

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

Moch. Andri Cahyono

andrichelsea04@gmail.com

Bambang Suryono

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to test whether the profitability, managerial ownership and free cash flow gives influence to the debt policy. Meanwhile, the sample of this research is Property and Real estate Company which is listed in Indonesia Stock Exchange. The sample collection technique of this research has been done by using purposive sampling method. The data type of this research has been done by using documentary data which is collected through capital market reference center (Indonesia Stock Exchange), Indonesia Stock Exchange website (www.idx.co.id). The research methodology of this research is used quantitative; meanwhile the analysis technique has been carried out by using multiple linear regressions analysis. The result of this research shows that the coefficient determination value is 27.9%, and partially the variables of profitability, managerial ownership, and free cash flow gives significant influence to the debt policy, also the result of hypothesis test i.e. the influence of variables of profitability and managerial ownership gives negative and significant influence to the debt policy, meanwhile free cash flow give positive and significant influence to the debt policy.

Kata kunci : profitabilitas, kepemilikan manajerial, free cash flow, kebijakan hutang.

Keywords: Profitability, managerial ownership, free cash flow, debt policy.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan sampel dari penelitian ini adalah perusahaan Property dan Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan metode purposive sampling. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter yang dikumpulkan melalui Pusat Referensi Pasar Modal (Bursa Efek Indonesia), Website *Indonesian Stock Exchange* (www.idx.co.id). Metode penelitian dalam penelitian ini yaitu kuantitatif, sedangkan teknik analisa yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan regresi linier berganda. Hasil dari penelitian nilai koefisien determinasi sebesar 27,9%, dan masing-masing dari variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, serta hasil pengujian hipotesis yaitu pengaruh variabel profitabilitas dan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kata kunci : profitabilitas, kepemilikan manajerial, free cash flow, kebijakan hutang

PENDAHULUAN

Salah satu sektor pendukung untuk kelangsungan suatu industri yaitu tersedianya sumber dana. Sumber dana yang dapat diperoleh pada suatu industri yaitu dengan cara menjual saham kepada publik dipasar modal. Pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk menarik dana dari masyarakat yang kemudian, disalurkan ke sektor-sektor produktif. Pasar modal juga dapat dikatakan sebagai wadah yang dapat menghilangkan monopoli sumber modal dan monopoli kepemilikan perusahaan (Febrianti,

2010:1). Investor dalam menanamkan sejumlah dana atau modal keperusahaan, hal utama yang diharapkan seorang investor adalah adanya keuntungan yang akan diperoleh di masa datang. Kebijakan utang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang sangat penting bagi perusahaan. Manajer selaku pengelola perusahaan harus memilih kombinasi sumber dana perusahaan dengan teliti karena setiap sumber dana memiliki konsekuensi finansial yang berbeda-beda, termasuk utang yang dirasakan lebih berisiko mengancam likuiditas perusahaan. Kebijakan utang adalah segala jenis utang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan, baik utang lancar maupun utang jangka panjang (Indahningrum dan Handayani, 2009). Dana yang diperoleh dari utang akan digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena perusahaan dianggap memiliki kemampuan dan prospek yang bagus oleh investor.

Dalam menetapkan kebijakan utang, manajer sudah seharusnya berdiskusi dengan para pemegang saham untuk mendapatkan proporsi utang yang baik sehingga dapat mencapai tujuan perusahaan. Perbedaan posisi antara manajer yang bertindak selaku *agent* dan pemegang saham yang bertindak selaku *principal* menimbulkan kepentingan yang berbeda Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pemegang saham mempunyai kepentingan untuk mengamankan dana yang diinvestasikan serta mendapatkan keuntungan dari dana yang diinvestasikan tersebut, sedangkan manajer sebagai pihak *agent* berkepentingan terhadap gaji dan bentuk-bentuk kompensasi yang lain sebagai imbalan terhadap pengelolaan perusahaan yang telah dilakukannya. Jensen dan Meckling (1976) pada kenyataannya, manajer akan lebih mengutamakan kepentingan untuk mencapai tingkatan gaji dan kompensasi yang tinggi dibanding berusaha untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan. Hal ini dapat memicu munculnya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang sering disebut konflik keagenan (*agency conflict*). Konflik keagenan juga dapat terjadi karena manajer memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan yang dimiliki oleh pemegang saham atau disebut dengan *asymmetric information* (Brigham, 2007).

Profitabilitas merefleksikan pendapatan yang dapat digunakan untuk pendanaan investasi. Profitabilitas juga menentukan kebijakan utang yang akan diambil oleh perusahaan. Sesuai dengan *Pecking Order Theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan yang terdiri atas aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi daripada pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Profitabilitas merupakan daya tarik utama bagi pemilik perusahaan (pemegang saham) karena profitabilitas adalah hasil yang diperoleh melalui usaha manajemen atas dana yang diinvestasikan para pemegang saham dan juga mencerminkan pembagian laba yang menjadi haknya yaitu seberapa banyak yang diinvestasikan kembali dan seberapa banyak yang dibayarkan sebagai dividen tunai ataupun dividen saham kepada mereka. Hasil penelitian Clarashinta (2014), menyatakan profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menghasilkan dana internal lebih banyak yang dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sehingga berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan utang oleh perusahaan.

