

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

Heny Chamdiyah
henychamdiyah15@gmail.com
Anang Subardjo

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to analyze and examine free cash flow, managerial and institutional ownership, and profitability on the debt policy. The population was manufacturing companies which go public and were listed on Indonesia Stock Exchange. Moreover, the research was quantitative and used purposive sampling. In line with, there were 22 companies as sample, with year of observation 2012-2017. Furthermore, the data were secondary, in the form of financial statement. In addition, the data analysis technique used multiple linear regression with SPSS 22. The research result concluded free cash flow has a positive effect on debt policy, indicating that companies with large free cash flow will increase the level of debt, managerial ownership has a positive effect on debt policy, indicating that the presence of managerial ownership will align the interests of management and owners, and institutional ownership has a positive effect on debt policy, indicating that the presence of institutional ownership is expected to reduce debt. While profitability has a negative effect on debt policy, indicating that at a low profitability level the company will use debt and vice versa at a high level of profitability the company will reduce the use of debt.

Keywords: Free Cash Flow, Managerial Ownership, Institutional Ownership, Profitability, Debt Policy.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menguji *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan menggunakan *purposive sampling*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 22 perusahaan, periode pengamatan yang dilakukan pada tahun 2012-2017. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan menggunakan data laporan keuangan. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dengan menggunakan alat bantu aplikasi SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*) versi 22. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang besar akan meningkatkan level hutangnya, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, menunjukkan dengan adanya kepemilikan manajerial akan menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemilik, dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, menunjukkan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional diharapkan dapat mengurangi hutang. Sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, menunjukkan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan akan menggunakan hutang dan sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang.

Kata Kunci: *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Kebijakan Hutang.

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memerlukan dana yang besar untuk tumbuh dan berkembang ditengah persaingan yang ketat dalam pasar ekonomi global. Sumber dana tersebut dapat berasal dari sumber yang berbeda yaitu dari dalam perusahaan (*internal*) atau dari luar perusahaan (*eksternal*). Sumber dana dari dalam perusahaan berasal dari laba ditahan, sedangkan sumber dana dari luar perusahaan berasal dari para kreditor dalam bentuk hutang, dan dari pemilik yang disebut dengan modal. Jika perusahaan terlalu banyak

menggunakan dana internal perusahaan akan menimbulkan penurunan pada tingkat kesempatan pertumbuhan perusahaan yang diakibatkan pada tingkat produktivitas menurun karena seharusnya laba ditahan digunakan untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan. Perusahaan yang tidak memiliki dana internal yang memadai, maka alternatifnya adalah dana eksternal. Apabila dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan menggunakan hutang. Hutang merupakan semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi (Munawir, 2004). Kewajiban tersebut harus dibayarkan kembali pada waktu tertentu dan disertai dengan sejumlah bunga yang telah ditetapkan oleh pihak kreditur. Kebijakan hutang merupakan salah satu cara perusahaan memanfaatkan fasilitas pendanaan dari *eksternal*.

Kebijakan hutang dilakukan untuk menambah dana perusahaan yang digunakan untuk menjalankan kegiatan operasi perusahaan. Besar kecilnya hutang yang akan digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh manajemen perusahaan melalui kebijakan hutang. Manajemen dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan menggunakan kebijakan hutang yang dapat diukur dengan menggunakan *debt to aset ratio*. Faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dapat diputuskan dengan mempertimbangkan beberapa hal, yaitu dengan melihat besar kecilnya aliran kas bebas (*free cash flow*), struktur kepemilikan saham oleh pihak manajerial dan pihak institusional dan juga profitabilitas. Kebijakan hutang dapat mengurangi konflik keagenan yang disebabkan karena terdapat *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan. *Free cash flow* merupakan kas suatu perusahaan yang dapat dibagikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross *et al.*, 2000). *Free cash flow* biasanya menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan manajer. Hal tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan.

Free cash flow dapat digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Karena suatu perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai surplus dana internal yang tinggi pula. Sehingga surplus ini dapat meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjang dan jangka pendeknya. Apabila perusahaan suatu perusahaan menambah hutang maka akan meningkatkan tingkat risiko yang memungkinkan suatu perusahaan tersebut tidak mampu bayar bunga. Oleh karena itu, perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) dan Setiana dan Sibagariang (2013) menyatakan bahwa hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang yaitu berpengaruh positif, karena semakin tinggi *free cash flow* maka kebijakan hutang akan semakin tinggi yang digunakan perusahaan untuk mendanai kegiatannya.

Kepemilikan manajerial merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh para pemegang saham. Manajer perusahaan sekaligus pemegang saham perusahaan akan dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Pemegang saham memberikan kepercayaan atau tanggungjawab kepada manajer untuk mengelola dan menjalankan perusahaannya. Keberadaan manajer dalam perusahaan sangat penting untuk pengambilan keputusan terhadap perusahaan yang akan dikelola. Manajer dalam mengambil keputusan harus teliti secara sifat dan sumber dana yang dipilih. Manajer akan merasakan manfaat langsung dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian jika keputusan yang diambil salah. Kepemilikan manajerial membuat manajer berusaha sebaik mungkin dalam menjalankan dan mengelola perusahaan. Keputusan yang telah diambil harus dapat diterima oleh semua pihak dan tidak menguntungkan salah satu pihak. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Murtiningtyas

(2012) mengenai kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang tidak berpengaruh negatif, karena kepemilikan saham oleh manajer masih rendah sehingga tidak dapat mengambil keputusan mengenai penggunaan hutang. Jika kepemilikan saham manajerial tinggi, maka manajer akan lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang karena manajer ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang diambilnya sehingga manajer cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Pengawasan yang efektif juga dibutuhkan untuk manajer dalam mengelola keuangan perusahaan. Kepemilikan institusional adalah presentase kepemilikan saham oleh pihak institusional dalam suatu perusahaan. Pihak institusional dalam suatu akan mengawasi kinerja manajer, sehingga akan mengurangi perilaku manajer dalam mengelola hutang. Manajer akan merasa lebih diawasi dalam pengambilan keputusan pendanaan, sehingga menggunakan tingkat hutang yang rendah. Pihak institusional sebagai pemegang saham tentu tidak ingin perusahaan mengalami kebangkrutan. Semakin besar presentase kepemilikan saham oleh instiusional akan menyebabkan monitoring akan semakin efektif. Kepemilikan institusional penting dalam mengawasi manajemen, karena dengan adanya kepemilikan institusional mendorong tingkat pengawasan perusahaan lebih optimal. Hubungan antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang yang dilakukan oleh Larasati (2011) dan Mahsunah (2013) berpengaruh positif, karena semakin besar kepemilikan institusional dalam perusahaan maka semakin besar kebijakan hutang perusahaan tersebut.

