada Tabel 8 berikut ini:

Tabel 8
Hasil Uji F
ANOVA^a

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1,19	6	,20	9,37	,00 ^b
Residual	4,41	21	,02		
Total	5,60	21			

a. Dependent Variable: DAR

b. Predictors: (Constant), PPJ, KMJ, DPR, FCF, PRO, KIT

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Dari Tabel 8 didapat tingkat signifikan nilai uji F hitung sebesar 9,37. Dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil perhitungan sig 0,00 $< 0,05$ (*level of signifikan*), yang menunjukkan bahwa pengaruh variabel bebas yang terdiri atas kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate*. Selain itu, dapat disimpulkan bahwa model regresi layak untuk diuji.

Uji Koefisien Determinasi (R square)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dalam model regresi dapat menjelaskan variasi data variabel dependen. Adapun model regresi dapat dilihat dalam tabel 9 berikut ini:

Tabel 9
Koefisien Determinasi
Model Summary^b

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
,46 ^a	,21	,19	,15	2,07

a. Predictors: (Constant), PPJ, KMJ, DPR, FCF, PRO, KIT

b. Dependent Variable: DAR

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 9 Koefisien Determinasi, dapat diketahui nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,19 atau 19% yang menunjukkan kontribusi dari variabel bebas yang terdiri atas

kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang. Sedangkan sisanya ($100\% - 19\% = 81\%$) dikontribusikan oleh faktor lainnya.

PEMBAHASAN

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial (KMJ) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang atau diterima dalam pengujian hipotesis. Kondisi ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat saham yang dimiliki oleh manajerial justru semakin rendah tingkat hutang yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Tingginya saham yang dimiliki manajemen digunakan sebagai salah satu cara untuk mengatasi berbagai masalah yang ada di perusahaan. Meningkatnya kepemilikan manajerial menyebabkan manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya, sehingga nantinya akan berdampak baik bagi perusahaan dalam memenuhi keinginan pemegang saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan yang dilakukan oleh Yuliana (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode penelitian 2009-2011, hasil penelitiannya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan liabilitas. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak searah dengan yang dilakukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010) dan Susanti dan Mayangsari (2014) yang melakukan penelitian pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional (KIT) berpengaruh negatif dan signifikan atau diterima dalam pengujian hipotesis. Kondisi ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional dalam perusahaan menyebabkan semakin rendah tingkat hutang yang dimiliki perusahaan. Semakin besar saham yang dimiliki oleh institusi maka semakin besar pula kendali institusi terhadap keputusan-keputusan yang dibuat oleh perusahaan atau dengan kata lain perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen lebih besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) oleh Yeniatie dan Destriana (2010) dan Susanti dan Mayangsari (2014). Semakin tinggi kepemilikan institusional (KIT) maka keberadaan investor institusional untuk memonitor perilaku manajemen akan semakin efektif. Adanya monitoring yang efektif oleh investor institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring *agency cost* sudah diambil alih oleh investor institusional.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow (FCF) berpengaruh positif signifikan atau diterima dalam hipotesis penelitian. Kondisi ini menunjukkan semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. *Free cash flow* yang tinggi berdasarkan keinginan pemegang saham adalah dibagikan dalam bentuk dividen. Hal ini bersebrangan dengan manajer yang menginginkan *free cash flow* digunakan untuk investasi kembali demi meningkatkan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Untuk menengahi dari konflik ini, maka perusahaan akan melakukan pinjaman pada pihak eksternal. Biaya agensi yang besar ini memicu perusahaan untuk melakukan peminjaman dana dari luar demi menengahi konflik yang terjadi di dalam perusahaan. Pada hasil penelitian ini sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2007) yang melakukan penelitian pada seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2005-2007. Penelitian Indahningrum dan Handayani (2007) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Tanda positif menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi FCF, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen (DPR) tidak berpengaruh signifikan atau ditolak dalam hipotesis penelitian. Nilai besar kecilnya dari tingkat kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai dari kebijakan hutang. Hal tersebut tidak mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal. Penggunaan dividen dalam urutan pendanaan 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*). Akan tetapi, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010) yang melakukan penelitian pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2005 sampai dengan 2007. Penelitian yang sejenis dilakukan oleh Susanti dan Mayangsari (2014) dengan periode penelitian yang berbeda yaitu dari tahun 2009 sampai dengan 2011 dan menghasilkan hasil penelitian yang sama yaitu kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas (PRO) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, namun ditolak dalam pengujian hipotesis. Besar kecilnya profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* memengaruhi besar kecilnya kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate*. Pada penelitian ini hasil regresi pada pengujian statistik (tabel 3) bertanda positif dan signifikan. Artinya semakin besar profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan, akan meningkatkan jumlah hutang pada perusahaan tersebut. Hal ini bertentangan dengan *pecking order theory*. Akan tetapi, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Astuti (2014) bahwa hasil uji regresi tidak dapat diterima karena nilai profit bernilai positif. Kondisi tersebut kemungkinan disebabkan oleh semakin tinggi profitabilitas yang dimiliki perusahaan, manajemen semakin yakin dengan kemampuannya untuk mencapai kinerja yang optimal sehingga mampu membayar hutang jangka panjangnya. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Suastawan (2014) yang melakukan penelitian pada perusahaan *real estate* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan jumlah sampel 11 perusahaan yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *real estate* di Bursa Efek Indonesia. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat probabilitas yang besar akan berdampak pada munculnya utang serta menitikberatkan pada penggunaan dana yang berasal dari dalam perusahaan (dana internal) yang berguna sebagai biaya investasi sehingga perusahaan mampu terhindar dari risiko pailit (kebangkrutan).

