

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang**

Seiring dengan pertumbuhan ekonomi yang semakin pesat, telah menuntut berbagai perusahaan baik manufaktur, dagang, maupun jasa untuk bersaing dan mengembangkan usahanya dalam berbagai kondisi. Persaingan yang semakin ketat dalam dunia usaha menuntut kinerja manajemen yang baik untuk tetap mempertahankan eksistensi perusahaan dan tujuan internal perusahaan. Dipandang dari sudut manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan secara keseluruhan (Brigham & Weston 1984). Untuk mencapai tujuan tersebut, para profesional ditempatkan sebagai manajer dan komisaris dimana, pemilik modal menyerahkan pengelolaannya kepada pihak manajer dan komisaris tersebut. Penyatuan kepentingan pihak manajemen dengan pemilik modal seringkali menimbulkan masalah keuangan, penyebabnya pihak manajemen terkadang mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik pertentangan antara manajemen dan pemilik modal. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik modal ini disebut konflik keagenan (*agency conflict*). Jensen (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang semakin besar akan potensial terkena *agency problem* sebagai akibatnya adanya pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dan penanggung resiko. Menurut Wahidahwati (2002) penyebab terjadinya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing*

*decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Dalam menjalankan operasinya, setiap perusahaan menghadapi masalah dari mana dana diperoleh dan untuk apa dana tersebut digunakan. Salah satu alternatif untuk memenuhi dana tersebut adalah dengan menggunakan hutang. Di lain pihak kebijakan hutang ini rentan terhadap konflik antara pemegang saham, manajemen dengan kreditur. Manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji, pembangunan gedung serta mobil dinas yang mewah. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan mengurangi jumlah keuntungan yang akan diterima perusahaan.

Beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan menurut menurut Adriana (2004) adalah *insider ownership*, institusional investor, *dividend payments*, dan *firm growth*. Sulistyaningtyas (2008) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang meliputi struktur kepemilikan, profitabilitas, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan. Wibowo (2008) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan. Penulis hanya membatasi tiga faktor saja dalam penelitian ini yaitu, kepemilikan institusional *profitabilitas* dan *free cash flow*. Kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan. Investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan maka dapat mengurangi *agency cost*, adanya kontrol ini membuat manajer menggunakan

hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan adanya *financial distress* dan kebangkrutan perusahaan (Crutchely, et al 1999 dalam Putri & Nasir 2006).

Laporan arus kas semakin penting bagi investor dalam menilai suatu perusahaan dan memiliki artikulasi dengan dua laporan keuangan utama lainnya, yaitu neraca dan laba rugi. Tujuan laporan arus kas adalah untuk menyediakan informasi yang relevan mengenai penerimaan dan pengeluaran kas dalam suatu entitas untuk satu periode. Salah satu unsur yang penting dalam penilaian perusahaan adalah *free cash flow* yang menggambarkan seberapa besar kas tersedia untuk dibagikan kepada insvestor, Ross at, al (2000) mendefinisikan *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi aktiva tetap. *Free cash flow* menyebabkan perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak yaitu pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer berkeinginan dana tersebut digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer. Apabila *free cash flow* dibagikan kepada investor, manajemen harus mencari sumber pendanaan lain dari hutang. Sumber pendanaan dari hutang mengandung resiko kegagalan karena berhubungan dengan kemampuan membayar kepada pihak eksternal.

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Menurut Myerr dalam Hamzah (2006) Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator bahwa semakin tinggi

profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin kecil kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini dikarenakan semakin tinggi tingkat hutang perusahaan akan semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan atau risiko tinggi jika tidak mampu membayar hutang.

Kebijakan hutang dalam penelitian ini diproksikan dengan *leverage*. *Leverage* menggambarkan kemampuan perusahaan menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Tingkat *leverage* terlihat dari besarnya hutang yang digunakan. Hutang adalah instrumen yang paling sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Semakin tinggi proporsi hutang namun pada titik tertentu akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperolehnya lebih kecil dari biaya yang ditimbulkannya. Para pengusaha lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal. Hal ini juga dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Ketika perusahaan mempunyai kesempatan investasinya rendah, perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi untuk menurunkan *agency cost* dan meningkatkan investasinya. Sebaliknya, perusahaan dengan *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah, karena tidak mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost*. Penelitian ini mengangkat isu perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mengelola *free cash flow* dalam

kaitanya dengan kebijakan hutang. *Free cash flow* belum banyak mendapatkan perhatian di Indonesia karena perusahaan tidak melaporkan secara eksplisit. Penelitian ini berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Adapun perbedaan tersebut dalam hal:

1. Variabel, variabel yang digunakan adalah pertama, kepemilikan institusional yang mengacu pada penelitian Wahidahwati 2001 yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*, adanya monitoring yang efektif oleh *institutional ownership* menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring telah diambil alih oleh *institutional ownership* yang dapat mengurangi *cost agency*. Kedua, profitabilitas yang mengacu pada penelitian Fitri dan Mamduh (2003), hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap hutang dan penelitian Nuringsih (2005) yang menunjukkan bahwa profitabilitas yang diprosikan dengan ROA mempunyai pengaruh negative signifikan. Ketiga, *Free Cash Flow* yang mengacu pada penelitian Wibowo (2008) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, penelitian Putri dan Nasir (2006) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang dan penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003) menemukan hubungan yang positif dan signifikan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang.