Beberapa faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan salah satunya adalah profitabilitas. Profitabilitas merupakan tolak ukur perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Menurut Brigham dan Houston (2009:40) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian yang tinggi atas suatu investasi maka cenderung akan hutang yang relatif rendah. Pada tingkat pengembalian tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pandanaan dari pihak internal dan mengurangi penggunaan hutang. Profitabilitas perusahaan akan mempengaruhi investasi yang dilakukan oleh investor karena dijadikan sebagai dasar dalam memberikan pinjaman modal. Penelitian yang dilakukan oleh Syadeli (2013) bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini berarti tingkat profitabilitas perusahaan tinggi sehingga kebijakan hutang yang digunakan rendah, karena perusahaan menggunakan dana dari internal yang diperoleh dari laba ditahan.

Berdasarkan latar belakang masalah dalam penelitian di atas, maka peneliti dapat merumuskan: (1) Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang?, (2) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang?, (3) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang?, (4) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang? Sedangkan tujuan penelitian ini adalah: (1) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang, (2) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, (3) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, (4) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang

TINJAUAN TEORITIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Agency Theory pertama kali diungkapkan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa teori keagenan merupakan teori ketidaksamaan kepentingan antara principal dan agen. *Agency theory* didalamnya terdapat hubungan agensi yang muncul ketika satu orang (prinsipal) memperkerjakan orang lain (agen) untuk memberikan jasa dan melimpahkan wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Dalam teori keagenan yang

disebut prinsipal adalah pemegang saham dan agen. Hubungan keagenan yang terjadi yaitu hubungan antara pemegang saham dan manajer, dan hubungan antara manajer dan kreditur. Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer menimbulkan konflik. Konflik antara pemegang saham dan manajer dapat terjadi ketika terdapat *free cash flow*. Ketika perusahaan tidak lagi mempunyai kesempatan investasi, maka pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Terdapat beberapa alternatif dalam mengurangi *agency cost* menurut Wahidahwati (2001) (dalam Naini, 2014), yaitu: (1) Meningkatkan penggunaan hutang dalam pendanaan, karena dapat menurunkan *excess cash flow* maka *free cash flow* yang tersedia untuk manajer untuk melakukan tindakan-tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas; (2) Meningkatkan *dividen payout ratio* sehingga akan mengurangi *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari sumber pendanaan dari luar; (3) Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*insider ownership*). Dengan kepemilikan manajerial, manajemen akan merasakan langsung dampak dari setiap keputusannya termasuk dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan; (4) Peningkatan kepemilikan institusional (*institutional investor*) sebagai pihak yang memonitor agen. Dengan kepemilikan institusional maka distribusi saham akan lebih menyebar yang nantinya akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen sehingga dapat mengurangi biaya keagenan.

The Pecking Order Theory

Pecking order theory merupakan salah satu dari sekian teori yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Teori pecking order ditemukan oleh Donaldson pada tahun 1984 yang kemudian disempurnakan oleh Myers dan Majluf. Dalam teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan cenderung mencari sumber pendanaan yang minim risiko. Salah satu kecenderungan perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan yaitu berdasarkan pada *pecking order theory*. *Pecking order* merupakan struktur pendanaan yang berasal dari laba ditahan yang diikuti dengan hutang dan ekuitas. Dalam teori ini menjelaskan apabila suatu perusahaan membutuhkan pendanaan yang berasal dari dana *internal* perusahaan dalam bentuk laba ditahan, karena pendanaan yang berasal dari *internal* dapat mengurangi pendanaan dari *eksternal* perusahaan yaitu hutang. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan membiayai kegiatan operasional perusahaan dengan menggunakan dana internal terlebih dahulu seperti dengan menerbitkan saham daripada menggunakan dana eksternal. Sehingga apabila manajer menggunakan dana eksternal maka dapat menyebabkan pihak manajerial akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang *opportunistic* karena pihak manajerial akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang diambilnya. Dalam teori ini dapat dijelaskan bahwa hubungan profitabilitas dengan kebijakan hutang memiliki arti bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas maka suatu perusahaan akan mengurangi hutang yang digunakan karena dengan laba ditahan yang tinggi sudah cukup untuk mendanai sebagai dari kebutuhan pendanaan perusahaan. Sebaliknya apabila tingkat profitabilitas rendah perusahaan akan menggunakan hutang untuk mendanai operasional perusahaan. *Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang menguntungkan cenderung akan menggunakan dana eksternal yang kecil. Sebaliknya perusahaan yang kurang menguntungkan umumnya mempunyai hutang yang besar karena sumber dana dari internal perusahaan tidak cukup untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sehingga perusahaan lebih menyukai sumber dana yang berasal dari eksternal perusahaan.