Suatu perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana yang besar dan melakukan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana diperoleh tersebut diinvestasikan. Kepemilikan manajerial merupakan tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan seperti direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan

keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Hasil penelitian Silitonga (2014), menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa rendahnya kepemilikan saham oleh manajer dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri. Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan dengan teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih.

Free cash flow merepresentasikan *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah dikurangi biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar utang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. *Free cash flow* memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada *shareholders*. *Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk operasi atau investasi. Pemegang saham menginginkan kelebihan dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraan mereka, sedangkan manajer berkeinginan menggunakan kelebihan dana yang ada untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa yang akan datang akan menambah insentif bagi manajer. Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi juga akan memiliki hutang yang tinggi juga, dikarenakan *free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk operasi atau investasi. Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah diuraikan diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: Apakah profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang? Sedangkan tujuan yang diharapkan dapat dicapai dari penelitian ini adalah: Untuk menguji pengaruh profitabilitas, dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang.

TINJAUAN TEORETIS

Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Husnan (2007) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Perilaku *pecking order* selain dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi juga cenderung didorong dengan adanya pajak dan biaya transaksi. Dalam hal ini, dengan menetapkan jumlah utang dan investasi tetap konstan, kenaikan dalam penerbitan ekuitas akan selalu mengarahkan pada dividen yang lebih besar. Dividen yang lebih besar selanjutnya akan menambah beban pajak pribadi. Oleh karena itu akan cukup beralasan apabila perusahaan berusaha untuk menekan penerbitan ekuitas baru. Disamping itu, menurut Brigham (2007), biaya pada umumnya lebih kecil jika perusahaan menerbitkan utang dibandingkan menerbitkan saham baru. Dalam kaitannya dengan nilai perusahaan, *pecking order theory* telah memberikan gambaran bahwa penggunaan utang akan memberikan manfaat sekaligus biaya dan risiko sebagaimana dinyatakan oleh Brigham (2007) yang mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Sehingga penggunaan utang yang optimal dan dipertimbangkan terhadap karakteristik spesifik perusahaan (*asset*, pangsa pasar dan kemampuan) akan menghindarkan perusahaan

dari risiko gagal pemenuhan kewajiban sehingga perusahaan terhindar dari penurunan kepercayaan investor yang berimplikasi pada menurunnya nilai perusahaan.

Agency Theory

Teori keagenan disebutkan bahwa terdapat pendelegasian wewenang dari pemilik perusahaan (*principal*) kepada manajemen perusahaan (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut. Pembuatan keputusan oleh manajer perusahaan (*agent*) harus bisa diterima sebagai sarana pemenuhan kebutuhan ekonomi dengan segala konsekuensinya. Teori keagenan sudah mulai berkembang berawal dari adanya penelitian oleh Jensen dan Meckling (1976) yang mengacu pada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan disebut *principal*. Maksimalisasi kekayaan *principal* akan diserahkan kepada pihak-pihak yang dianggap profesional untuk mengelola perusahaan. Pihak profesional tersebut dalam perusahaan disebut sebagai manajemen, yang dalam teori keagenan disebut sebagai *agent*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency conflict* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajemen atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi ini akan menimbulkan kecenderungan manajemen untuk bertindak mementingkan kepentingan sendiri dan tidak berdasarkan maksimalisasi kemakmuran *principal* lagi. Hendriksen dan Michael (2001:206) menyatakan bahwa hubungan manajer dan pemilik sebagai hubungan dua individu untuk lebih memahami informasi ekonomi. Dua individu tersebut *principal* (pemilik, yang disebut sebagai evaluator informasi) dan *agent* (manajer, yang disebut sebagai pengambilan keputusan). *Prinsipal* dipandang sebagai pemberi informasi yang selanjutnya informasi tersebut akan diolah oleh *agent* untuk pengambilan keputusan bagi kepentingan *prinsipal*. Teori keagenan berusaha untuk menjawab masalah keagenan yang terjadi jika pihak-pihak yang saling bekerja sama memiliki tujuan dan pembagian kerja yang berbeda. Secara khusus teori keagenan membahas tentang adanya hubungan keagenan, dimana suatu pihak tertentu (*principal*) mendelegasikan pekerjaan kepada pihak lain (*agent*) yang melakukan pekerjaan. Teori keagenan ditekankan untuk mengatasi dua permasalahan yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan (Darmawati, 2005).

