

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

Indah Safitri
isafitri2@yahoo.com
Nur Fadrih Asyik

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to test the influence of institutional ownership and free cash flow to the debt policy in the manufacturing companies in the consumer goods sector which are listed in the Indonesia Stock Exchange in 2010-2013 periods. The hypotheses in this research i.e. : (1) the institutional ownership has negative influence to the debt policy. (2) Free Cash Flow has positive influence to the debt policy. The research method which has been done is quantitative method which is done by using the multiple linear regressions as the analysis technique. The assumption tests consist of normality test, the multicollinearity test, the autocorrelation test, and the heteroscedasticity. The result of the research shows that: (1) the institutional ownership does not have any influence to the debt policy. Because the institutional ownership is applied as the supervisor to the management performance and the management is considered as the party which has better comprehension about the need of funding within the company so the institutional ownership acts as the precaution to the waste of funds which has been done by the management; (2) free cash flow has significant influence to the coefficient of negative β . It shows that high free cash flow will make the company reduce their decision in taking the debt, because the free cash flow can be used to finance the operational of the company by allocating most of the profit of retained earnings without seeking additional external funds from the debt.

Keywords: Institutional Ownership, Free Cash Flow, Debt Policy, Agency Theory.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode tahun 2010-2013. Hipotesis dalam penelitian ini adalah: (1) kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. (2) *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Metode penelitian yang digunakan merupakan metode kuantitatif dengan teknik analisis regresi linier berganda. Pengujian asumsi terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Hasil studi menunjukkan bahwa: (1) kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Karena kepemilikan institusional berlaku sebagai pengawas terhadap kinerja manajemen dan manajemen dianggap sebagai pihak yang lebih mengerti terhadap kebutuhan pendanaan di dalam perusahaan sehingga kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen. (2) *free cash flow* berpengaruh signifikan dengan koefisien β negatif. Menunjukkan dengan adanya *free cash flow* yang tinggi perusahaan akan mengurangi keputusan untuk mengambil hutang, dikarenakan aliran kas internal (*free cash flow*) dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan dengan mengalokasikan sebagian besar keuntungan laba ditahan tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang.

Kata Kunci: Kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan hutang, teori keagenan

PENDAHULUAN

Dalam persaingan dunia usaha yang semakin ketat mendorong setiap perusahaan untuk mampu meningkatkan keuntungan maupun nilai perusahaan dihadapan publik. Dalam pengelolaan fungsi keuangannya, salah satu unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya. Pemenuhan dana ini biasanya bersumber dari dana sendiri, modal saham maupun dengan hutang. Besar kecilnya hutang yang akan digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh pihak perusahaan melalui kebijakan hutang. Ada beberapa pihak yang berpengaruh penting dalam kegiatan perusahaan, salah satunya adalah struktur kepemilikan yang ada pada perusahaan tersebut. Fungsi tersebut juga mempengaruhi setiap pengambilan keputusan dan kebijakan perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang perlu diambil oleh manajer yang akan digunakan untuk mendanai operasional pada suatu perusahaan, kebijakan tersebut sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya. Apabila perusahaan meningkatkan hutang, maka perusahaan ini juga secara tidak langsung meningkatkan risiko keuangan perusahaan, risiko tersebut meliputi ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya dan kemungkinan tidak tercapainya tingkat laba yang ditargetkan perusahaan, oleh karena itu penggunaan hutang harus dikelola dengan baik.

Brigham dan Gapensi (dalam Pebrianti, 2006) menyatakan bahwa konflik keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan instrumen kebijakan hutang, dimana penggunaan instrument ini akan mengikat perusahaan dalam sebuah "contract" dengan *debtholder*. Dengan adanya instrument tersebut, perusahaan diharuskan melakukan pembayaran bunga dan pokok pinjaman secara periodik, sehingga beban kewajiban tersebut bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* pada kegiatan kegiatan yang tidak optimal. Eksistensi hutang juga akan menyebabkan manajer bekerja lebih efisien dan hanya menikmati keuntungan yang lebih kecil. Penggunaan hutang yang tinggi selain dapat mengurangi konflik keagenan juga dapat menimbulkan dampak buruk terhadap perusahaan, karena hutang yang terlalu besar bisa meningkatkan keinginan pemilik untuk memilih proyek-proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh *return* yang lebih tinggi. Jika proyek tersebut berhasil, maka semua keuntungan akan jatuh ke pemilik dan kreditur hanya menerima sebesar tingkat bunga dan pokoknya, sebaliknya jika proyek tersebut gagal, maka pemilik dapat mengalihkan penanggungan risiko kepada pihak kreditur.

Faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, selain kepemilikan institusional adalah dengan mempertimbangkan beberapa hal, diantaranya dapat dilihat dari besar kecilnya *free cash flow*. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya, jadi ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan hutang (Gusti, 2013). *Free cash flow* biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manager. Hal tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak, yaitu pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya. Manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer.

Pada perusahaan yang telah *go public* kebijakan hutang memiliki peranan penting didalamnya yaitu sebagai solusi dari konflik keagenan. Kebijakan hutang mampu dijadikan

sebagai solusi dari konflik keagenan karena kebijakan hutang mampu mengimbangi *agency cost* yang ditimbulkan dari konflik keagenan. Tekanan pemegang saham untuk dapat memperoleh kas bebas, mengharuskan manajer untuk dapat memperoleh sumber pendanaan dari pihak ketiga yaitu *debtholder*. Dengan adanya hutang, manajer akan termotivasi untuk bekerja lebih efisien guna meningkatkan efisiensi perusahaan agar terhindar dari kebangkrutan sehingga hutang memiliki peranan sebagai monitoring tindakan manajer (Jensen dalam Putri, 2013).