Free Cash Flow

Aliran kas bebas atau *free cash flow* (FCF) adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* (aset tetap) dan *working capital* (modal kerja) yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya (Sartono, 2017:101). Jadi apabila *free cash flow* setelah digunakan untuk modal kerja dan aset tetap berarti perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Variabel *free cash flow* memiliki koefisien yang positif, mengindikasikan bahwa apabila nilai *free cash flow* mengalami penambahan maka kemungkinan kebijakan hutang pun akan mengalami penambahan nilai (Setiana dan Sibagariang, 2013). Apabila semakin besar *free cash flow* yang tersedia pada suatu perusahaan, maka semakin sehat suatu perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan perusahaan, pembayaran hutang, dan dividen. Manajer cenderung dengan tujuan untuk memuaskan kepentingan pribadinya. Perusahaan dengan *free cash flow* besar mempunyai level hutang tinggi dengan cara menurunkan *agency cost of free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber *discretionary*, khususnya aliran kas yang dibawah kendali manajemen. Ketika *free cash flow* tersedia maka manajer akan disinylir menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang relatif rendah.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan presentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (Setiana dan Sibagariang, 2013). Menurut Bodie *et al.* (2006) kepemilikan manajerial merupakan pemisahan kepemilikan antara pihak *outsider* (pemegang saham) dan *insider* (manajer). Sehingga dalam suatu perusahaan yang terlibat dalam kepemilikan saham tersebut lebih banyak, maka akan mengakibatkan kurangnya partisipasi kelompok besar individu tersebut aktif dalam manajemen perusahaan. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, perusahaan memerlukan adanya kepemilikan manajerial. Dengan peningkatan kepemilikan saham manajerial dapat menurunkan *agency cost* karena dapat membantu perusahaan untuk mensejajarkan konflik dari perbedaan kepentingan tersebut dan manajer akan lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan meminimalisir risiko yang akan timbul. Kepemilikan saham yang dimiliki manajemen dapat memberikan motivasi bagi pihak manajemen. Meningkatkan kepemilikan manajerial dapat digunakan sebagai salah satu cara perusahaan dalam mengatasi masalah yang ada. Dalam teori ini kepemilikan manajerial menjelaskan bahwa apabila semakin tinggi kepemilikan saham manajerial maka hutang yang digunakan akan semakin rendah. Kaitannya kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang yang juga mempunyai peran penting, antara lain digunakan untuk pengendalian dalam kebijakan keuangan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan sangat penting dan dibutuhkan perusahaan dalam menjalankan suatu kegiatan yang ada didalam perusahaan. Dari beberapa penelitian yang ada kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian tersebut telah didukung oleh penelitian Murtiningtyas (2012) dan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009).

Kepemilikan Instiusional

Menurut Naini (2014) kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Dengan kata lain kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi seperti perusahaan asuransi atau perusahaan lain yang diukur dengan persentase pada akhir tahun. Kepemilikan

institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan mempunyai pengaruh positif dan diterima dalam pengujian hipotesis (Mahsunah, 2013). Keberadaan investor institusional mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam pengambilan keputusan oleh manajer. Monitoring tersebut akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, dan pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi yang cukup besar dalam pasar modal. Kepemilikan Institusional bertindak sebagai pengontrol pemborosan yang dilakukan manajemen. Semakin besar kepemilikan saham institusional maka akan semakin besar pula dorongan dari institusional untuk mengawasi manajemen dalam mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga meningkatnya kinerja perusahaan. Dengan meningkatnya kinerja perusahaan maka dapat memberikan keuntungan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh laba yang berhubungan dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2017:122). Profitabilitas selain digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dapat juga digunakan untuk mengevaluasi atas efektivitas pengelolaan kinerja perusahaan. Apabila tingkat profitabilitas tinggi, maka kinerja perusahaan berjalan dengan baik dan maksimal. Kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba akan dapat menarik investor untuk menanamkan dananya, sebaliknya apabila tingkat profitabilitas yang rendah maka akan dapat menyebabkan investor menarik dananya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan perusahaan dalam membiayai investasi dan menunjukkan kemampuannya dalam memberikan keuntungan bagi investor atas modal yang telah investasikan. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Mahsunah (2013) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Artinya, apabila semakin tinggi tingkat profitabilitas yang dimiliki perusahaan maka kemampuan manajemen dalam mencapai kinerja semakin optimal sehingga mampu membayar hutang jangka panjangnya.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang diambil oleh manajemen untuk memperoleh dana dari pihak eksternal yang digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Selain itu kebijakan hutang perusahaan berfungsi sebagai mekanisme *monitoring* terhadap tindakan yang diambil manajer dalam pengelolaan perusahaan. Penggunaan besar kecilnya hutang perusahaan tergantung dari kebijakan antara pemegang saham dan manajer. Penentuan kebijakan hutang berkaitan erat dengan struktur modal. Struktur modal adalah keseimbangan antara penggunaan hutang dengan modal sendiri. Sumber pendanaan perusahaan berasal dari modal internal dan modal eksternal. Modal yang berasal dari internal perusahaan berupa laba ditahan, sedangkan modal eksternal perusahaan berasal dari dana kreditur dan pemilik. Modal yang berasal dari kreditur merupakan dalam bentuk hutang perusahaan. Perusahaan dinilai berisiko apabila perusahaan tersebut mempunyai proporsi hutang yang besar dalam struktur modal, sebaliknya apabila perusahaan menggunakan proporsi hutang yang kecil atau tidak menggunakan hutang sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan dana dari eksternal yang berguna untuk meningkatkan operasional perusahaan. Karena kebijakan hutang juga merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan pendanaan dari eksternal dan hutang menjadi salah satu alternatif sumber pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang yang akan diambil oleh suatu perusahaan juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang. Kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dapat memberikan kepercayaan kreditur untuk meminjamkan dana

kepada perusahaan. Apabila perusahaan menggunakan hutang maka perusahaan akan mempunyai tanggung jawab untuk mengelola hutang. Hutang dapat dijadikan sebagai alat *monitoring* perusahaan agar dapat bekerja lebih efisien. Dengan adanya hutang manajemen tidak akan bertindak sesuai kepentingan pribadinya dalam mengelola perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Brigham dan Daves (2004) mengungkapkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan. Sehingga kas perusahaan yang lebih harus dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen. Dari beberapa penelitian sebelumnya menyatakan bahwa *free cash flow* memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Pernyataan tersebut telah dibuktikan oleh penelitian Mahsunah (2013) yang membuktikan jika *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Dan juga didukung oleh penelitian Naini (2014) yang menyimpulkan jika *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, hal ini berarti perusahaan dengan hutang yang tinggi dapat meminimumkan biaya keagenan karena semakin besar *free cash flow* maka semakin besar pula kebijakan hutang perusahaan tersebut. Dengan *free cash flow* yang tinggi memaksa manajemen untuk membagikan saham kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembayaran dividen yang tinggi memaksa manajemen untuk mencari tambahan dana dari pihak luar perusahaan untuk dapat mendanai kegiatan operasional perusahaan. Berdasarkan asumsi yang ada di atas maka rumusan hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₁: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial mempunyai peran penting dalam perusahaan karena dengan adanya kepemilikan manajerial tersebut dapat memudahkan perusahaan dalam pengambilan keputusan. Kepemilikan manajerial juga berperan penting dengan kebijakan hutang, karena kepemilikan manajerial dapat mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar dapat sesuai dengan keinginan pemegang saham. Manajemen memiliki hak dalam menentukan besar kecilnya kebijakan hutang perusahaan melalui kepemilikan manajerial. Dalam beberapa penelitian sebelumnya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Bukti pernyataan ini dalam penelitian Murtiningtyas (2012) bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan dalam penelitian Setiana dan Sibagariang (2013) menyimpulkan bahwa hubungan korelasi negatif antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, dengan kata lain setiap kenaikan persentase kepemilikan manajerial maka akan menurunkan hutang perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi seperti perusahaan asuransi atau perusahaan lain yang diukur dengan persentase pada akhir tahun. Dengan menggunakan kepemilikan institusional dalam perusahaan akan memudahkan perusahaan untuk mengontrol manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal. Karena semakin besar persentase saham yang dimiliki pihak konstitusional akan dapat menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif dan efisien.