Profitabilitas

Rasio profitabilitas disebut juga rasio kinerja operasi. Rasio profitabilitas atau kinerja operasi digunakan untuk mengevaluasi margin laba dari aktivitas operasi yang dilakukan perusahaan. Joni dan Lina (2010:49), mengemukakan bahwa rasio profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aktiva, dan modal. Dalam hubungannya dengan penjualan dan investasi, rasio profitabilitas dapat diklasifikasikan menjadi margin laba kotor (*gross profit margin*), margin laba operasi (*operating profit margin*), margin laba sebelum pajak (*pretax profit margin*), margin laba bersih (*net profit margin*), *return on assets* atau *return on investment*, dan *return on equity*. Kasmir (2010:45) profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan dan juga memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi, intinya adalah bahwa rasio ini menunjukkan efisiensi perusahaan. Menurut (Brigham, 2007:40), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan internal. Rasio profitabilitas yang menjadi fokus dalam penelitian ini adalah *return on equity* (ROE). *Return on equity* menurut Syamsuddin (2009:63) merupakan pengukuran kemampuan suatu perusahaan dengan modal sendiri yang bekerja didalamnya untuk menghasilkan laba yang tersedia bagi pemegang saham.

Investor yang potensial akan menganalisis dan dengan cermat kelancaran sebuah perusahaan dan kemampuannya untuk mendapatkan keuntungan (profit) karena investor mengharapkan dividend dan harga pasar dari sahamnya. Semakin besar ROE semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan, kenaikan rasio ini yang berarti terjadi kenaikan laba bersih yang didapat oleh perusahaan, kenaikan laba akan menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan.

Kepemilikan Manajemen

Pengelolaan perusahaan pada umumnya bertujuan untuk memakmurkan pemiliknya, semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Untung dan Hartini, 2006). 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. Berdasarkan teori keagenan (*agency theory*), adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problems*), yaitu ketidaksejajaran antara prinsipal (pemilik atau pemegang saham) dan agent (manajer). Kepemilikan manajemen adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris) (Diyah dan Erman, 2009). Dengan adanya kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan akan menimbulkan dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan meningkat sebagai akibat kepemilikan manajemen yang meningkat. Kepemilikan manajemen yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial tentu akan mendorong pihak manajer untuk bertindak sejalan dengan keinginan pemegang saham dengan meningkatkan kinerja dan tanggung jawab dalam mencapai kemakmuran pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan oleh manajemen yang besar akan efektif memonitor aktivitas perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham ini mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Mekanisme pengawasan terhadap manajemen tersebut menimbulkan suatu biaya yaitu biaya keagenan, oleh karena itu salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen (Haruman, 2008). Kepemilikan saham oleh manajemen dapat mengindikasikan adanya kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri.

Free Cash Flow

Menurut Hanafi, (2008:41) pendanaan yang dilakukan oleh manajemen yang pertama kali dipilih adalah dana internal terlebih dahulu (dari laba ditahan) kemudian diikuti hutang, baru akhirnya penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. *Free Cash Flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau asset tetap (Tarjo, 2005). Sedangkan Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Hasil penelitian Makaryanawati dan Mamdy (2009) menunjukkan bahwa variabel *free cash flow*, berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel kebijakan hutang. Hal ini terjadi pada saat perusahaan dalam keadaan stabil, sehingga demi mengurangi risiko kebangkrutan yang diakibatkan oleh hutang, perusahaan akan berusaha menguranginya dengan mengalokasikan *free cash*

flow untuk membayar hutang. Dapat disimpulkan bahwa semakin besar *free cash flow*, akan mengakibatkan turunnya kebijakan hutang perusahaan. Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipertahankan. Dengan adanya hutang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas. Hal ini sesuai dengan teori arus kas bebas struktur modal (Damayanti, 2006). *Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Tarjo dan Jogiyo, 2003).

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang perusahaan yang merupakan hasil pembagian antara kewajiban jangka panjang dengan jumlah total antara kewajiban jangka panjang dan modal sendiri. Pendanaan dari luar akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen disamping itu utang juga akan menurunkan kelebihan aliran kas yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen. Penggunaan hutang perusahaan akan memaksa manajemen untuk bertindak lebih efisien dan tidak konsumtif karena adanya risiko kebangkrutan, dengan adanya penggunaan hutang yang digunakan untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan mengeluarkan hutang berarti memberikan signal kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan (Nugroho, 2006:32). Kebijakan hutang perusahaan dapat dilihat dari rasio *leverage* perusahaan. *Leverage* adalah rasio yang membandingkan antara dana yang berasal dari pemilik dengan dana yang berasal dari kreditor. Pada umumnya kreditor dan calon kreditor memerlukan informasi berapa dana pemilik sebagai dasar menentukan tingkat keamanan kredit. Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Tetapi manajer tidak menyukai pendanaan tersebut dengan alasan bahwa hutang mengandung resiko yang tinggi. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional

Perumusan Hipotesis

Hubungan Profitabilitas dengan Kebijakan Hutang

Menurut Joni dan Lina (2010:49), rasio profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aktiva, dan modal. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Perusahaan yang baik (sehat) mempunyai profitabilitas yang besar dan cenderung memiliki laporan keuangan yang sewajarnya sehingga potensi untuk mendapatkan opini yang baik akan lebih besar dibandingkan dengan jika profitabilitasnya rendah. Profitabilitas merupakan daya tarik utama bagi pemilik perusahaan (pemegang saham) karena profitabilitas adalah hasil yang diperoleh melalui usaha manajemen atas dana yang di investasikan para pemegang saham dan juga mencerminkan pembagian laba yang menjadi haknya yaitu seberapa banyak yang di

investasikan kembali dan seberapa banyak yang dibayarkan sebagai dividen tunai ataupun dividen saham kepada mereka. Hasil penelitian Clarashinta (2014), menyatakan profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menghasilkan dana internal lebih banyak yang dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sehingga berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan utang oleh perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajemen adalah pihak manajerial dalam suatu perusahaan yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan (Wahidahwati, 2002). Manajemen sangat berperan dalam menjalankan kelangsungan usaha suatu perusahaan. Dimana, manajemen tidak hanya berperan sebagai pengelola perusahaan saja melainkan juga berperan sebagai pemegang saham. Manajemen akan bertanggung jawab atas seluruh kegiatan usaha yang telah dilakukannya dengan melakukan pengungkapan dalam laporan keuangan perusahaan. Manajer sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Hasil penelitian Silitonga (2014), menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa rendahnya kepemilikan saham oleh manajer dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri. Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan dengan teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Hubungan Free Cash Flow dengan Kebijakan Hutang

Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipertahankan. Dengan adanya hutang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas. Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. *Free cash flow* merepresentasikan *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah dikurangi biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi juga akan memiliki hutang yang tinggi juga, dikarenakan *free cash flow*

merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk operasi atau investasi. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

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

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Obyek) Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan adalah bersifat asosiatif yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih, sedangkan metode penelitian yang digunakan adalah metode kuantitatif dengan menganalisis data-data sekunder. Penelitian kuantitatif adalah penelitian yang menekankan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran variabel-variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik. Sedangkan data sekunder merupakan sumber data penelitian yang diperoleh secara tidak langsung yaitu melalui media perantara. Menurut Sugiyono (2009:72), populasi adalah kumpulan semua anggota dari objek yang diteliti. Adapun populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan cara sampling jenuh yakni teknik pengambilan sampel yang tergolong *non probability sampling* yang tidak menggunakan semua anggota populasi tersebut. Dalam penelitian ini teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dimana sampel yang dipilih berdasarkan pertimbangan atau kriteria-kriteria tertentu dari penelitian yang dilaksanakan. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah: (1) Seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan masih tercatat sebagai emitmen sampai tanggal 31 Desember 2015 dan laporan keuangan telah diaudit; (2) Perusahaan dikelompokkan ke dalam jenis sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai tanggal 31 Desember 2015; (3) Perusahaan properti dan real estate yang dapat diperoleh laporan keuangan tahunan auditan per 31 Desember secara berturut-turut untuk tahun 2011-2015 dinyatakan dalam rupiah; (4) Perusahaan properti dan real estate yang memiliki data mengenai kepemilikan manajerial.

Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder mengacu pada informasi yang dikumpulkan oleh seseorang, bukan penelitian melakukan studi mutakhir (Sekaran, 2006:65). Data sekunder ini berdasarkan laporan keuangan masing-masing perusahaan properti dan real estate yang telah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Berdasarkan sumbernya, data yang digunakan dalam penelitian ini seluruhnya adalah data sekunder eksternal, yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara, yaitu melalui *browsing* internet pada *website Indonesian Stock Exchange (www.idx.co.id)*, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* serta melakukan kunjungan ke Galeri Investasi Pojok Bursa Efek Stiesia. Teknik pengumpulan data merupakan usaha untuk memperoleh data yang dibutuhkan oleh peneliti. Untuk memperoleh data yang relevan, yang meliputi laporan keuangan dan *annual report*, dan informasi lainnya peneliti memperoleh data dalam bentuk dokumentasi yaitu mengumpulkan data dengan menyalin, mengolah, serta mengutip dari catatan berupa dokumen yang diperoleh. Dalam hal ini berupa laporan keuangan perusahaan properti dan real estate yang telah diaudit dari tahun 2011-2015.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Profitabilitas (*profitability*) adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio *return on equity*. *Return on equity* (ROE) merupakan rasio laba (rugi) sebelum pajak terhadap total ekuitas. Skala pengukurannya adalah skala rasio dan dinyatakan dalam persentase. Dalam penelitian ini profitabilitas diukur dengan menggunakan rumus:

$$PRO = \frac{\text{Laba Sebelum Pajak}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