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Hutang

Pertumbuhan penjualan (PPJ) tidak berpengaruh signifikan dan ditolak dalam pengujian hipotesis. Besar kecilnya pertumbuhan penjualan yang diukur dengan prosentase kenaikan atau penurunan penjualan dari suatu periode ke periode berikutnya tidak memengaruhi besar kecilnya tingkat kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate*. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Amirya dan Atmini (2008) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menurut *Indonesian Capital Market Directory 2005* periode penelitian 2003-2004, di mana pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Pertumbuhan penjualan cenderung bersifat lebih pendek dari pertumbuhan total aktiva, sedangkan keputusan pendanaan lebih bersifat jangka panjang. Selain itu, hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Damayanti dan Hartini (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan *consumer goods* periode penelitian 2008-2012. Penyebab tidak berpengaruhnya pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang diindikasikan karena pertumbuhan penjualan pada perusahaan *consumer goods* dari tahun 2008-2012 nilainya berfluktuasi sehingga pihak

manajemen perusahaan *consumer goods* mengartikan hal tersebut sebagai sebuah sinyal yang kurang baik bagi perusahaan. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang saat ini dilakukan oleh peneliti di mana kondisi pertumbuhan penjualan yang dialami perusahaan *property* dan *real estate* periode penelitian 2010-2014 nilainya juga berfluktuasi.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Hasil penelitian atas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. *Free cash flow* dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kebijakan dividen dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Saran

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya terbatas pada satu jenis perusahaan saja (homogen) yaitu perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2014, untuk memperoleh generalisasi dapat dilakukan dengan memperbanyak jumlah sampel dan periode penelitian dan tidak hanya terbatas pada satu sektor perusahaan serta dapat mengidentifikasi variabel lain yang dimungkinkan berpengaruh terhadap kebijakan hutang seperti ukuran perusahaan (*firm size*) dan tingkat pajak (*tax rate*).

DAFTAR PUSTAKA

- Amirya, M. dan S. Atmini. 2008. Determinan Tingkat Hutang serta Hubungan Tingkat Hutang terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif Pecking Order Theory. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 5(2): 227-244.
- Artini, L. G. S. dan N. A. Diantini. 2014. Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 18(3):396-408.
- Astuti, E. 2014. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Pajak* 15(02): 149-158.
- Damayanti, D. dan T. Hartini. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Sektor *Consumer Goods* di BEI Periode 2008-2012. *Skripsi*. Program S1 Manajemen STIE MDP.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Cetakan IV. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Indahningrum, R. P. dan R. Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 11(3): 189-207.
- Joni dan Lina. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 12(2): 81-96.
- Masdupi, E. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 7(1): 15-24.
- Murni, S. dan Andriana. 2007. Pengaruh *Insider Ownership*, *Institutional Investor*, *Dividend Payments* dan *Firm Growth* terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis* 7(1): 15-24.
- Rahman, S. W. A. dan N. N. A. Triani. 2013. Pengaruh Arus Kas Bebas, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang

- Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2013. *Jurnal Ilmu Manajemen* 1(6): 1650-1660.
- Suastawan, I. P. 2014. Pengaruh Arus Kas Bebas dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Real Estate. *E-Journal Akuntansi Universitas Udayana* 9(3): 684-694.
- Susanti, A. dan S. Mayangsari. 2014. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Journal Magister Akuntansi Trisakti* 1(1): 29-50.
- Yeniatie dan N. Destriana. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 12(1): 1-16.