Pemegang saham bertindak untuk membatasi manajemen dalam menggunakan hutang. Dari beberapa penelitian sebelumnya antara lain penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan penelitian Mahsunah (2013) memberikan kesimpulan jika kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan, yang berarti bahwa semakin besar prosentase kepemilikan institusional dalam perusahaan maka akan semakin besar pula kebijakan hutang perusahaan tersebut. Berdasarkan asumsi yang telah diuraikan maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut: H₃: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan suatu kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba untuk perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai perusahaannya. Profitabilitas selain digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, profitabilitas juga digunakan untuk mengetahui efektivitas perusahaan dalam mengelola sumber dana yang dimilikinya. Pada tingkat profitabilitas rendah, perusahaan akan menggunakan hutang untuk membiayai operasional perusahaan. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang, karena perusahaan akan mengalokasikan sebagian labanya pada laba ditahan sehingga perusahaan menggunakan sumber internal dan menggunakan hutang rendah. Dalam beberapa penelitian sebelumnya antara lain penelitian yang dilakukan oleh Mahsunah (2013) menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan dalam penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sehingga berdasarkan asumsi yang telah diuraikan maka dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut: H₄: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif, yaitu data yang berbentuk berupa angka-angka dan dapat dinyatakan dengan satuan hitung. Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2012-2017. Digunakan perusahaan yang bergerak dalam manufaktur karena terdiri dari beberapa perusahaan dengan jumlah yang banyak dan *go public* daripada perusahaan lain yang terdaftar, sehingga data yang digunakan dalam penelitian ini terhindar dari kekurangan data yang digunakan.

Teknik Pengambilan Sampel

Sampel yaitu sebagian dari subyek yang berada dalam populasi yang akan diteliti yang mampu mewakili populasinya. Dalam penelitian ini menggunakan teknik pengambilan sampel *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode penelitian yaitu dari tahun 2012-2017, (2) Perusahaan yang mempublikasikan kondisi keuangan yang berakhir tanggal 31 Desember selama periode 2012-2017, (3) Perusahaan yang dapat menampilkan laporan keuangan dalam bentuk mata uang rupiah, (4) Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial secara berturut-turut selama periode 2012-2017.

Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini yaitu berupa laporan keuangan perusahaan sektor manufaktur yang

terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2012-2017. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh melalui media perantara, yaitu *website Indonesian Stock Exchange* dan Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia STIESIA. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini, berupa dokumentasi laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah diaudit pada tahun 2012-2017.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham setelah perusahaan melakukan investasi yang dapat berguna untuk kelangsungan operasional perusahaan. *Free cash flow* dapat dihitung dengan menggunakan rumus (Ross *et al.*, 2000) yaitu:

$$FCF = AKO - PM - NWC$$

Keterangan:

FCF : *Free cash flow*

AKO : Aliran kas operasi

PM : Pengeluaran modal perusahaan

NWC : Modal kerja bersih

Kepemilikan manajerial merupakan jumlah lembar saham yang dimiliki pihak manajemen guna pengambilan keputusan dalam perusahaan. Variabel ini diberi simbol MOWN, dan dapat dihitung dengan rumus:

$$MOWN = \frac{\text{Jumlah Saham yang Dimiliki oleh Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan institusional merupakan jumlah kepemilikan saham pihak institusional (lembaga) yang diukur dalam prosentase saham kepemilikan saham oleh pihak institusional dalam perusahaan (Indahningrum dan Handayani, 2009). Variabel ini diberi simbol INST. Kepemilikan institusional dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$INST = \frac{\text{Jumlah Saham yang Dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Saham Beredar Akhir Tahun}}$$

Profitabilitas yaitu suatu usaha yang dilakukan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dalam periode tertentu. Profitabilitas diukur dengan menggunakan rumus:

$$PROF = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Assets}}$$

Kebijakan hutang merupakan kebijakan manajemen perusahaan dalam memperoleh pendanaan perusahaan dari pihak eksternal perusahaan yang digunakan untuk mendanai perusahaan untuk kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang dirumuskan dengan:

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

Teknik Analisis Data

Analisis Statistik Deskriptif

Secara umum bidang studi statistik deskriptif adalah pertama, menyajikan data dalam bentuk tabel dan grafik; kedua, meringkas dan menjelaskan distribusi data dalam bentuk tendensi sentral, variasi dan bentuk (Kuncoro, 2009:30). Dalam penyajian statistik deskriptif bertujuan untuk melihat profil dari data penelitian dengan hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan kebijakan hutang.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini untuk menguji hipotesis adalah analisis regresi linier berganda, karena analisis ini dapat menerapkan ketergantungan suatu variabel dependen dengan variabel independen. Analisis ini dapat digunakan untuk menduga pengaruh hubungan antara variabel kebijakan hutang dengan variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan profitabilitas. Hubungan yang digambarkan dari antar variabel tersebut menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1FCF + \beta_2MOWN + \beta_3INST + \beta_4PROF + e$$

Keterangan:

Y	: Kebijakan hutang
α	: Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Koefisien regresi
FCF	: <i>Free cash flow</i>
MOWN	: Kepemilikan manajerial
INST	: Kepemilikan institusional
PROF	: Profitabilitas
e	: Error

Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui pengujian tentang normal atau tidaknya data antara variabel dependen dan variabel independen. Model regresi yang baik yaitu data yang mempunyai distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, maka dilakukan dengan menggunakan P-P Plot (*Probability Plot*) dan uji K-S (*Kolmogorov-Smirnov*). Dasar yang digunakan dalam pengambilan keputusan: (1) Bila nilai signifikansi $> 0,05$ maka berdistribusi normal model regresi memenuhi asumsi normalitas; (2) Bila nilai signifikansi $< 0,05$ maka berdistribusi tidak normal model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi dimana variabel dependen tidak berkorelasi dengan variabel dependen sendiri. Maksud dengan dirinya sendiri adalah bahwa nilai dari variabel dependen tidak mempunyai hubungan dengan variabel itu sendiri. Cara pendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan menggunakan uji *Durbin-Watson* (DW test). Uji *Durbin-Watson* hanya dapat digunakan untuk uji autokorelasi pada tingkat satu dan mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi. Model regresi yang baik yaitu model regresi yang bebas dari autokorelasi. Menurut Ghazali (2016) batas nilai dari metode *Durbin-Watson* adalah: (1) Nilai D-W yang besar atau diatas 2 berarti tidak ada autokorelasi negatif; (2) nilai D-W antara negatif 2 sampai 2 berarti tidak ada autokorelasi atau bebas autokorelasi; (3) Nilai D-W yang kecil atau dibawah negatif 2 berarti ada autokorelasi.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen (Ghozali, 2016:103). Model regresi yang seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Cara pendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *tolerance value*. Menurut Ghazali (2016) model regresi yang bebas multikolinearitas adalah: (1) Jika nilai VIF kurang dari 10 dan nilai *tolerance* $> 0,10$ maka tidak terjadi gejala multikolinearitas; (2) Jika nilai VIF lebih dari 10 dan nilai *tolerance* $< 0,10$ maka terjadi gejala multikolinearitas.

Uji terhadap adanya heterokedastisitas adalah bertujuan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual pengamatan satu ke pengamatan lain (Ghozali, 2016:134). Model regresi yang baik yaitu model regresi yang tidak terjadi heterokedastisitas (berbeda). Cara mendeteksi adanya heterokedastisitas adalah (Ghozali, 2016): (1) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola

tertentu yang terartur, maka mengindikasi telah terjadi gangguan heteroskedastisitas; (2) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi gangguan heteroskedastisitas

Analisis Koefisien Determinasi Multiple (R²)

Koefisien determinasi (R²) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen (Ghozali, 2016:95). Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R² yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Sedangkan nilai yang mendekati satu berarti variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan yang berguna untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Uji Kelayakan Model (F)

Uji kelayakan model (F) mempunyai tujuan untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Uji kelayakan model (F) menggunakan taraf signifikan 5%. Kriteria pengambilan keputusan yang digunakan untuk menguji statistik F sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi F > 0.05 maka model penelitian dapat dikatakan tidak layak; (2) Jika nilai signifikansi F ≤ 0,05 maka model penelitian dapat dikatakan layak

Pengujian Hipotesis (Uji t)

Uji t bertujuan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Pengujian ini pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas secara individual dalam menerapkan variasi-variabel terikat. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 (α=5%). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi t > 0,05 maka hipotesis ditolak; (2) Jika nilai signifikansi t ≤ 0,05 maka hipotesis diterima.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Hasil dari analisis deskriptif variabel disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1

Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
FCF	132	14.394	28.911	2.52013	4.375908
MOW	132	.001	.894	.16846	.258609
INS	132	.014	1.409	.55345	.293674
PRO	132	-.548	.321	.05191	.093507
KHT	132	-5.285	5.272	.94214	1.294536
Valid N (listwise)	132				

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019.

Berdasarkan dari Tabel 1, dapat dilihat bahwa jumlah observasi (N) yang diteliti sebanyak 132 data pengamatan, dengan deskripsi masing-masing variabel sebagai berikut: (1) Pada variabel *free cash flow* (FCF) menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 14,394 dan terbesar adalah 28,911, sedangkan rata-rata *free cash flow* yang diobservasi adalah sebesar 2.52013 dengan standar deviasi sebesar 4.375908; (2) Pada variabel kepemilikan manajerial (MOW) menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0,001 dan terbesar adalah 0,894,

sedangkan rata-rata kepemilikan manajerial yang diobservasi adalah sebesar 0,16846 dengan standar deviasi sebesar 0,258609; (3) Pada variabel kepemilikan institusional (INS) menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0,014 dan terbesar adalah 1,409, dengan rata-rata ukuran kepemilikan institusional yang diobservasi adalah sebesar 0,55345 dengan standar deviasi sebesar 0,293674; (4) Pada variabel profitabilitas menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah -0,548 dan terbesar adalah 0,321, dengan rata-rata profitabilitas yang diobservasi adalah sebesar 0,05191 dengan standar deviasi sebesar 0,093507; (5) Pada variabel kebijakan hutang menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah -0,5285 dan terbesar adalah 5,272, dengan rata-rata kebijakan hutang yang diobservasi adalah sebesar 0,94214 dengan standar deviasi sebesar 1,294536.

Analisis Regresi Linier Berganda

Hasil dari Analisis Regresi Linier Berganda yang nampak pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	1.452	.969		1.499	.136
FCF	.054	.027	.183	2.006	.037
MOW	1.789	.824	.357	2.169	.022
INS	1.381	.741	.313	1.864	.045
PRO	-.662	1.235	-.048	-.536	.593

a. Dependent Variable: KHT

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Berdasarkan hasil pengujian analisis regresi linier berganda pada Tabel 2, maka didapat persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{KHT} = 1,452 + 0,054 \text{ FCF} + 1,789 \text{ MOW} + 1,381 \text{ INS} - 0,662 \text{ PRO}$$

Berdasarkan pada model persamaan regresi tersebut di atas, dapat diinterpretasikan, yaitu sebagai berikut: (1) Koefisien Regresi *Free Cash Flow* (β_1) sebesar 0,054, besarnya nilai koefisien regresi *free cash flow* sebesar 0,054 nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin meningkatnya *free cash flow* dalam perusahaan maka dapat meningkatkan kebijakan hutang sebesar 0,054; (2) Koefisien Regresi Kepemilikan Manajerial (β_2) sebesar 1,789, besarnya nilai koefisien regresi kepemilikan manajerial sebesar 1,789 nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin meningkatnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka dapat meningkatkan kebijakan hutang sebesar 1,789; (3) Koefisien Regresi Kepemilikan Institusional (β_3) sebesar 1,381, besarnya nilai koefisien regresi kepemilikan institusional sebesar 1,381 nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin meningkatnya kepemilikan institusional maka dapat juga meningkatkan kebijakan hutang sebesar 1,381; (4) Koefisien Regresi Profitabilitas (β_4) sebesar -0,662, besarnya nilai koefisien regresi profitabilitas sebesar 0,662 nilai koefisien regresi ini bersifat negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel profitabilitas dengan kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin meningkatnya profitabilitas yang didapatkan perusahaan, maka dapat menurunkan kebijakan hutang sebesar 0,662.