Kepemilikan Manajerial diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah saham yang dimiliki manajer atau direksi dan dewan komisaris terhadap total saham yang beredar. Untuk perhitungan kepemilikan manajerial menggunakan rumus:

$$KMJ = \frac{\text{Jumlah saham pihak manajerial}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Dalam penelitian ini, *free cash flow* diproksi sebagaimana yang merujuk pada Junaidi (2012:19), untuk perhitungan *free cash flow* menggunakan rumus:

$$FCF = CFO - CFI$$

Kebijakan hutang disini adalah seberapa banyak penggunaan hutang oleh perusahaan sebagai pendanaannya. Jadi besarnya hutang yang digunakan perusahaan dapat dilihat pada nilai DER perusahaan. Nilai DER dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

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

Teknik Analisis Data

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif ini digunakan untuk menganalisis data kuantitatif yang diolah menurut perhitungan untuk masing-masing variabel sehingga dapat memberikan penjelasan atau gambaran mengenai kondisi perusahaan selama periode tertentu.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Dalam penelitian ini, analisis regresi berganda digunakan untuk memprediksi hubungan antara profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Adapun persamaan untuk menguji hipotesis secara keseluruhan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$KHT = \alpha_0 + \beta_1 PRO + \beta_2 KMJ + \beta_3 FCF + \epsilon_i$$

Keterangan:

KHT	: Kebijakan Hutang
α	: Konstanta
$\beta_{1,2,3,4}$: Koefisien Variabel Bebas
PRO	: Profitabilitas
KMJ	: Kepemilikan Manajerial
FCF	: <i>Free Cash Flow</i>

ε : Error

Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel mengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusannya jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2010:89). Dasar pengambilan keputusan jika data penyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan tidak mengikuti arah garis diagonal tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas. Namun karena pengujian melalui grafik terkadang masih dapat menimbulkan bias, maka dalam penelitian ini juga dilakukan dengan uji *kolmogorov smirnov* dengan kriteria: (1) Bila nilai signifikansi $> 0,05$ maka berdistribusi normal; (2) Bila nilai signifikansi $< 0,05$ maka berdistribusi tidak normal

Uji autokorelasi merupakan pengujian asumsi dalam regresi dimana variabel nilai perusahaan tidak berkorelasi dengan dirinya sendiri. Maksud korelasi dengan dirinya sendiri adalah bahwa nilai dari variabel nilai perusahaan tidak berhubungan dengan variabel itu sendiri, baik nilai periode sebelumnya maupun nilai sesudahnya. Cara pendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin - Watson (DW test). Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi. Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi. Menurut Ghozali (2010:48) batas nilai dari metode Durbin - Watson adalah: (1) Nilai D - W yang besar atau diatas 2 berarti tidak ada autokorelasi negative; (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 multikolinieritas untuk menguji model regresi ditemukan ada korelasi antar variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial, dan *free cash flow*. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi diantara variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan ukuran *free cash flow*. Jika variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial, dan *free cash flow* saling berkorelasi maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel bebas yang nilai antar korelasi antar semua variabel bebas sama dengan 0 (Ghozali, 2010:57). Menurut Santoso (2009:2006), pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinearitas adalah: (1) Mempunyai nilai VIF disekitar angka 10; (2) Mempunyai angka *tolerance* mendekati 1.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi tidak kesamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2010:69). Menurut Santoso (2009:210) deteksi adanya heteroskedastisitas adalah deteksi dengan melihat ada tidaknya pada tertentu pada grafik. Dimana sumbu Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y_{prediksi} - Y_{sesungguhnya}$) yang telah di standardized. Dasar pengambilan keputusan: (1) Jika ada pola, seperti titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka terjadi heteroskedastisitas; (2) Jika tidak ada pola yang jelas serta titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model yang menunjukkan apakah model regresi *fit* untuk diolah lebih lanjut. Uji kelayakan model pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel

profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel kebijakan hutang. Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 ($\alpha=5\%$). Ketentuan penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $F > 0,05$ maka model penelitian dapat dikatakan tidak layak; (2) Jika nilai signifikansi $F \leq 0,05$ maka model penelitian dapat dikatakan layak

Sedangkan Uji Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel kebijakan hutang. Nilai koefisien determinasi adalah diantara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* dalam menjelaskan variabel kebijakan hutang amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel kebijakan hutang. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang tempat relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data runtut waktu biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi (Kuncoro, 2007:100).

Pengujian Hipotesis (Uji t)

Pengujian ini pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variabel kebijakan hutang. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance* level 0,05 ($\alpha=5\%$). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $t > 0,05$ maka hipotesis ditolak; (2) Jika nilai signifikansi $t \leq 0,05$ maka hipotesis diterima.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Pengujian statistik deskriptif digunakan untuk memberikan informasi gambaran umum dari tiap variabel penelitian. Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran suatu data dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian. Berikut Tabel 1 yang menjelaskan tentang hasil pengujian statistik dalam penelitian ini.