Dengan adanya isu tersebut, peneliti mencoba melakukan analisis mengenai perilaku perusahaan-perusahaan di Indonesia: 1) apakah kepemilikan institusional yang tinggi bisa menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer dan bisa mengurangi hutang secara optimal sehingga mampu mengurangi konflik keagenan atas hutang (*agency cost debt*). 2) apakah dengan adanya *free cash flow* yang tinggi pendanaan tersebut diperoleh dari hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Listyani (2003) membuktikan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang. Hal tersebut menunjukkan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional yang semakin tinggi di dalam perusahaan dapat digunakan untuk meminimumkan biaya keagenan yang timbul karena adanya mekanisme pengawasan yang dilakukan oleh kepemilikan institusional. Penelitian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) dan Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Namun penelitian tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fitri dan Mamduh (2003), Indahningrum dan Handayani (2009) dan Larasati (2011) yang menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai hubungan positif dan signifikan. Selain itu, penelitian dari Naini (2014) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan hutang dengan arah positif, tanda positif tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan.

Tarjo dan Jogiyanto (2003) dan Indahningrum dan Handayani (2009) melakukan penelitian dengan hasil *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, dan semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan akan semakin tinggi keijakan hutang. Penelitian ini juga didukung oleh Gusti (2013) yang membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai koefisien β positif. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2006) menunjukkan hasil yang tidak sejalan yaitu variabel *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yang masih menunjukkan ketidakkonsistenan antara pengaruh variabel kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Maka, peneliti tertarik melakukan penelitian kembali untuk menguji variabel tersebut, sehingga dapat mendukung hasil penelitian sebelumnya dengan data yang relevan dengan kondisi saat ini.

Penelitian ini juga bermaksud untuk menguji pengaruh antara kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang yang didasarkan pada *agency theory* yang lebih menekankan pada *agency cost debt*. Selain itu, diharapkan dapat menjelaskan pengaruh antara kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dengan mengidentifikasi variabel, mendefinisikan operasionalisasi masing-masing variabel serta pengukuran yang digunakan untuk tiap-tiap variabel tersebut.

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan sebelumnya, dapat diketahui bahwa terdapat permasalahan yang dapat diketahui sebagai berikut: (1) Apakah variabel

kepemilikan institusional dapat mempengaruhi pengambilan kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia? (2) Apakah variabel *free cash flow* dapat mempengaruhi pengambilan kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

Tujuan dari penelitian ini adalah: (1) Untuk menguji apakah ada pengaruh antara variabel kepemilikan institusional terhadap variabel kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (2) Untuk menguji apakah ada pengaruh variabel *free cash flow* terhadap variabel kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

Kepemilikan Institusional

Listyani (2003) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang. Hal tersebut mencerminkan bahwa kehadiran investor institusional yang semakin tinggi dapat berperan sebagai *monitoring agent* yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasan yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif sebab manajemen akan semakin berhati-hati (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Brigham dan Houston (2004:29) berpendapat bahwa para manajer institusional memiliki kekuatan apabila memilih menggunakan sahamnya, untuk menerapkan pengaruh yang cukup besar atas operasi sebagian besar perusahaan. Pertama, mereka dapat berbicara dengan manajemen perusahaan dan membuat saran mengenai bagaimana bisnis tersebut sebaiknya dijalankan. Kedua, setiap pemegang saham yang memiliki saham perusahaan paling sedikit senilai \$2.000 selama satu tahun dapat mensponsori sebuah usulan yang harus diputuskan pada rapat umum tahunan pemegang saham, bahkan jika usulan tersebut ditentang oleh manajemen.

Aliran Kas Bebas (*free cash flow*)

Menurut Prastowo dan Julianty (2008:33) menyatakan bahwa informasi tentang arus kas suatu perusahaan berguna bagi para pemakai laporan keuangan sebagai dasar untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas, dan menilai kebutuhan perusahaan untuk menggunakan arus kas tersebut. Arus kas merupakan jiwa (*lifeblood*) bagi setiap perusahaan dan fundamental bagi eksistensi sebuah perusahaan serta menunjukkan dapat tidaknya sebuah perusahaan membayar semua kewajibannya.

Menurut Kieso et al. (2007:219) arus kas bebas (*free cash flow*) adalah jumlah arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury*, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2004:65) arus kas bebas adalah kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aset tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Free cash flow ini sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Menurut Brigham dan Houston (2004:66) arus kas bebas berbeda dengan arus kas bersih dalam dua hal yang penting. Pertama, arus kas bebas mencerminkan dana yang tersedia bagi seluruh investor, sedangkan arus kas bersih mencerminkan dana yang tersedia bagi pemegang saham biasa. Konsekuensinya, pembayaran kepada pemilik obligasi dan pemegang saham preferen akan mengurangi arus kas bersih, tetapi tidak dikurangkan keluar dari arus kas bebas. Kedua, arus kas bebas

mencerminkan dana yang tersedia bagi seluruh investor setelah mengurangi investasi-investasi yang dibutuhkan untuk tetap mempertahankan operasi perusahaan yang sedang berjalan.