Uji Normalitas

Hasil dari pengujian *Kolmogorov-Smirnov* yang nampak pada Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Pengujian Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		<i>Unstandardized Residual</i>
N		132
<i>Normal Parameters^a</i>	<i>Mean</i>	.0000000
	<i>Std. Deviation</i>	1.25768321
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.164
	<i>Positive</i>	.139
	<i>Negative</i>	-.164
<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>		1.881
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.052

a. Test distribution is Normal.

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Berdasarkan Tabel 3, dapat diketahui bahwa pengujian memberi nilai Z hitung sebesar 1,881 dengan taraf signifikansi sebesar 0,052. Nilai taraf signifikansi di atas 0,05 menunjukkan bahwa nilai residual tidak mempunyai perbedaan dengan nilai standar baku. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa data terdistribusi secara normal atau asumsi normalitas sudah terpenuhi.

Uji Autokorelasi

Hasil dari Uji Autokorelasi yang nampak pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.237 ^a	.056	.026	1.277336	.906

a. Predictors: (Constant), PRO, MOW, FCF, INS

b. Dependent Variable: KHT

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Dari hasil Tabel 4, menunjukkan angka *Durbin-Watson* sebesar 0,906. Nilai tersebut berada diantara -2 sampai +2 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

Uji Multikolinearitas

Hasil dari uji multikolinearitas yang nampak pada Tabel 5.

Tabel 5
Hasil Uji Multikolinearitas

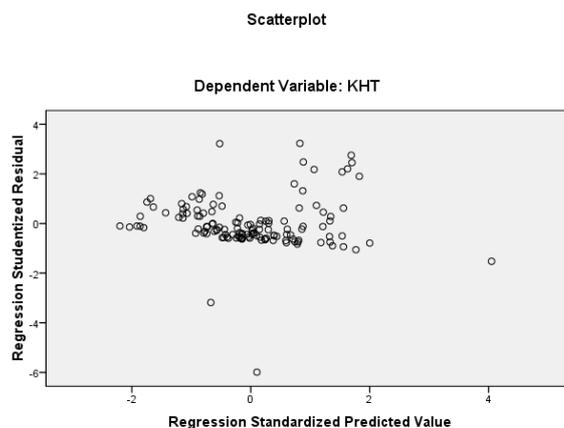
Variabel	Tolerance	VIF
FCF	.894	1.118
MOW	.274	3.650
INS	.263	3.800
PRO	.935	1.070

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Berdasarkan hasil pada Tabel 5, dapat diketahui bahwa besarnya nilai *Variance Influence Factor* (VIF) pada seluruh variabel lebih kecil dari 10, dan sesuai dengan ketentuan yang telah ditetapkan maka hal ini berarti model yang digunakan dalam penelitian tidak ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau bisa disebut juga dengan bebas dari Multikolinearitas, sehingga variabel tersebut dapat digunakan dalam penelitian.

Uji Heteroskedastisitas

Hasil dari uji heteroskedastisitas yang nampak pada Gambar 1.



Gambar 1
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas
 Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019.

Berdasarkan hasil pada Gambar 1, 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

Analisis Koefisien Determinasi Multiple (R^2)

Hasil dari uji koefisien determinasi berganda yang nampak pada Tabel 6.

Tabel 6

Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Model	R	R Square	Model Summary ^b	
			Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.237 ^a	.056	.026	1.277336

a. Predictors: (Constant), PRO, MOW, FCF, INS

b. Dependent Variable: KHT

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Hasil uji koefisien determinasi berganda pada Tabel 6, dapat diketahui *R square* (R^2) sebesar 0,056 atau 5,6% yang menunjukkan kontribusi dari variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Sedangkan sisanya 94,4% dikontribusi oleh faktor lainnya. Koefisien korelasi berganda digunakan untuk mengukur keeratan hubungan antara variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Koefisien korelasi berganda ditunjukkan dengan (R) sebesar 0,237 atau 23,7% yang mengindikasikan bahwa korelasi atau hubungan antara variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

Uji Kelayakan Model (Uji F)

Hasil dari uji kelayakan model, yang nampak pada Tabel 7.

Tabel 7
Hasil Uji Kelayakan Model

		ANOVA ^b				
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12.321	4	3.080	1.888	.017 ^a
	Residual	207.211	127	1.632		
	Total	219.533	131			

a. Predictors: (Constant), PRO, MOW, FCF, INS

b. Dependent Variable: KHT

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019.

Hasil pengujian pada Tabel 7, didapat tingkat signifikan uji kelayakan model = 0,017 < 0.05, yang menunjukkan variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang dapat dikatakan layak digunakan dalam penelitian ini.

Uji t

Hasil dari pengujian uji t, yang nampak pada Tabel 8.

Tabel 8
Hasil Uji t

Variabel	Tolerance	VIF
FCF	2.006	.037
MOW	2.169	.022
INS	1.864	.045
PRO	-.536	.593

Sumber: Laporan Keuangan (diolah), 2019

Dari hasil pengujian terhadap hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji t berikut: (1) $H_1 = \text{Free Cash Flow}$ Berpengaruh Positif terhadap Kebijakan Hutang, pengujian hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan Tabel 8, dapat diketahui bahwa *free cash flow* mempunyai koefisien positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,037 (berada lebih kecil dari $\alpha = 0,05$) sehingga hipotesis pertama berhasil diterima. Jadi dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang; (2) $H_2 = \text{Kepemilikan Manajerial}$ Berpengaruh Negatif terhadap Kebijakan Hutang, pengujian hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan Tabel 8, dapat diketahui bahwa kepemilikan manajerial mempunyai koefisien positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,022 (berada lebih kecil dari $\alpha = 0,05$) sehingga hipotesis kedua berhasil ditolak. Jadi dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang; (3) $H_3 = \text{Kepemilikan Institusional}$ Berpengaruh Positif terhadap Kebijakan Hutang, pengujian hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan Tabel 8, dapat diketahui bahwa kepemilikan institusional mempunyai koefisien positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,045 (berada lebih kecil dari $\alpha = 0,05$) sehingga hipotesis ketiga berhasil diterima. Jadi dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang; (4) $H_4 = \text{Profitabilitas}$ Berpengaruh Negatif terhadap Kebijakan Hutang, pengujian hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan Tabel 8, dapat diketahui bahwa profitabilitas

mempunyai koefisien negatif dengan nilai signifikansi sebesar 0,593 (berada lebih besar dari $\alpha = 0,05$) sehingga hipotesis keempat berhasil diterima. Jadi dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pembahasan