2. Sampel yang digunakan yaitu perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007 berjumlah 78 perusahaan. Dari jumlah tersebut perusahaan yang baru *listing* di tahun 2006, 2007 berjumlah 15 perusahaan, perusahaan yang mengeluarkan data tidak lengkap berjumlah 6, tidak melaporkan laba berturut-turut selama 3 tahun berjumlah 6, sehingga yang bisa dijadikan sampel sesuai dengan kriteria yang ditetapkan oleh peneliti adalah 51 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *purposive sampling*, artinya bahwa populasi yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki peneliti,
3. Waktu, periode waktu yang digunakan adalah tahun 2005-2007. Periode tersebut dipilih karena terjadi peristiwa yaitu kenaikan BBM pada 2005, sehingga diharapkan terdapat perbedaan setelah kenaikan bahan bakar minyak tersebut. Sampel penelitian ini juga berbeda dengan penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ periode 1996-2000 sehingga keakuratan data dari penelitian tersebut ada kemungkinan bias dan sesudah krisis moneter melanda Indonesia yang berkepanjangan tidak dibedakan. Sedangkan dalam penelitian ini menggunakan sampel perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI periode 2005-2007. Alasan peneliti mengambil sampel perusahaan perbankan agar dapat memberikan gambaran yang jelas dan lengkap dan hasilnya relevan untuk memahami kondisi dari sektor usaha tersebut dan untuk

mengetahui apakah permasalahan tersebut juga terjadi pada perusahaan perbankan.

Berdasar uraian tersebut penulis menduga ada pengaruh antara kepemilikan institusional, *free cash flow* dan profitabilitas yang ada dalam perusahaan terhadap kebijakan hutang. Oleh Karena itu penulis tertarik melakukan penelitian dengan judul “PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, PROFITABILITAS DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN PERBANKAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA (BEI) TAHUN 2005-2007”

## **B. Rumusan masalah**

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka dapat dirumuskan suatu rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI?
2. Apakah terdapat pengaruh Profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI?
3. Apakah terdapat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI?
4. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan manajerial, pengaruh kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI?

### **C. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menemukan bukti empiris ada tidaknya pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang yang pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI
2. Untuk menemukan bukti empiris ada tidaknya pengaruh Profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI
3. Untuk menemukan bukti empiris ada tidaknya pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI
4. Untuk menemukan bukti empiris ada tidaknya pengaruh kepemilikan manajerial, pengaruh kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI.

### **D. Batasan Masalah**

Batasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini menggunakan data yang diperoleh dari pusat referensi pasar modal di BEI meliputi data keuangan dari masing-masing emiten dari tahun 2005-2007
2. Periodisasi data penelitian mencakup data tahun 2005, 2006, dan 2007 mewakili kondisi BEI yang relatif stabil dan normal.
3. Perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI dari tahun 2005-2007. Dipilihnya perusahaan perbankan sebagai sampel karena peneliti ingin memberikan gambaran yang jelas dan lengkap dari sektor usaha tersebut.



### **E. Manfaat Penelitian**

1. Bagi perusahaan

Penelitian ini, diharapkan mampu memberikan pemahaman kepada manajer agar dapat membuat kebijakan keangan yang baik. Kebijakan hutang, profitabilitas dan *free cash flow* diharapkan menjadi hal yang diperhatikan oleh manajer dalam upaya mengurangi konflik keagenan.

2. Bagi investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran kepada investor mengenai faktor-faktor yang dipertimbangkan oleh perusahaan dalam menentukan kebijakan hutang.

3. Bagi akademisi

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan gambaran tentang pengaruh struktur kepemilikan institusional perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow* perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan dapat dijadikan dasar dalam mengembangkan riset-riset selanjutnya.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA**

#### **A. Pasar Modal**

##### **1. Pengertian Pasar Modal**

Pengertian pasar modal menurut Susanto (2002) adalah pasar bagi instrumen *financial* (misal obligasi dan saham) jangka panjang (lebih dari satu tahun jatuh temponya). Pasar modal dibagi menjadi dua macam yaitu pasar modal perdana dan pasar modal sekunder. Pasar perdana adalah tempat penjualan surat berharga baru dari perusahaan (emiten) kepada masyarakat melalui sindikasi penjaminan sebelum surat berharga tersebut diperdagangkan di bursa efek. Sedangkan pasar sekunder adalah tempat perdagangan surat berharga yang sudah beredar di bursa efek dengan harga yang ditentukan secara lelang dan dilaksanakan oleh wakil perantara pedagang efek. Apabila terjadi interaksi antara *lender* (pihak yang mempunyai kelebihan dana) ke *borrower* (pihak yang memerlukan dana) pasar modal dikatakan dapat menjalankan fungsinya.