Tabel 1
Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PRO	50	-10.012	34.520	1.400	10.631
KMJ	50	.003	30.829	5.604	10.290
FCF	50	8.449	15.582	1.316	1.796
KHT	50	.196	1.857	.923	.416
Valid N (listwise)	50				

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

Berdasarkan Tabel 1, tentang pengujian statistik deskriptif diatas menunjukkan bahwa jumlah observasi (N) dari penelitian ini adalah 50. Pada variabel profitabilitas menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah -10,012 dan terbesar adalah 34,520. Rata-rata variabel profitabilitas yang diobservasi adalah sebesar 1.400 dan standar deviasi sebesar 10,631. Pada variabel kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0,003 dan terbesar adalah 30,829. Rata-rata kepemilikan manajerial dalam penelitian ini adalah sebesar 5,604. Standar deviasi kepemilikan manajerial dalam penelitian ini sebesar 10,290. Pada variabel *free cash flow* menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 8,449 dan terbesar

adalah 15,582. Rata-rata *free cash flow* dalam penelitian ini adalah sebesar 1,316. Standar deviasi *free cash flow* dalam penelitian ini sebesar 1,796. Pada variabel kebijakan hutang menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0,196 dan terbesar adalah 1,857. Rata-rata kebijakan hutang dalam penelitian ini adalah sebesar 0,923. Standar deviasi kebijakan hutang dalam penelitian ini sebesar 0,416.

Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Dalam penelitian ini, analisis regresi berganda digunakan untuk memprediksi hubungan antara profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hasil dari Analisis Regresi Linear Berganda yang nampak pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
1 (Constant)	.272	.399		.682	.498
PRO	-.010	.005	-.249	-1.983	.046
KMJ	-.012	.005	-.289	-2.213	.032
FCF	.085	.032	.368	2.676	.010

a. Dependent Variable: KHT

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 2, dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$\text{KHT} = 0,272 - 0,010 \text{ PRO} - 0,012 \text{ KMJ} + 0,085 \text{ FCF}$$

Berdasarkan pada model persamaan regresi tersebut di atas, dapat diinterpretasikan, yaitu sebagai berikut: (1) Konstanta, merupakan intersep variabel terikat jika variabel bebas = 0, hal ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* yang digunakan dalam model penelitian sebesar konstanta tersebut. Besarnya nilai konstanta adalah 0,272 menunjukkan bahwa jika variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* = 0 atau konstan, maka variabel kebijakan hutang akan sebesar 0,272; (2) Koefisien regresi profitabilitas, besarnya nilai koefisien regresi profitabilitas sebesar -0,010, nilai koefisien regresi ini bersifat negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel profitabilitas dengan kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin baik perusahaan dalam meningkatkan profitabilitas, maka dapat menurunkan kebijakan hutang sebesar 0,010 yang artinya perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menghasilkan dana internal lebih banyak yang dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sehingga berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan utang oleh perusahaan; (3) Koefisien regresi kepemilikan manajerial, besarnya nilai koefisien regresi kepemilikan manajerial sebesar -0,012, nilai koefisien regresi ini bersifat negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin meningkat kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, maka dapat menurunkan kebijakan hutang sebesar 0,012 yang artinya penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan

manajerial di dalam perusahaan; (4) Koefisien regresi *free cash flow*, besarnya nilai koefisien regresi *free cash flow* sebesar 0,085, nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel *free cash flow* dengan kebijakan hutang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin meningkat *free cash flow*, maka kebijakan hutang juga akan meningkat sebesar 0,085 yang artinya 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.

Uji Normalitas

Berdasarkan hasil uji normalitas, dapat diketahui bahwa besarnya nilai dari Kolmogorov Smirnov Tes sebesar 0,737 dan nilai *Asymp sig (2-tailed)* sebesar 0,649 > 0,050, hal ini sesuai dengan ketentuan yang telah ditetapkan maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut berdistribusi normal dan dapat digunakan dalam penelitian

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan pengujian asumsi dalam regresi dimana variabel nilai perusahaan tidak berkorelasi dengan dirinya sendiri. Cara pendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin - Watson (DW test). Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi. Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi. Hasil dari uji autokorelasi menunjukkan angka *Durbin Watson* sebesar 0,780. Nilai tersebut berada diantara -2 sampai +2 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi atau terbebas dari autokorelasi, maka dapat digunakan untuk pengujian lebih lanjut.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas untuk menguji model regresi ditemukan ada korelasi antar variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow*. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi diantara variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow*. Jika variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* saling berkorelasi maka variabel ini tidak ortogonal. Hasil dari uji multikolinieritas, menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dari variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* kurang dari 1 sedangkan nilai VIF < 10. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* yang digunakan dalam model regresi penelitian ini adalah terbebas dari multikolinieritas, dengan kata lain dapat dipercaya dan obyektif, sehingga variabel tersebut dapat digunakan dalam penelitian.

Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi tidak kesamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Hasil dari pengujian heteroskedastisitas, terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gangguan heteroskedastisitas pada model regresi. Hal ini menunjukkan bahwa hasil estimasi regresi linier berganda layak digunakan untuk interpretasi dan analisa lebih lanjut.

Uji Kelayakan Model

Uji kelayakan model yang menunjukkan apakah model regresi *fit* untuk diolah lebih lanjut. Uji kelayakan model pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel

profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel kebijakan hutang. Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikansi level 0,05 ($\alpha=5\%$). Hasil dari Uji Kelayakan Model, yang nampak pada Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Kelayakan Model
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	<i>Regression</i>	2.375	3	.792	5.933	.002 ^a
	<i>Residual</i>	6.139	46	.133		
	<i>Total</i>	8.514	49			

a. Predictors: (Constant), FCF, KMJ, PRO

b. Dependent Variable: KHT

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan pengujian statistik pada Tabel 3, menunjukkan bahwa F hitung sebesar 5,933 dengan signifikansi 0,002. Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar $\alpha = 0,05$, maka hipotesis diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian layak untuk diuji lebih lanjut

Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel kebijakan hutang. Nilai koefisien determinasi adalah diantara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* dalam menjelaskan variabel kebijakan hutang amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel kebijakan hutang. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang tempat relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan; sedangkan untuk data runtut waktu biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi. Hasil dari Uji Koefisien Determinasi Berganda, yang nampak pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.528 ^a	.279	.232	.365303

a. Predictors: (Constant), FCF, KMJ, PRO

b. Dependent Variable: KHT

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Hasil Uji koefisien determinasi berganda pada Tabel 4, dapat diketahui R square (R^2) sebesar 0,279 atau 27,9% yang menunjukkan kontribusi dari variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan Property dan Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015. Sedangkan sisanya 72,1% dikontribusi oleh faktor lainnya diluar model penelitian yang digunakan. Koefisien korelasi berganda digunakan untuk mengukur keeratan hubungan secara

simultan antara variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan Property dan Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015. Koefisien korelasi berganda ditunjukkan dengan (R) sebesar 0,528 atau 52,8% yang mengindikasikan bahwa korelasi atau hubungan antara variabel profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap perusahaan Property dan Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015.

Uji t

Pengujian ini pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variabel kebijakan hutang. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ($\alpha=5\%$). Hasil dari Uji t, yang nampak pada Tabel 5.

Tabel 5
Hasil Uji t
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 (Constant)	.272	.399		.682	.498
PRO	-.010	.005	-.249	-1.983	.046
KMJ	-.012	.005	-.289	-2.213	.032
FCF	.085	.032	.368	2.676	.010

a. Dependent Variable: KHT

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan hasil Uji t pada Tabel 5, dapat diperoleh: (1) Pengujian pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang menghasilkan nilai signifikansi 0,046 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan arah negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini sesuai dengan hipotesis yang dirumuskan yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, dengan demikian hipotesis pertama diterima; (2) Pengujian pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang menghasilkan nilai signifikansi 0,032 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan arah negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini sesuai dengan hipotesis yang dirumuskan yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, dengan demikian hipotesis kedua diterima; (3) Pengujian pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang menghasilkan nilai signifikansi 0,010 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan arah positif terhadap kebijakan hutang, hal ini sesuai dengan hipotesis yang dirumuskan yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, dengan demikian hipotesis ketiga diterima.

Pembahasan

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis penelitian yang pertama menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan pengujian statistik menunjukkan bahwa hipotesis pertama penelitian terbukti. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat signifikan sebesar 0,046. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Clarashinta (2014) dengan hasil pengujiannya yang menyatakan profitabilitas mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang, hal ini menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menghasilkan dana internal lebih banyak yang dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sehingga berdampak pada

berkurangnya tingkat penggunaan utang oleh perusahaan. Profitabilitas merupakan daya tarik utama bagi pemilik perusahaan (pemegang saham) karena profitabilitas adalah hasil yang diperoleh melalui usaha manajemen atas dana yang di investasikan para pemegang saham dan juga mencerminkan pembagian laba yang menjadi haknya yaitu seberapa banyak yang di investasikan kembali dan seberapa banyak yang dibayarkan sebagai dividen tunai ataupun dividen saham kepada mereka. Menurut Joni dan Lina, (2010:49), rasio profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aktiva, dan modal. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Perusahaan yang baik (sehat) mempunyai profitabilitas yang besar dan cenderung memiliki laporan keuangan yang sewajarnya sehingga potensi untuk mendapatkan opini yang baik akan lebih besar dibandingkan dengan jika profitabilitasnya rendah