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Penelitian yang pertama menunjukkan bahwa *free cash flow* memberikan pengaruh yang positif kepada kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan 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. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* memiliki koefisien yang positif, yang mengindikasikan bahwa apabila nilai *free cash flow* mengalami penambahan maka kemungkinan kebijakan hutang pun akan mengalami penambahan nilai (Setiana dan Sibagariang, 2013). Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan perusahaan, pembayaran hutang, dan dividen. Manajer cenderung dengan tujuan untuk memuaskan kepentingan pribadinya. Perusahaan dengan *free cash flow* besar mempunyai level hutang tinggi dengan cara menurunkan *agency cost of free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber *discretionary*, khususnya aliran kas yang dibawah kendali manajemen.

Aliran kas bebas atau *free cash flow* (FCF) adalah *cash flow* suatu perusahaan yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada aset tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya (Sartono, 2017:101). Hal ini berarti perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* yang besar akan meningkatkan level hutangnya untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*. Para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain karena mereka menerima manfaat penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil. Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar, kreditur akan memandang bahwa perusahaan tersebut mempunyai kemampuan dalam membayar hutangnya, sehingga perusahaan akan dipandang lebih baik dalam kemampuan finansial dan berpeluang mendapatkan tambahan modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Mahsunah (2013) dan Naini (2014) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Penelitian yang kedua menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memberikan pengaruh yang positif kepada kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan semakin tinggi kepemilikan manajerial yang ada pada perusahaan maka semakin tinggi pula kebijakan hutang perusahaan, yang mengindikasikan bahwa dengan adanya peningkatan kepemilikan saham manajerial dapat menurunkan *agency cost* karena dapat membantu perusahaan untuk mensejajarkan konflik dari perbedaan kepentingan tersebut dan manajer akan lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan meminimalisir risiko yang akan timbul, yang disebabkan oleh perusahaan menanggung beban untuk mengembalikan hutang dan bunga. Oleh sebab itu, kepemilikan manajerial akan sangat penting dan dibutuhkan perusahaan dalam menjalankan suatu kegiatan yang ada didalam perusahaan. Kepemilikan manajerial merupakan presentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (Setiana dan Sibagariang, 2013). Sehingga dalam suatu perusahaan yang terlibat dalam kepemilikan saham tersebut lebih banyak, maka akan

mengakibatkan kurangnya partisipasi kelompok besar individu tersebut aktif dalam manajemen perusahaan.

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan membiayai operasionalnya dengan menggunakan dana internal terlebih dahulu seperti menerbitkan saham daripada penggunaan dana eksternal. Sehingga dengan meningkatnya penggunaan dana eksternal dapat menyebabkan manajerial semakin berhati-hati dalam penggunaan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena pihak manajerial juga akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya sehingga mereka menggunakan hutang yang rendah. Dengan adanya kepemilikan saham yang tinggi oleh pihak manajerial maka perusahaan berusaha untuk tidak menggunakan dana pihak eksternal melainkan perusahaan akan melakukan *right issue* terlebih dahulu. Pengelolaan perusahaan pada umumnya bertujuan untuk memakmurkan pemiliknya, semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Untuk mencapai tujuan tersebut, para pihak yang berkepentingan: pemilik modal (sebagai *principal*) bisa mempercayakan kepada para profesional (*managerial*) untuk mengelola perusahaan dengan tujuan dan sasaran yang telah ditetapkan sebelumnya. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Untuk itu manajemen diberikan sebagian kekuasaan untuk membuat keputusan bagi kepentingan terbaik pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemilik karena manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan langsung kerugian dari pengambilan keputusan yang salah. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen ini menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan yang ditetapkan oleh manajemen perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Indahningrum dan Handayani (2009) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Penelitian yang ketiga menyatakan bahwa kepemilikan institusional memberikan pengaruh yang positif kepada kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional diharapkan dapat mengurangi hutang karena dengan kepemilikan institusional yang besar membuat pihak luar perusahaan melakukan pengawasan atau monitoring yang lebih ketat terhadap perilaku pihak manajemen, sehingga manajemen didorong untuk tidak melakukan tindakan oportunistik yang hanya mementingkan kepentingan pribadi. Keberadaan investor institusional mampu menjadi mekanisme pengawasan yang efektif dalam pengambilan keputusan oleh manajer. Pengawasan tersebut akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, dan pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi yang cukup besar dalam pasar modal. Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Dengan kata lain kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi seperti perusahaan asuransi atau perusahaan lain yang diukur dengan persentase pada akhir tahun (Naini, 2014). Saham perusahaan yang *go public* umumnya mengutamakan kemakmuran para pemegang sahamnya, hal ini dapat dilakukan dengan adanya peran serta dari pemilik saham.

Hubungan kepemilikan institusional dengan teori keagenan memiliki peranan yang sangat penting untuk mengurangi pertikaian yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan saham pihak institusional yang merupakan salah satu cara dalam melakukan pengawasan dalam pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer, karena pihak institusional juga terlibat dalam proses pengambilan keputusan perusahaan. Semakin besar presentase saham yang dimiliki oleh kepemilikan institusional akan

menyebabkan usaha pengawasan menjadi semakin efektif sehingga akan mengurangi *agency cost* karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer. Oleh karena itu akan memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah. Namun, hasil penelitian ini mendukung teori bahwa kepemilikan institusional memiliki wewenang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lain dan cenderung memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan memperoleh keuntungan yang tinggi. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan semakin berkurang dan nilai perusahaan juga dapat semakin meningkat. Selain itu, dengan semakin kuatnya tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal tersebut maka diharapkan tingkat pengendalian internal perusahaan juga semakin baik. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Mahsunah (2013) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Penelitian yang keempat menyatakan bahwa profitabilitas memberikan pengaruh yang negatif kepada kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah, perusahaan akan menggunakan hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini disebabkan karena perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan hutang rendah, tetapi pada saat menghadapi profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang tinggi sebagai tata cara memindahkan kekayaan antara kreditor kepada prinsipal. Profitabilitas selain digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dapat juga digunakan untuk mengevaluasi atas efektivitas pengelolaan kinerja perusahaan. Apabila tingkat profitabilitas tinggi, maka kinerja perusahaan berjalan dengan baik dan maksimal. Kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba akan dapat menarik investor untuk menanamkan dananya, sebaliknya apabila tingkat profitabilitas yang rendah maka akan dapat menyebabkan investor menarik dananya. Semakin tinggi tingkat profitabilitas yang dimiliki perusahaan maka kemampuan manajemen dalam mencapai kinerja semakin optimal sehingga mampu membayar hutang jangka panjangnya