Dalam pasal 1 Undang-Undang Pasar Modal No 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, yang menyebutkan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang berkaitan dengan penawaran dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal merupakan tempat pertemuan antara penawaran dan permintaan surat berharga.

##### **2. Instrumen Pasar Modal**

Dilihat dari pengertian pasar modal adalah pasar bagi instrumen finansial. Produk atau instrumen yang diperdagangkan di pasar modal meliputi:

obligasi, saham, option, warant dan bukti right. Instrumen atau surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal secara umum adalah (1) obligasi yaitu surat pengakuan hutang yang dikeluarkan oleh pemerintah atau perusahaan atau lembaga-lembaga lain sebagai pihak yang berhutang yang mempunyai nilai nominal tertentu dan kesanggupan untuk membayar bunga secara periodik atas dasar persentase tertentu yang tetap, (2) saham yaitu tanda penyertaan modal pada perseroan terbatas, (3) Surat berharga lain-lain (instrumen lain-lain) yaitu instrumen *derivatif* yang timbul karena memiliki suatu instrumen dan karena adanya ikatan yang diperjanjikan atas instrumen tersebut. Instrumen lain-lain misalnya (1) *Option*, jenisnya adalah *call option* yaitu hak untuk membeli saham atau efek berdasarkan harga tertentu pada waktu yang telah ditentukan, dan *put option* adalah hak untuk menjual saham tertentu dengan harga dan hari yang telah ditentukan, (2) *Warrant*, adalah salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memberikan hak kepada pemegang untuk membeli saham perusahaan dengan syarat-syarat yang telah ditentukan terlebih dahulu, dan (3) *Right (preemptif right)*, merupakan hak yang diberikan kepada pemilik saham biasa untuk membeli tambahan penerbitan saham baru yang bertujuan agar pemilik saham lama dapat mempertahankan pengendaliannya atas perusahaan sekaligus untuk mencegah penurunan nilai kekayaan pemilik saham lama.

## **B. Teori Keagenan**

Teori keagenan membagi dua pihak, yaitu pihak yang bertindak sebagai *principal* adalah pemegang saham dan pihak lain sebagai *agent* adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham.

Para manajer dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali tindakannya bukan memaksimalkan kemakmuran *shareholder*, melainkan justru tergoda untuk meningkatkan kesejahteraan sendiri. Kondisi ini akan mengakibatkan munculnya perbedaan kepentingan antara *external shareholder* dengan manajer. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan fungsi pengelolaan dalam teori keuangan disebut konflik keagenan atau *agency conflict*. Konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan pada hubungan antara (1) pemegang saham dan manajer, (2) manajer dan kreditor, (3) manajer, pemegang saham dan kreditor (Brigham & Gapenski, 1999), sedangkan biaya yang timbul atau dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan disebut biaya keagenan. Teori keagenan memiliki anggapan sulit dipercayai bahwa manajemen (*agent*) yang diangkat akan selalu bertindak berdasarkan kepentingan pemegang saham (*principal*). Anggapan ini terjadi karena ada kemungkinan para manajer menempatkan tujuan dan kesejahteraan mereka sendiri pada posisi yang lebih tinggi dari kepentingan pemegang saham dan obligasi sehingga keadaan ini memicu timbulnya konflik keagenan, (Brigham & Weston 1984). Menurut Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan. Manajemen tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif atau tidak produktif untuk kepentingan pribadinya. Penyebab lainnya dalam konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para manajer lebih menginginkan pendanaan dibiayai dari modal internal yang berasal dari laba

ditahan sedangkan para pemilik modal menentang hal itu dan menginginkan laba ditahan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai deviden dan cenderung lebih menyukai pendanaan dari hutang.

Konflik keagenan dapat diminimalkan dengan adanya mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu (1) Dengan menurunkan *agency cost* dari *free cash flow* akan mengurangi sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas dibawah kontrol manajemen, (2) Meningkatkan pendanaan dengan hutang, dan (3) Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen, (4) Meningkatkan kepemilikan institusional sebagai *monitoring agent*. Adanya kepemilikan pemegang saham dari luar yaitu kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, (Jensen & Meckling, 1976).