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis penelitian yang kedua menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan pengujian statistik menunjukkan bahwa hipotesis kedua penelitian terbukti. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat signifikan sebesar 0,032. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Silitonga (2014), dengan hasil pengujiannya yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa rendahnya kepemilikan saham oleh manajer dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri. Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan dengan teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Kepemilikan manajemen adalah pihak manajerial dalam suatu perusahaan yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan (Wahidahwati, 2002). Manajemen sangat berperan dalam menjalankan kelangsungan usaha suatu perusahaan. Dimana, manajemen tidak hanya berperan sebagai pengelola perusahaan saja melainkan juga berperan sebagai pemegang saham. Manajemen akan bertanggung jawab atas seluruh kegiatan usaha yang telah dilakukannya dengan melakukan pengungkapan dalam laporan keuangan perusahaan. Manajer sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis penelitian yang ketiga menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan pengujian statistik menunjukkan bahwa hipotesis ketiga penelitian terbukti. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat signifikan sebesar 0,010. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009), menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi juga akan memiliki hutang yang tinggi juga, dikarenakan *free cash flow* merupakan kas

lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk operasi atau investasi. Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. *Free cash flow* merepresentasikan *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah dikurangi biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipertahankan. Dengan adanya hutang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dibahas pada bab sebelumnya, maka dapat diperoleh simpulan sebagai berikut: (1) Berdasarkan uji kelayakan model diketahui bahwa profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow*, model layak digunakan penelitian terhadap kebijakan hutang perusahaan Property dan Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015; (2) Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini berarti perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menghasilkan dana internal lebih banyak yang dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sehingga berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan utang oleh perusahaan; (3) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini berarti rendahnya kepemilikan saham oleh manajer dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri. Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan dengan teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih; (4) *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, hal ini berarti perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi juga akan memiliki hutang yang tinggi juga, dikarenakan *free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk operasi atau investasi.

Saran

Berdasarkan pembahasan serta kesimpulan yang telah dikemukakan tentang pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan Property dan Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015, maka saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut: (1) Bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat menambah jumlah sampel yang akan diteliti agar hasil yang diperoleh semakin baik, dan penelitian selanjutnya dapat menggunakan objek lain, tidak hanya pada perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia (BEI); (2) Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi bagi investor dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi dengan melihat kegunaan atas suatu informasi laporan keuangan. Bagi investor yang akan berinvestasi dipasar modal dan memiliki orientasi jangka pendek, faktor yang mempengaruhi harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi keuangan global. Oleh karena itu, dalam mengambil keputusan investasi seorang

investor harus juga peka terhadap informasi-informasi yang berkaitan dengan kondisi keuangan yang berhubungan dengan perusahaan atau industri tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F. 2007 *Manajemen Keuangan*. Erlangga. Jakarta.
- Clarashinta, D. A. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013). *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta. Yogyakarta.
- Damayanti, I. 2006. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Indonesia. *Skripsi* Fakultas Ekonomi. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Darmawati, D. 2005. *Corporate Governance* dan Manajemen Laba: Suatu Studi Empiris. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 5(1): 47-68.
- Diyah, P. dan W, Erman. 2009. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi Ventura*. 12(1).
- Febrianti, L. 2010. Pengaruh Rasio Likuiditas, Solvabilitas, dan Rentabilitas Ekonomi Terhadap Total Return Saham Perusahaan LQ-45 Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2004-2009. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, I. 2010. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, M. M. 2008. *Manajemen Keuangan*. BPFE. Yogyakarta.
- Haruman, T. 2008. Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Finance and Banking Journal*. 10 (2).
- Hendriksen, E. S, dan B. Michael. 2001. *Teori Akuntansi*. Edisi Kelima. Salemba Empat. Jakarta.
- Husnan, S. 2007. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UUP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Indahningrum, R P. dan R, Handayani. 2009. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 11.(3).
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3.
- Joni dan Lina. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 12(2).
- Junaidi, A. A. 2012. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Dian Nuswantoro. Semarang.
- Kasmir. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Kencana. Jakarta.
- Kuncoro, M. 2007. *Metode Kuantitatif, Teori dan Aplikasi Untuk Bisnis*. UPP AMP YKPM. Yogyakarta.
- Makaryanawati, dan B. A. Mamdy. 2009. Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Bisnis, dan Manajemen*. 16(3).
- Nugroho, B. A. 2006. *Manajemen Perbankan*. BPFE. Yogyakarta.
- Putri, I. F. dan M. Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Symposium Nasional Akuntansi 9*, Padang.

- Santoso, S. 2009. *Statistik Parametrik Konsep dan Aplikasi dengan SPSS*. PT Elex Media, Komputindo. Jakarta.
- Sekaran, U. 2006. *Metedologi Penelitian Untuk Bisnis*. Buku 1. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Silitonga, A. H. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI). *Artikel Ilmiah Mahasiswa*. Universitas Negeri Jember. Jember.
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R dan D*. Cetakan Kedelapan. IKAPI. Bandung.
- Syamsudin, L. 2009. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. PT. Grafindo. Jakarta.
- Tarjo. 2005. Analisis *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 8(1).
- _____. dan Jogiyanto, 2003. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.
- Untung. W. dan P. P. Hartini. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *SNA IX*. Padang.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Simposium Nasional Akuntansi IV*: 1084-1107.