Profitabilitas menggambarkan laba untuk pendanaan investasi, sehingga manajer dapat menggunakan *pecking order theory* dalam memutuskan untuk pendanaan. *Pecking order* merupakan susunan dalam menggunakan modal yang ada pada perusahaan untuk digunakan dalam investasi seperti laba ditahan dan dapat diikuti oleh hutang dan ekuitas. Perusahaan sebgaiian besar menempatkan modalnya sebagai laba ditahan, sehingga perusahaan dapat menggunakan sebagai sumber internal dan menggunakan utang sebagai mekanisme kekayaan antara kreditor kepada prinsipal. Keuntungan perusahaan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan perusahaan dalam memutuskan penggunaan hutang. Dimana struktur pendanaan perusahaan mengikuti suatu hirarki yaitu pendanaan internal (laba ditahan) sebagai pilihan pertama, kemudian diikuti oleh hutang dan ekuitas. Jika perusahaan memprioritaskan pendanaan internal (laba ditahan) maka akan mengurangi pendanaan dari eksternal yang salah satunya adalah hutang. Dengan kata lain, jika perusahaan mendapatkan keuntungan maka perusahaan tersebut cenderung mengurangi rasio hutang mereka. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Indahningrum dan Handayani (2009) dan Mahsunah (2013) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil pembahasan dan analisa yang telah dilakukan sebelumnya, maka dapat diperoleh simpulan sebagai berikut: (1) Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* yang besar akan meningkatkan level hutangnya untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*. Para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain karena mereka menerima manfaat penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut, (2) Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan dengan adanya kepemilikan manajerial akan menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemilik karena manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan langsung kerugian dari pengambilan keputusan yang salah, (3) Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional diharapkan dapat mengurangi hutang karena dengan kepemilikan institusional yang besar membuat pihak luar perusahaan melakukan pengawasan/monitoring yang lebih ketat terhadap perilaku pihak manajemen, sehingga manajemen didorong untuk tidak melakukan tindakan oportunistik yang hanya mementingkan kepentingan pribadi, (4) Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan arah koefisien negatif. Hal ini menunjukkan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah, perusahaan akan menggunakan hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini disebabkan karena perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan hutang rendah

Keterbatasan

Adapun keterbatasan penelitian ini, sebagai berikut: (1) Keterbatasan dalam penelitian ini menunjukkan variabel independen yang diteliti berpengaruh terhadap variabel kebijakan hutang sebesar 5,6%, berarti ada pengaruh sebesar 94,4% dari variabel-variabel lain diluar model. Penelitian selanjutnya disarankan untuk meneliti pengaruh variabel-variabel lain yang belum termasuk dalam model regresi pada penelitian ini seperti variabel struktur aset, risiko bisnis, likuiditas, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen, (2) Penelitian selanjutnya dapat menggunakan objek lain, tidak hanya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, tetapi juga industri dari sektor lainnya misalnya asuransi, perbankan, property dan *real estate*, transportasi, dan lain-lain atau berasal dari semua jenis perusahaan publik.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian di atas, dapat disarankan beberapa hal sebagai berikut: (1) Investor hendaknya mempertimbangkan arus kas bebas perusahaan ketika menghendaki pembagian dividen yang tinggi. Hal ini dikarenakan arus kas bebas yang kecil yang disebabkan pembayaran dividen yang besar, akan menyebabkan perusahaan kekurangan sumber pendanaan sehingga akan menimbulkan utang yang tinggi, (2) Perusahaan harus lebih meningkatkan kinerja perusahaan tanpa memikirkan kepentingan perusahaan agar dapat memenuhi kewajibannya serta mensejahterakan para pemegang saham, yang akan meningkatkan keuntungan yang diperoleh oleh investor, (3) Penelitian ini hanya menggunakan sampel 22 perusahaan dengan 6 tahun pengamatan. Sehingga diharapkan

penelitian selanjutnya dapat menggunakan lebih banyak sampel untuk dapat memperoleh hasil yang lebih akurat mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, K. Alex, dan M. Alan. 2006. *Investasi, Alih Bahasa oleh Zuliani Dalimunthe dan Budi Wibowo*. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, E. F. dan P.R. Daves. 2004. *Intermediate Financial Management*. 8th Edition. Thomson South Western.
- Brigham, E. F dan F. J. Houston. 2009. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Salemba Empat. Jakarta
- Ghozali, I. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariete dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi 8. 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.
- Jensen dan Meckling. 1976. The Theory of the Firm: Manajerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial and Economic*, 3:305-360
- Kuncoro, M. 2009 *Metode Kuantitatif: Teori dan Aplikasi untuk Bisnis*. Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN. Yogyakarta.
- Larasati, E. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Devisen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis* 16(2): 103-107.
- Mahsunah, T. 2013. Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 2(12): 1-19.
- Munawir. 2004. *Analisa Laporan Keuangan*. Penerbit Liberty. Yogyakarta.
- Murtiningtyas, A. I. 2012. Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal* 1(2): 1-6
- Naini, D. I. 2014. Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 3(4): 1-17.
- Ross, S. A., W. Radolph. dan D. J. Bradford. 2000. *Fundamental and Corporate Finance*. Fifth Edition. Irwin McGraw-Hill. Boston.
- Sartono, R. A. 2017. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. BPFE. Yogyakarta.
- Setiana, E. dan R. Sibagariang. 2013. Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Telaah Akuntansi* 15(1): 17-33.
- Syadeli, M. 2013. Struktur Kepemilikan, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Pemanufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen* 2(2): 79-94.