## **C. Kebijakan Hutang**

### **1. Pengertian Kebijakan Hutang**

Perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang dapat dari hutang maupun ekuitas. Dalam menjalankan operasinya, setiap perusahaan menghadapi masalah dari mana dana diperoleh dan untuk apa dana tersebut digunakan. Sumber dana perusahaan dapat dilihat dari sisi pasiva pada neraca perusahaan, sedangkan penggunaan dana dapat dilihat dari sisi aktiva dari neraca perusahaan. Seorang manajer memiliki tugas untuk memenuhi kebutuhan dana. Dalam melaksanakan tugas tersebut manajer dihadapkan adanya suatu siklus

dalam pembelanjaan, dalam arti kadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang dan suatu saat lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari modal sendiri. Kebijakan yang berkaitan dengan pendanaan merupakan salah satu hal yang menyebabkan timbulnya konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Keputusan pendanaan ini berhubungan dengan keputusan manajer dalam menentukan sumber-sumber pendanaan apakah didanai dari modal internal atau modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan sedangkan modal eksternal berasal dari modal sendiri atau melalui hutang. Hutang dalam hal ini adalah keseluruhan hutang yang dimiliki oleh perusahaan, baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang. Perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit dan perusahaan yang memiliki *profitable* rendah cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dua alasan dana internal yang tidak cukup dan hutang merupakan sumber dana eksternal yang lebih disukai. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi mengurangi hutang dan akan lebih mengutamakan penggunaan modal internal sebagai biaya investasi dan untuk menghindari kemungkinan kebangkrutan dan resiko finansial. Kebijakan hutang dalam penelitian ini diproksikan dengan *leverage*. *Leverage* menggambarkan kemampuan perusahaan menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Tingkat *leverage* terlihat dari besarnya hutang yang digunakan. Hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan. Menurut Mogdilian & Miller dalam Sholia & Taswan (2002) nilai perusahaan sangat ditentukan oleh struktur modal semakin tinggi hutang, maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu akan

menurunkan nilai perusahaan karena manfaat dari penggunaan hutang lebih kecil dibandingkan dengan biaya yang ditimbulkannya. Struktur pendanaan yang berasal dari penggunaan hutang dengan beban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Menurut Brigham (2001) keuntungan dan kelemahan tersebut dapat dibedakan sebagai berikut. Keuntungan penggunaan hutang adalah pertama, bunga yang dibayarkan dapat dipotong untuk tujuan pajak, sehingga menurunkan biaya efektif dari hutang. Kedua, pemegang hutang (*debtholder*) mendapat pengembalian yang tetap, sehingga pemegang saham tidak perlu mengambil bagian laba mereka ketika perusahaan dalam keadaan prima. Penggunaan hutang juga mempunyai kelemahan, pertama, semakin tinggi rasio hutang (*debt ratio*), semakin tinggi pula risiko perusahaan, sehingga suku bunganya mungkin akan lebih tinggi. Kedua, apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutup kekurangan itu dan perusahaan akan mengalami kebangkrutan apabila tidak sanggup menutup beban bunga tersebut. Semakin tinggi hutang dapat menghambat perkembangan perusahaan dan juga dapat menyebabkan investor enggan untuk menanamkan modalnya. Penggunaan hutang tersebut diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan

hutang dan risiko kebangkrutan, (Crutchley&Hansen dalam Almilia dan Silvy, 2006). Kebijakan hutang sering di tunjukan dengan rasio hutang terhadap total aktiva atau disebut dengan *debt ratio*, rasio ini memberikan presentase total dana yang disediakan oleh kreditur, termasuk dalam hutang ini adalah hutang lancar dan hutang jangka panjang (Bringham, 2001). Apabila perusahaan memilih untuk menerbitkan saham, maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk memberikan *return* kepada investor. Seorang investor yang menanamkan modalnya kepada suatu perusahaan, akan mengharapkan *return* yang akan diperolehnya dari investasi yang telah dilakukannya. Seorang manajer harus cermat dalam menentukan kebijakan hutang, yaitu dalam penentuan proporsi yang tepat antara hutang dan ekuitas. Penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan memperbesar resiko kebangkrutan, selain itu resiko ini juga menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua hutang-hutangnya saat jatuh tempo.