Kebijakan Hutang

Keputusan pendanaan merupakan salah satu sebab timbulnya konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Keputusan pendanaan perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal dalam perusahaan. Terdapat pilihan sumber pendanaan antara lain modal internal dan modal eksternal. Modal internal merupakan modal yang berasal dari laba ditahan sedangkan modal eksternal berasal dari para kreditur dan pemilik. Sedangkan modal yang berasal dari kreditur disebut sebagai hutang perusahaan (Riyanto dalam Putri, 2013).

Munawir (1979:18) berpendapat bahwa hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Jensen (dalam putri, 2013) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga. Penggunaan hutang akan menimbulkan risiko yang akan diperoleh perusahaan apabila tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut dan akan terancam likuidasinya, semakin tinggi penggunaan hutang maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan perusahaan.

Berdasarkan teori pertukaran (*trade off theory*) terdapat keuntungan yang akan diperoleh melalui penggunaan hutang yaitu pengurangan pajak akibat dari pembayaran biaya bunga akan tetapi keuntungan yang diperoleh tidak sebesar beban bunga yang harus ditanggung perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

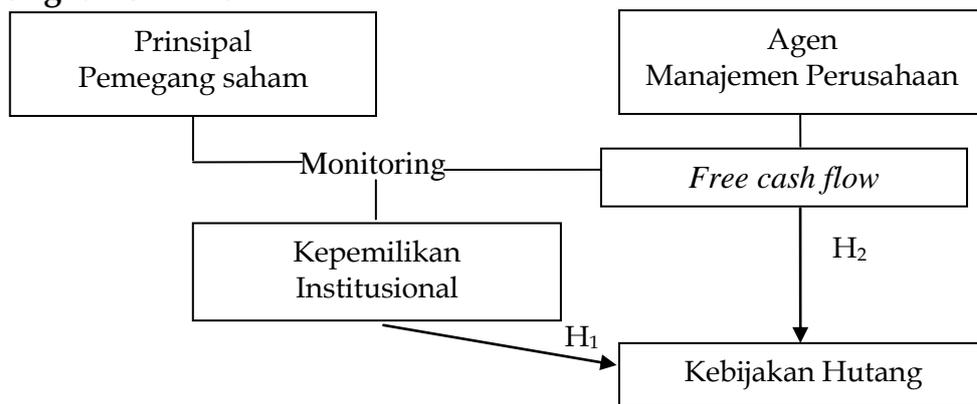
Teori Keagenan (Agency Theory)

Pada teori keagenan yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham (Listyani, 2003).

Menurut Brigham dan Houston (2004:26) menyatakan bahwa teori keagenan merupakan hubungan yang terjadi ketika satu atau lebih individu, yaitu prinsipal yang menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai agen, untuk melakukan sejumlah jasa atau mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Hubungan keagenan yang utama yang terjadi yaitu: (1) Pemegang saham dan manager dan (2) Manajer dan pemilik utang.

Dengan adanya konflik yang terjadi tersebut menimbulkan biaya keagenan yang harus dikeluarkan untuk mengawasi manajemen, biaya ini dinamakan dengan *agency cost* atau biaya keagenan. Menurut Atmajaya (2002:258) *Agency costs* atau biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Biaya keagenan ini muncul dari problem keagenan (*agency problem*). Jika perusahaan menggunakan hutang, ada kemungkinan pemilik perusahaan menggunakan hutang, sehingga ada kemungkinan pemilik perusahaan melakukan tindakan yang merugikan kreditor. Misalnya perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek berisiko tinggi.

Rerangka Pemikiran



Gambar 1
Rerangka Pemikiran

Perumusan Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Teori keagenan menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan *monitoring agent* yang memiliki peranan dapat memberikan pengawasan kepada pihak manajerial melalui pengawasan yang terfokus kepada proporsi kepemilikan masing-masing lembaga pada suatu perusahaan (Wahidahwati, 2001).

Penggunaan hutang oleh manajer yang terlalu tinggi akan mendekati perusahaan pada kebangkrutan. Antisipasi yang dilakukan yaitu melalui kepemilikan institusional yang tinggi sehingga hutang akan menurun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Penelitian tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Listyani (2003) dan Anggraini dan Srimindarti (2009) dimana kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang.

H₁: Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Pengaruh free cash flow terhadap kebijakan hutang

Jensen (dalam Putri, 2013) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set kesempatan investasi (IOS) rendah. Perusahaan perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Pendapat tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berhubungan positif dengan tingkat hutang pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang rendah. Pada pengujian chow test terbukti bahwa ada perbedaan pengaruh yang signifikan pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah (IOS) rendah dan IOS tinggi terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan tingkat hutang. Berdasarkan *pecking order theory* (dalam Djuliana, 2014) menyatakan bahwa perusahaan memprioritaskan sumber-sumber pendanaan (dari pembiayaan internal untuk ekuitas) sesuai dengan prinsip usaha minimal, atau paling tidak resistensi, memilih untuk meningkatkan ekuitas sebagai pembiayaan terakhir. Sesuai dengan teori tersebut, tidak adanya suatu target untuk mengambil resiko dengan peningkatan kebijakan hutang atau lebih memilih untuk mengambil pendanaan dengan dana internal dengan memanfaatkan *free cash flow*. Rizqiyah (2011) dan Sugiharto (2008) dan Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan negatif terhadap

kebijakan hutang. Hal tersebut karena setelah krisis, manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang tinggi meningkatkan resiko kebangkrutan.