## **2. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang**

Struktur modal dan struktur keuanagan merupakan keputusan manajemen dalam menentukan kebijakan hutang. Menurut Bringham dan Houston (2001) faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah:

### **a. Stabilitas penjualan**

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.



b. Struktur aktiva perusahaan

Perusahaan dengan struktur aktiva yang cocok dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak hutang

c. *Leverage* keuangan

Jika hal-hal lain tetap sama, perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar leverage keuangan, karena akan mempunyai neraca bisnis yang lebih baik.

d. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat akan membutuhkan sumber dana dari modal ekstern yang lebih besar.

e. Profitabilitas

Perusahaan yang mempunyai tingkat pengembalian tinggi atas investasi, menggunakan hutang yang relative kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

f. Pajak

Bunga merupakan biaya yang dapat mengurangi pajak perusahaan, oleh karena itu semakin tinggi tingkat pajak perusahaan, maka semakin besar daya tarik penggunaan piutang.

g. Pengendalian

Pengaruh hutang lawan saham terhadap posisi pengendalian manajemen bias mempengaruhi struktur modal perusahaan.

h. Sikap manajemen

Sikap pemberi pinjaman dan penilai peringkat sering kali mempengaruhi pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan dana kebutuhan dana.

i. Sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat

Sikap pemberi pinjaman dan penilai peringkat sering kali mempengaruhi keputusan struktur keuangan. Suatu perusahaan akan mengalami penurunan peringkat obligasinya. Jika perusahaan tersebut menerbitkan lebih banyak obligasi.

j. Kondisi pasar

Kondisi pasar modal sering mengalami perubahan, dalam menjual sekuritas harus menyesuaikan dengan pasar modal

k. Kondisi internal perusahaan

Apabila perusahaan memperoleh keuntungan yang rendah sehingga tidak menarik bagi investor, maka perusahaan lebih menyukai pembelanjaan dengan hutang daripada mengeluarkan saham.

l. Fleksibilitas keuangan

Seorang manajer pendanaan yang pintar adalah selalu dapat menyediakan modal yang diperlukan untuk mendukung operasi.

#### **D. Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dalam hal ini institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi intern, (Friend dan Hasbrouk 1988 dalam Sujoko 2007). Menurut

Wahidahwati (2001), kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang. Adanya monitoring yang efektif oleh pemilik institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh pihak institusional sehingga mengurangi *agency cost of debt*. Menurut Moh'd et, al dalam Wahidahwati 2001, menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost* karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Tingkat kepemilikan investor yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku opportunistik manajer kaitanya terhadap kinerja manajemen. Seringkali manajer bersifat opportunistik dan tidak sesuai dengan tugas yang diberikan, maka untuk mengurangi konflik dibutuhkan agen pengawas terhadap perusahaan atau lebih tepatnya terhadap manajemen perusahaan. Kepemilikan institusional ini adalah berbentuk institusi seperti bank, perusahaan dan asuransi, perusahaan investasi, dan lembaga dan pension dll. Ismiyati dan hanafi (2003) menyatakan bahwa *blockholder* juga termasuk dalam kepemilikan oleh institusi lain. Semakin terbukannya perusahaan atau semakin banyaknya pengawas cenderung akan memeperkuat modal sendiri sehingga mengakibatkan kenaikan *dividend payout ratio*. Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham lainnya Menurut Wahidahwati

(2001) kepemilikan saham institusional adalah proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam presentase (%).

Kepemilikan institusional berperan dalam memberikan pengawasan yang efektif berkaitan dengan kebijakan hutang sehingga menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh pihak institusional sehingga mengurangi *agency cost of debt*. Aktivitas pengawasan manajemen, dapat dilakukan dengan cara yaitu pembentukan dewan komisaris beserta komite audit atau dapat pula dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak dibiayai perusahaan sehingga tidak dibawah pengawasan manajemen, sehingga dewan ahli dapat menjalankan fungsinya secara efektif dalam pengawasannya (Haryono 2005 dalam Purbandari 2008). Kepemilikan saham diharapkan dapat memenuhi aspek monitoring terhadap kebijakan hutang yang diambil manajemen. Kepemilikan saham yang terkonsentrasi oleh institusional investor akan lebih mengoptimalkan efektivitas pengawasan aktivitas manajemen karena besarnya dana yang ditanam.

### **E. Profitabilitas**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator bahwa semakin tinggi profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin kecil kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan. Rasio total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas suatu perusahaan diukur dengan kesuksesan perusahaan dan kemampuan perusahaan menggunakan

aktivanya secara produktif, dengan demikian profitabilitas suatu perusahaan dapat diketahui dengan membandingkan antara jumlah laba yang dihasilkan dari penjualan produk atau jasanya dalam satu periode serta jumlah aktiva yang digunakannya. profitabilitas adalah rasio-rasio yang dapat digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan. Dalam laporan keuangan utama dalam bentuk neraca, laporan perubahan modal, dan laporan arus kas belum dapat memberikan manfaat yang maksimal bagi pemakia sebelum pemakai menganalisa laporan keuangan laporan keuangan tersebut lebih lanjut dalam bentuk analisis rasio keuangan. Rasio profitabilitas merupakan rasio laba bersih terhadap ekuitas saham biasa yang mengukur tingkat pengembalian investasi pemegang saham. ROA dapat diperoleh dengan cara membagi laba bersih sebelum pajak yang tersedia untuk pemegang saham dengan total asset yang dimiliki oleh perusahaan. Profitabilitas adalah ukuran seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, baik hubungannya dengan penjualan, asset maupun lab bagi modal sendiri. Suatu perusahaan haruslah dalam keadaan menguntungkan. Pengukuran profitabilitas dapat dilakukan dengan rasio profitabilitas. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

#### ***F. Free Cash Flow***

Aliran kas bebas (*free cash flow*) adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mmepertahankan kelangsungan usahanya (Sartono, 2001), dengan kata lain aliran kas bebas adalah kas yang

tersedia diatas kebutuhan investasi yang profitable. *free cash flow* merupakan aliran kas yang tersedia untuk didistribusikan pada investor setelah perusahaan memperhitungkan keseluruhan investasi dalam aktiva tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk menopang kelangsungan aktivitas perusahaan. *free cash flow* digunakan untuk membayar bunga, dan hutang kepada kreditur, membayar deviden pada pemegang saham dan membeli kembali saham perusahaan dan saham di pasar saham, jika tidak ada kepastian yang besar dalam peramalan *free cash flow* maka yang terbaik adalah bersikap konservatif dan menetapkan deviden tuani masa berjalan yang rendah. Nilai operasi perusahaan ditentukan oleh aliran kas yang akan dihasilkan sekarang dan masa mendatang, nilai dari operasi perusahaan bergantung pada aliran kas bebas yang diharapkan terjadi, nilai ini merupakan laba operasi sesudah pajak dikurangi nilai investasi *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan operasi perusahaan. Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kelebihan aliran kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi deviden. Ross et al (2000) mendefinisikan aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Dukes et al (2001) dalam Budiarti (2007) menjelaskan jika arus kas negatif maka kekurangan tersebut harus ditutupi dengan pembiayaan tambahan dari hutang atau sekuritas. Kieso et al dalam Budiarti (2007) juga mendefinisikan, arus kas bebas merupakan jumlah arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli, melunasi hutangnya, membeli saham treasury atau menaikkan likuiditasnya.

Adanya *free cash flow* ini, biasanya sering menimbulkan konflik antara manajer dan pemegang saham. Penyebabnya terjadi perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan pada proyek-proyek yang menghasilkan keuntungan. Penggunaan *free cash flow* untuk membiayai investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan tersebut mempunyai tujuan untuk mengurangi penggunaan dana dari eksternal. Tujuan lainnya, yaitu meningkatkan keuntungan dari investasi tersebut, maka kegiatan tersebut akan meningkatkan insentif yang diterima oleh manajer, namun dipihak lain para pemegang saham menentang hal itu. Mereka mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham mengenai pengelolaan *free cash flow*, maka timbul adanya *agency problems*. Beberapa alternatif untuk mengurangi *agency problems* pada *free cash flow*, yaitu (1) dengan penggunaan hutang (*debt*). Peningkatan hutang akan mengurangi *cash flow*, sehingga tidak ada *cash flow* dalam perusahaan yang dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan menyimpang yang merugikan *shareholder* dengan sendirinya konflik keagenan tidak akan terjadi (Jensen, 1986), (2) dengan meningkatkan saham oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Wahidahwati, 2001). Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan, dan (3) membayar *free cash flow* untuk membayar dividen kas, di mana semakin tinggi dividen menyebabkan semakin berkurangnya *free cash flow* dalam perusahaan sehingga menghindari adanya alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan (Jensen,1986)

### G. Penelitian Terdahulu

Penelitian-Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang telah banyak dilakukan, penelitian-penelitian tersebut antara lain:

Penelitian Wahidahwati (2001) menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang dengan variabel *control size*, *dividen payout*, *asset* yang terdaftar di BEJ tahun 1995-1996. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*. Dalam penelitian ini juga menyatakan bahwa kehadiran para *institutional ownership* dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif dari oleh *institutional ownership* menyebabkan adanya penggunaan hutang menurun.

Ismiyati dan Hanafi (2003) menganalisis kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, resiko kebijakan hutang dan kebijakan deviden: analisis persamaan simultan. Dalam penelitian ini dilakukan pada 136 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ antara tahun 1998-2001. Hasil yang diperoleh adalah bahwa kepemilikan institusional secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang sehingga hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang adalah positif. Penelitian ini senada dengan penelitian Fitri dan Mamduh (2003) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara variabel kepemilikan institusional terhadap risiko dan kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian Susilanigtyas (2008) menganalisis pengaruh