H₂: *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

METODE PENELITIAN

Jenis, Populasi dan Sampel Penelitian

Berdasarkan tujuan dan hipotesis yang telah dikemukakan diatas maka penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah terdiri atas perusahaan manufaktur di sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2010 sampai dengan tahun 2013. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (a) Perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang masih listing di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2010 sampai dengan tahun 2013. (b) Perusahaan yang pada periode pengamatan mengeluarkan laporan keuangan berturut-turut. (c) Perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang selama periode pengamatan memiliki data tentang Kepemilikan Institusional, *free cash flow*, dan Rasio Hutang.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Kepemilikan Institusional (INS)

Kepemilikan Institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *investment banking* (Masdupi dalam Putri, 2013). Kepemilikan institusional diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{INS} = \frac{\text{Jumlah lembar saham institusi}}{\text{Jumlah lembar saham beredar}}$$

Arus kas bebas (*free cash flow*)(FCF)

Free cash flow merupakan kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net value* positif. *Free cash flow* dalam penelitian ini dipakai sebagai variabel bebas, pengukuran menggunakan skala rasio. *Free cash flow* dihitung menggunakan Kieso et al. (2007), yaitu:

$$\text{FCF} = \text{aliran kas operasi} - \text{pengeluaran modal} - \text{dividen}$$

Arus kas operasi merupakan arus kas bersih yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan. Pengeluaran modal diperoleh dari selisih atas aset tetap akhir periode dengan aset tetap awal periode (Naini, 2014).

Kebijakan Hutang (KHU)

Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Kebijakan hutang merupakan perbandingan antara total Hutang dengan total ekuitas. Pengukuran menggunakan skala rasio dan dihitung dengan rumus (Sujoko dan Soebiantoro, 2007):

$$\text{KHU} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}}$$

Teknik Analisis Data

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk memastikan bahwa model regresi linier berganda telah memenuhi asumsi BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). Asumsi-asumsi yang harus dipenuhi adalah sebagai berikut:

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat variabel pengganggu atau residual yang memiliki distribusi normal (Ghozali, 2007). Dasar pengambilan keputusan dengan grafik *probability plot* adalah: (1) Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. (2) Jika data menyebar jauh dari diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak memenuhi asumsi normalitas.

Sedangkan untuk melakukan uji normalitas menggunakan uji *kolmogorov-smirnov*. Pedoman dalam pengambilan keputusan apakah distribusi data mengikuti distribusi normal adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikan (nilai probabilitasnya) $< 0,05$, maka distribusinya tidak normal. (2) Jika nilai signifikan (nilai probabilitasnya) $> 0,05$, maka distribusinya normal.

Gejala Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independent*). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independent (Ghozali, 2007). Multikolinearitas dapat dilihat dari: (1) nilai *tolerance*, dan (2) *variance inflation factor* (VIF), kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi, nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi, karena $VIF = 1/tolerance$. Nilai *cut off* yang dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance* $< 0,10$ atau VIF > 10 .

Gejala Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$. Cara untuk mendeteksi gejala autokorelasi adalah dengan melakukan tes *Durbin-Watson* (Ghozali, 2007). Apabila nilai berkisar antara dua (*Durbin-Watson* maksimal) dan 4-du (*Durbin-Watson* minimal) maka tidak ada masalah autokorelasi.

Gejala Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Sebuah model regresi yang baik apabila dalam model tersebut terjadi homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2007). Cara untuk mendeteksi kemungkinan terjadinya gejala heteroskedastisitas adalah dengan menggunakan grafik plot antara ZPRED dengan SRESID yang disebut grafik *scatterplot*. Dasar analisisnya sebagai berikut: (1) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan terjadi heteroskedastisitas. (2) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai koefisien determinasi dilihat pada *adjusted R square* yaitu apabila nilai R^2 mendekati 0 berarti menunjukkan kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen semakin kecil. Nilai R^2 semakin mendekati satu, berarti semakin baik model regresi tersebut dalam menjelaskan variabel terikat (Ghozali, 2007).

Analisis Regresi Linear Berganda.

Melakukan analisis regresi linier berganda dengan rumus sebagai berikut:

$$KHU = \beta_0 + \beta_1INS_1 + \beta_2FCF_2 + e$$

Keterangan:

KHU	= Kebijakan hutang
INS_1	= Kepemilikan Institusional
FCF_2	= <i>Free cash flow</i>
β_0	= <i>Interception point</i>
β_{1-2}	= Koefisien regresi untuk variabel bebas
e	= <i>Random error</i>

Uji F

Uji F dilakukan untuk menguji kelayakan suatu model regresi. Dalam penelitian ini digunakan tingkat signifikansi 0,05 atau 5%. Dengan kriteria sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $> 0,05$ Maka H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya pemodelan yang dibangun layak. (2) Jika nilai signifikansi $\leq 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya pemodelan yang dibangun tidak layak.

Uji t

Uji t dilakukan untuk mengetahui variabel bebas secara parsial atau individu memiliki pengaruh terhadap variabel terikat (Ghozali, 2007). Kriteria pengujian adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak, yang berarti tidak terdapat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. (2) Jika nilai signifikansi uji $t < 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, yang artinya terdapat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan demikian hipotesis dapat diterima dan terbukti.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Sampel Penelitian

Pada penelitian ini digunakan sampel laporan keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) di sektor barang konsumsi. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, periode pengamatan tahun 2010-2013 ditemukan sebanyak 39 perusahaan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Setelah diseleksi tinggal 27 perusahaan yang memenuhi kriteria, sehingga total keseluruhan data yang dijadikan sampel adalah 108 *firm year*.

Data Outlier

Berdasarkan dari kriteria sampel yang telah ditentukan, diperoleh data 27 sampel perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi selama periode 2010-2013 dengan total keseluruhan data yang dijadikan sampel adalah 108. Dari 108 data, terdapat data yang memiliki rentang yang jauh dari data observasi lainnya sehingga data tersebut perlu di *outlier*.

Menurut Ghozali (2007:36) bahwa data *outlier* merupakan kasus atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk sebuah variabel tunggal atau variabel kombinasi. Data yang *outlier* umumnya nilai *Z score* antara rentang: (a) -3 sampai +3 bila nilai jumlah datanya banyak. (b) -2,56 sampai +2,56 bila data yang diuji dengan *outlier* masih belum normal (c) -1,96 sampai +1,96 bila data yang diuji dengan nilai *outlier* diatas masih belum normal juga.

Data *outlier* yang ditemukan dalam sampel sebanyak 3 data. Dengan demikian tersisa 105 data pengamatan yang dapat digunakan untuk penelitian. Berikut ini 3 data yang termasuk data *outlier*:

Tabel 1
Data Outlier

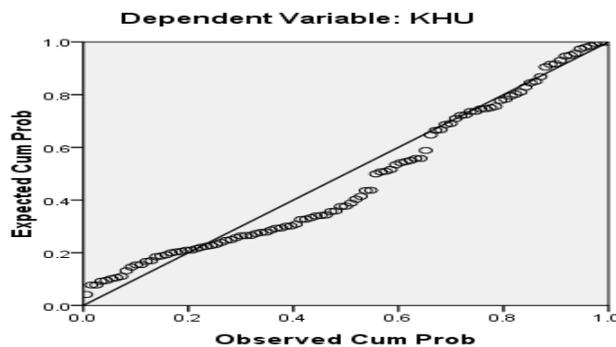
No	Kode Perusahaan	Tahun	KHU
1	AISA	2010	2,283
2	RMBA	2012	2,605
3	RMBA	2013	9,469

Sumber: data diolah, 2015

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 2
Grafik Normal P-P Plot
Sumber: Output SPSS 16

Berdasarkan gambar diatas, dapat diketahui bahwa titik-titik menyebar disekitar garis diagonal dan juga mengikuti garis diagonal, sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai residual yang dihasilkan dari regresi terdistribusi secara normal.

Tabel 2
One-Sample Kolmogorof-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N	Mean	105
Normal Parameter ^a	Std.	.0000000
	Deviation	.47427332
	Most Extreme Different	
	Absolute	.129
	Positive	.129
	Negative	-.066
Kolmogorof-Smirnov Z		1.322
Asymp. Sig. (2-tailed)		.061

a. Test distribution is Normal.

Sumber: Output SPSS 16

Berdasarkan tabel 2 *One-Sample Kolmogorof-Smirnov Test* yang menyatakan bahwa nilai Kolmogorov-Smirnov adalah 1,322 dan memiliki nilai signifikansi (Asymp. Sig. 2-tailed) sebesar 0,061. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 ($0,061 > 0,05$), yang berarti H_0 diterima dan artinya data residual dari regresi tersebut terdistribusi secara normal

Uji Multikolinearitas

Berdasarkan hasil pengolahan SPSS 16 diperoleh nilai *tolerance* dan VIF sebagai berikut:

Tabel 3
Uji Multikolinearitas

		Coefficients ^a	
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	INS	.981	1.019
	FCF	.981	1.019

a. Dependent Variable: KHU

Sumber: Output SPSS 16

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan hasil bahwa nilai VIF (*variance inflation factor*) kedua variabel (INS dan FCF) kurang dari 10 dan nilai *tolerance* lebih dari 0,1 sehingga hal tersebut menunjukkan bahwa tidak terjadi masalah multikolinearitas pada model regresi tersebut.

Uji Autokorelasi

Berdasarkan hasil SPSS 16 diperoleh nilai statistik Durbin-Watson sebagai berikut:

Tabel 4
Uji Autokorelasi

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.303 ^a	.092	.074	.478900	1.811