struktur kepemilikan, profitabilitas, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara simultan terdapat pengaruh yang signifikan antara struktur kepemilikan, profitabilitas, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Dalam penelitian ini profitabilitas secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Myerrs dan Majluf dalam Fitri dan Mamduh (2003). Tarjo dan Jogiyanto (2003) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dengan level hutang dan menemukan hubungan yang positif signifikan antara *free cash flow* dengan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan set kesempatan investasi rendah. Penelitian Putri dan Nasir (2006) meneliti tentang analisis persamaan simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam perspektif teori keagenan. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan interdependensi antar semua variabel endogen, walaupun pada beberapa variabel terdapat hubungan yang signifikan, namun adanya arah yang bersesuaian antar masing-masing variabel. Dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang, dalam penelitian ini menjelaskan bahwa setelah krisis, manajer berusaha untuk meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan resiko kebangkrutan. Wibowo (2008) meneliti tentang pengaruh Kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Hasil penelitiannya menunjukkan

bahwa secara simultan (bersama-sama) dan parsial variabel-variabel yang diteliti dalam penelitian ini yaitu kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Adriana (2004) meneliti tentang pengaruh *insider ownership*, institusional investor, *dividend payments*, dan *firm growth* terhadap kebijakan hutang perusahaan (studi kasus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ). Hasilnya menunjukkan bahwa secara simultan semua variabel berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sedangkan secara parsial tidak semua variabel dominan sebagai instrumen pendukung kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Dewi (2008) mempelajari pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan aktiva dan profitabilitas terhadap hutang dan pengaruh hutang terhadap return saham. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel 118 perusahaan manufaktur yang go public yang terdaftar di BEJ periode 2001-2006. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh terhadap hutang.

## H. Kerangka Pemikiran

### 1. Hubungan Kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang

Kepemilikan institusional atas ekuitas pada perusahaan diharapkan dapat semakin meningkatkan kontrol internal terhadap perusahaan yang berarti dapat mengurangi konflik agen pada perusahaan. Menurut Crutchley, et al, 1999 dalam Putri&Natsir 2006 menyatakan bahwa adanya kontrol internal terhadap perusahaan akan membuat manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan

pada perusahaan. Menurut hasil penelitian Wahidahwati 2001 yang menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan tahun 1995-1996. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *managerial ownership* dan *institusional ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*. kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*, adanya monitoring yang efektif oleh *institutional ownership* menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring telah diambil alih oleh *institutional ownership* yang dapat mengurangi *cost agency*. Hasil penelitian Fitri dan Mamduh (2003) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara variabel kepemilikan institusional terhadap risiko. Artinya, bahwa semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kuat kendali yang oleh pihak eksternal terhadap perusahaan, sehingga menyebabkan rendahnya resiko perusahaan, tetapi kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini senada dengan Crutchley, et al 1999 dalam Putri&Natsir (2006) pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan institusional adalah positif. Kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders*. Adanya monitoring dalam perusahaan yang sangat ketat menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan *debtholders* dan *shareholders*, sehingga kondisi seperti ini dapat menarik masuknya kepemilikan institusional yang lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan yang disebabkan karena berkurangnya konflik keagenan dalam perusahaan.

## 2. Hubungan Profitabilitas dengan Kebijakan hutang

Tingkat profitabilitas yang tinggi pada perusahaan akan meningkatkan daya saing antar perusahaan. Perusahaan yang memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi akan membuka lini atau cabang yang baru serta memperbesar investasi atau membuka investasi baru terkait dengan perusahaan induknya. Tingkat keuntungan yang tinggi menandakan pertumbuhan perusahaan pada masa mendatang. Menurut Myerr (1977) dalam Hamzah (2006) perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk memperkecil hutang. Ini dikarenakan oleh semakin tinggi tingkat hutang perusahaan akan semakin tinggi kemungkinan perusahaan diprediksi mengalami kebangkrutan oleh *debtholder* jika tidak mampu membayar hutang. Menurut Crutchley, et al 1999 dalam Fitri&Mamduh (2003) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan menyebabkan ketertarikan para *fund manager* untuk membeli saham perusahaan tersebut untuk memenuhi kewajiban pada nasabahnya, sehingga hubungan antara profitabilitas dengan kepemilikan institusional adalah positif. Hasil penelitian Fitri&Mamduh menunjukkan bahwa variabel profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap hutang. Pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasionalnya. Sebaliknya jika perusahaan mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi maka perusahaan akan mengurangi adanya penggunaan hutang. Hal ini disebabkan karena perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan hutang rendah tetapi pada saat menghadapi profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang tinggi sebagai mekanisme transfer kekayaan antara kreditur kepada *principal*. Hasil ini sesuai

dengan penelitian Myers & Majluf (1984) dalam Fitri dan Mamduh (2003). Tingkat profitabilitas perusahaan merupakan indikator kesehatan suatu perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas menyebabkan ketertarikan para *fund manager* untuk membeli saham perusahaan sehingga dapat memperkecil besarnya penggunaan hutang. Penelitian Nuringsih (2005) variabel ROA mempunyai pengaruh negative signifikan artinya bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka akan memperkecil besarnya penggunaan hutang sehingga dapat mengurangi *cost agency*. Penelitian Jensen et, al (1992), Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*, sehingga hal ini berarti bahwa profitabilitas perusahaan digunakan sebagai dasar pertimbangan dalam kebijakan hutang perusahaan.