a. Predictors: (Constant), FCF, INS

b. Dependent Variable: KHU

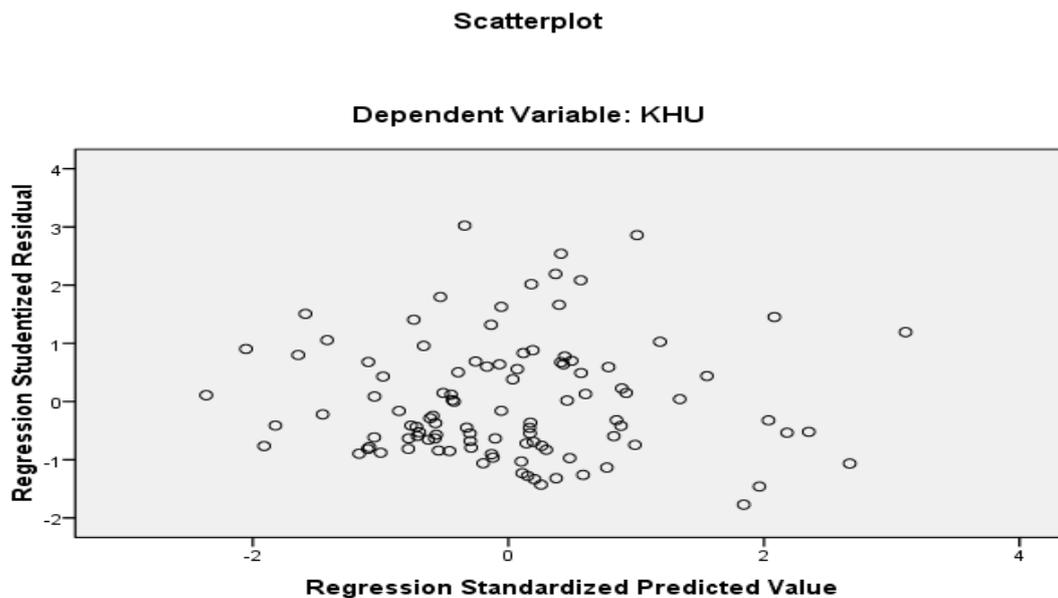
Sumber: Output SPSS 16

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa hasil uji autokorelasi yang menunjukkan nilai *Durbin-Watson* hitung sebesar 1,811. Berikut ini nilai yang dilihat dari tabel *Durbin-*

Watson dengan $\alpha=5\%$ dan diperoleh nilai $d_l=1,6433$ dan $d_u=1,7269$ untuk nilai $(4-d_l)=2,3567$ dan $(4-d_u)=2,2731$. Dan nilai 1,811 pada tabel 4 terletak diantara nilai d_u dan $(4-d_u)$ sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi tidak terdapat masalah autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

dibawah ini merupakan hasil pengujian heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik *scatterplot*:



Gambar 3
Uji Heteroskedastisitas
Sumber: *Output SPSS 16*

Berdasarkan gambar 3 tersebut, dapat diketahui bahwa titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y dan tidak membentuk pola yang jelas. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas dalam model regresi.

Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan *output* SPSS 16 hasil koefisien determinasi disajikan dalam tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Summary^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.303 ^a	.092	.074	.074	.478900

a. Predictors: (Constant), FCF, INS

b. Dependent Variable: KHU

Sumber: *Output SPSS 16*

Berdasarkan tabel 5 dapat diketahui bahwa nilai koefisien determinasi yang terletak pada kolom *Adjusted R Square* sebesar 0,074. Artinya sebesar 7, 4% variabel independent yang terdiri dari variabel kepemilikan institusional dan *free cash flow* dapat menjelaskan

variabel dependen, yaitu kebijakan hutang. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel dalam penelitian.

Analisis Regresi Linier Berganda.

Perhitungan analisis regresi linier berganda ini dilakukan dengan menggunakan *software* SPSS 16. Persamaan regresi linier berganda diperoleh sebagai berikut:

$$KHU = 0,754 + 0,018INS - 1,603FCF + e$$

Uji F (*goodness of fit*)

Uji F ini digunakan untuk menguji kelayakan model regresi, apakah pemodelan regresi yang telah dibangun tersebut telah memenuhi kriteria fit atau tidak. Hasil dari output SPSS 16 untuk uji F tersaji dalam tabel 6 berikut ini:

Tabel 6
Uji *goodness of fit*
ANOVA^b

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	2.367	2	1.184	5.160	.007 ^a
Residual	23.393	102	.229		
Total	25.760	104			

a. Predictors: (Constant), FCF, INS

b. Dependent Variable: KHU

Sumber: Output SPSS 16

Berdasarkan tabel 6 uji *goodness of fit* dapat diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 5,160 dengan nilai signifikansi 0,007. Nilai signifikansinya lebih kecil dari α (0,05), sehingga dapat disimpulkan bahwa pemodelan regresi yang dibangun telah memenuhi kriteria fit (sesuai) dan dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan hutang atau dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusional dan *free cash flow* secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Uji t

Uji t digunakan untuk mengetahui variabel bebas secara parsial atau individu mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Ghozali, 2007). Hal tersebut mengidentifikasi apakah INS dan FCF secara parsial berpengaruh terhadap KHU. dari hasil pengujian SPSS 16 tersaji dalam tabel 7 berikut ini:

Tabel 7
Uji t
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 (Constant)	.754	.220		3.418	.001
INS	.018	.281	.006	.064	.949
FCF	-1.603	.502	-.304	-3.190	.002

a. Dependent Variable: KHU

Sumber: Output SPSS 16

Berdasarkan hasil dari uji t dapat dilihat dalam tabel 7 yang menunjukkan bahwa pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen secara individu dapat diuraikan sebagai berikut:

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang

Berdasarkan hasil pengujian dari tabel 7 dapat diketahui bahwa nilai kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang adalah t hitung sebesar 0,064 dan tingkat signifikansi 0,949. Dengan tingkat signifikansi yang lebih besar dari $\alpha=0,05$ hal tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama (H_1) yaitu kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang ditolak.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan kehadiran investor institusional pada perusahaan industri manufaktur di sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2006) dan Naini (2014) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil tidak berpengaruh signifikan tersebut mengindikasikan bahwa besar kecilnya kepemilikan institusional tidak akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kebijakan hutang, karena Manajer dianggap sebagai pengelola perusahaan merupakan pihak yang lebih mengetahui keadaan perusahaan sehingga dalam menentukan hutang akan mempertimbangkan segala risiko atas penggunaan hutang sebagai pendanaan dengan mempertimbangkan faktor lain secara internal maupun eksternal untuk memenuhi kebutuhan perusahaan yang akan digunakan untuk menentukan berapa besar hutang yang akan diambil.

Menurut Patricia (2014) investor institusional sebagai pengawas agen. Distribusi saham antara pemegang saham dari luar dapat mengurangi biaya keagenan, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen (Faizal, 2004). Sehingga manajemen akan berperan aktif dalam pengelolaan perusahaan dan bekerja lebih giat untuk memperoleh keuntungan. Hal tersebut dapat membuktikan bahwa manajemen merupakan pihak yang lebih mengerti terhadap kebutuhan pendanaan di dalam perusahaan pasti akan lebih berhati-hati dengan mempertimbangkan faktor internal maupun eksternal, dan kepemilikan institusional merupakan pihak yang mengikuti keputusan manajemen dalam mengambil keputusan kinerja keuangan termasuk pengambilan kebijakan hutang, dengan demikian kepemilikan institusional berlaku sebagai pengawas terhadap kinerja manajemen dalam memanfaatkan dana didalam perusahaan.

Pengaruh free cash flow terhadap kebijakan hutang

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* atau aliran kas bebas mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yang diprosikan dengan KHU yang menghasilkan nilai t hitung sebesar -3,190 dan tingkat signifikansi sebesar 0,002. Dengan demikian, tingkat signifikansi yang lebih kecil dari $\alpha= 0,05$ menunjukkan tingkat signifikan kuat. Hal tersebut menunjukkan bahwa hipotesis kedua (H_2) yaitu *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang diterima. *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai koefisien β negatif.

Koefisien variabel *free cash flow* di atas menghasilkan tanda negatif. Tanda tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka kebijakan hutang semakin menurun,

begitu pula sebaliknya semakin rendah *free cash flow* maka semakin tinggi level kebijakan hutang yang diambil dalam perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rizqiyah (2011) dan Sugiharto (2008) yang menyatakan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan secara parsial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur.

Pendapat Brigham dan Houston (2004:65) mengartikan arus kas bebas adalah kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aset tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Maka dengan adanya *free cash flow* yang berlebih membuat manajemen perusahaan memanfaatkan dana tersebut untuk pengelolaan operasional perusahaan dengan sebaik mungkin sehingga dapat diperoleh keuntungan melalui pengelolaan dana tersebut. Myers dan Majluf (dalam Mursalim, 2009) mengemukakan hipotesis *pecking order theory* bahwa keuntungan perusahaan yang tinggi membutuhkan utang yang kecil sebab perusahaan memiliki kas secara internal. Penelitian tersebut sejalan dengan Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang mengungkapkan bahwa profitabilitas yang semakin meningkat akan meningkatkan laba yang ditahan. Tersedianya dana intern yang semakin meningkat akan menurunkan minat perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dengan kelebihan dan dari keuntungan arus kas bebas, perusahaan tidak memerlukan dana dari hutang, karena perusahaan akan menjalankan usahanya melalui sumber dana internal yang diperoleh dari laba ditahan.

Naini (2014) mengungkapkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah kebijakan hutang, begitu pula sebaliknya semakin rendah profitabilitas maka semakin tinggi tingkat kebijakan hutang. Sama halnya dengan adanya *free cash flow* yang tinggi perusahaan justru akan mengurangi keputusan untuk mengambil hutang, dikarenakan aliran kas internal (*free cash flow*) dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan dengan mengalokasikan sebagian besar keuntungan laba ditahan tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang. Karena dengan mengambil maupun menambah kebijakan untuk berhutang, perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga. Penggunaan hutang juga beresiko apabila perusahaan tidak mampu membayar hutang sehingga akan terancam kebangkrutan atau likuidasinya. Dengan merasakan langsung manfaat yang didapat dengan pengelolaan dana internal perusahaan akan berfikir kembali apabila akan mengambil keputusan untuk melakukan kebijakan hutang.

Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2006) yang membuktikan bahwa *free cash flow* secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut menunjukkan bahwa setelah krisis, manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang tinggi meningkatkan resiko kebangkrutan. Berkurangnya hutang diharapkan dapat meningkatkan keuntungan investasi dan operasi perusahaan pada tahun selanjutnya. Tidak hanya digunakan untuk membayar hutang akan tetapi *free cash flow* juga dapat digunakan untuk keperluan *investment*. Dengan demikian, dengan adanya *free cash flow* yang tinggi selain untuk membayar hutang juga dapat dimanfaatkan sebagian untuk investasi terhadap aset tetap. Dengan tingginya aset tetap yang dimiliki perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi stabil dan tidak memerlukan level hutang yang tinggi.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang ditolak. Maka dapat disimpulkan bahwa besar kecilnya kepemilikan institusional tidak akan berpengaruh terhadap keputusan pengambilan kebijakan hutang. Manajemen yang berperan aktif dalam pengelolaan perusahaan dan bekerja lebih giat untuk memperoleh keuntungan. Hal tersebut dapat membuktikan bahwa manajemen merupakan pihak yang lebih mengerti terhadap kebutuhan pendanaan di dalam perusahaan, mereka pasti akan lebih berhati-hati dengan mempertimbangkan faktor internal maupun eksternal. Kepemilikan institusional merupakan pihak yang mengikuti keputusan manajemen dalam mengambil keputusan kinerja keuangan termasuk pengambilan kebijakan hutang, akan tetapi kepemilikan institusional berlaku sebagai pengawas terhadap kinerja manajemen didalam perusahaan dan bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen.

Hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan adanya *free cash flow* yang tinggi perusahaan akan mengurangi keputusan untuk mengambil hutang, dikarenakan aliran kas internal (*free cash flow*) dapat digunakan untuk membiayai operasional perusahaan dengan mengalokasikan sebagian besar keuntungan laba ditahan. Dengan demikian kelebihan dana dari keuntungan arus kas bebas dimanfaatkan untuk menjalankan usahanya tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang. Selain itu, dengan *free cash flow* dapat juga dimanfaatkan sebagian untuk investasi terhadap aset tetap karena dengan tingginya aset tetap yang dimiliki perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi stabil dan tidak memerlukan level hutang yang tinggi.

Saran

Untuk peneliti yang selanjutnya diharapkan dapat memperluas objek penelitian seperti menambah jumlah sampel sehingga dapat menggeneralisasi semua jenis industri. Dengan jumlah sampel yang lebih besar dan periode pengamatan yang relatif lama diharapkan dapat memberikan hasil yang lebih valid dan mendekati kondisi yang sebenarnya.

Untuk itu disarankan pada penelitian selanjutnya dapat menambah variabel lain seperti ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial, aset tetap, profitabilitas, *growth*, risiko bisnis. Dan factor ekonomi secara global seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi, kebijakan pemerintah dan krisis global juga dapat digunakan dalam menganalisis pada penelitian selanjutnya sehingga akan diperoleh hasil yang lebih bervariasi dalam memberikan penjelasan mengenai pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap kebijakan hutang yang akan diambil oleh perusahaan. Selain itu diharapkan pada peneliti selanjutnya untuk dapat menguji faktor set kesempatan investasi (IOS) dalam penelitiannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Anggraini, N. dan C. Srimindarti. 2009. Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional Dan Kebijakan Hutang Terhadap Kepemilikan Manajerial. *Kajian Akuntansi*. Vol 1 No. 2. Agustus: 133-152.
- Atmajaya, L. S. 2002. *Manajemen Keuangan (Edisi Revisi)*. Edisi Kedua. Andi.Yogyakarta.
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2004. *Fundamental of Financial Management*. Edisi Kesepuluh. Buku 1.South-Weastern. Singapore. Terjemahan A.A Yulianto. 2009. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Buku 1.Salemba Empat. Jakarta.
- Djuliana. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Asset, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal. Skripsi. Program Studi Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Faizal. 2004. Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. *Simposium Nasional Akuntansi*.Vol VII. 2-3 Desember:197-207.
- Fitri, I. dan Mamduh, M. H. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Deviden: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*.16-17 Oktober: Hal 260-277.
- Ghozali, I. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS*. Badan Penerbit Universitas diponegoro. Semarang.
- Gusti B. F. 2013. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI.Skripsi.Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang. Padang.
- 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*.Vol II No. 3. Desember 2009 189-207.
- Kieso, D. E., J. J. Weygandt dan T. D. Warfield. 2007. *Intermediate Accounting*. Twelfth Edition.John Wiley & Son, Inc. USA. Terjemahan E. Salim. 2008. *Akuntansi Intermediate*. Edisi Keduabelas. Jilid 2.Erlangga. Jakarta.
- Larasati, E. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*.TH.16 No. 2. Juli: 103-107.
- Listyani, T. T. 2003. Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya terhadap Kepemilikan Saham Institusional.*Jurnal Maksi*.Vol 3. Agustus: 98-141.
- Munawir, S. 1979. *Analisa Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. Liberty Yogyakarta.Yogyakarta.
- Mursalim. 2009. Analisis Persamaan Struktural: Aktivisme Institusi, Kepemilikan Institusional dan Manajerial, Kebijakan Deviden, dan Utang Untuk Mengatasi Masalah Keagenan.*Jurnal Akuntansi Dan Auditing Indonesia*Vol 13 No 1. Juni: Hal 45-61
- Naini, D. I. 2014.Pengaruh Free Cash flowdan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang serta Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan.*Skripsi*.Program Studi Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Patricia, M. 2014. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan.*Skripsi*.Fakultas ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.
- Pebrianti, A. R. 2006. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Yang Go Public Di Bursa Efek Jakarta Periode 1999 - 2003 (Satuan Kajian dari Persepektif Biaya Keagenan). *Tesis*.Program Studi Ilmu Manajemen Pasca Sarjana Universitas Airlangga. Surabaya.

- Prastowo, D. dan R. Julianty. 2008. Analisis Laporan Keuangan: Konsep dan Aplikasi. UppStim YKPN. Yogyakarta.
- Putri, G. A. P. 2013. Analisa Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.
- Putri, I. F. dan M. Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. 23-26 Agustus.
- Rizqiyah, N. 2011. Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga. Surabaya.
- Sugiharto, E. 2008. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, dividend Yield, Insider Ownership dan firm Size Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Otomotif Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga. Surabaya.
- Sugiyono. 2007. *Statistika Untuk Penelitian*. Alfabeta. Bandung.
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9 (1): 41-48.
- Tarjo dan Jogyianto. 2003. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional akuntansi VI Surabaya*. 16-17 Oktober: 278-293
- Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang: Sebuah Perspektif Teori Agensi. *Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia*. 1084-1107.
- www.idx.co.id