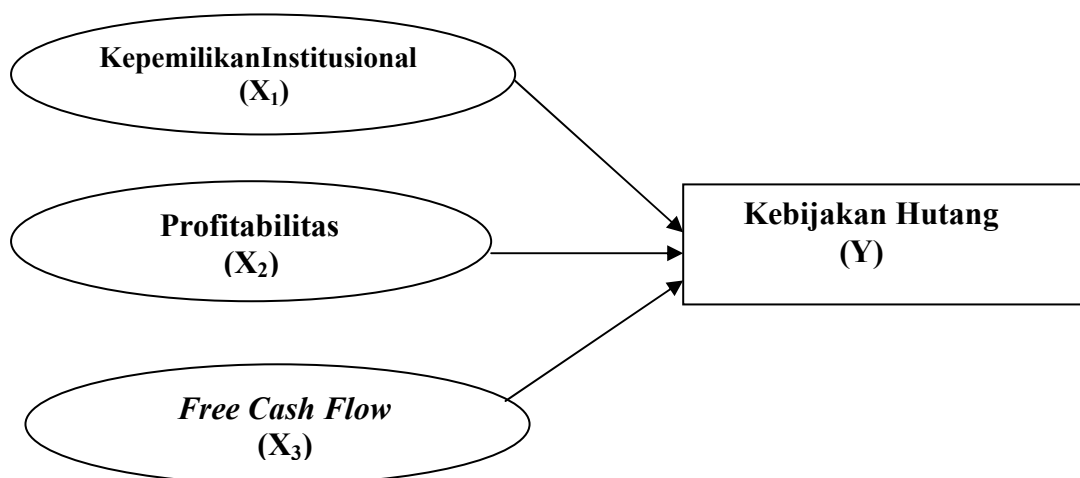
### **3. Hubungan *free cash flow* dengan kebijakan hutang**

Jensen (1986) menyatakan bahwa hutang dapat mengurangi keleluasaan manajemen menggunakan *free cash flow* untuk kegiatan yang bersifat *non maximizing value*. Semakin besar aliran kas bebas perusahaan, maka semakin besar pula kemungkinan terjadinya pemborosan yang dilakukan oleh manajer sehingga diperlukan tingkat hutang yang tinggi pula sebagai mekanisme yang digunakan untuk mengontrol tindakan manajer yang cenderung *discretionary* dan *non maximizing value*. Hal ini menunjukkan hubungan yang positif antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang yang dilakukan oleh manajer. Penelitian yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003) menemukan hubungan yang positif dan signifikan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Penelitian ini sesuai dengan Gull dan Jaggi (1999) dan Jensen (1986) dalam Tarjo dan Jogiyanto (2003)

4. **Hubungan Antara Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan *FreeCash Flow* dengan Kebijakan Hutang.**

Kepemilikan institusional, Profitabilitas dan *Free Cash Flow* merupakan faktor-faktor yang dapat digunakan untuk mengurangi agency konflik. Secara parsial faktor-faktor tersebut memberikan kontribusi dalam menentukan kebijakan hutang. Artinya bahwa masing-masing variabel secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Maka peneliti berasumsi bahwa faktor-faktor tersebut secara simultan juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat digambarkan pengaruh kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang baik secara parsial maupun secara simultan sebagai berikut:



Gambar.2.1  
Kerangka Teoritis

### I. Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas maka hipotesis yang akan diajukan dalam penelitian ini, dapat dinyatakan sebagai berikut:

- H<sub>1</sub> : Terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
- H<sub>2</sub> : Terdapat pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
- H<sub>3</sub> : Terdapat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
- H<sub>4</sub> : Terdapat pengaruh secara simultan kepemilikan institusional, profitabilitas, *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### **BAB III**

#### **METODE PENELITIAN**

##### **A. Jenis Penelitian**

Penelitian ini, termasuk jenis korelasi karena bertujuan menggambarkan variabel yang berpengaruh terhadap variabel dependen dan menguji hipotesis untuk menjelaskan macam hubungan tertentu, pengaruh atau menetapkan perbedaan dari dua atau lebih faktor dalam suatu objek yang diteliti.

##### **B. Populasi dan Sampel Penelitian**

Populasi dan sampel adalah salah satu masalah yang harus dihadapi peneliti dalam setiap melakukan penelitian. Hal ini dikarenakan populasi dan sampel penelitian merupakan sumber data yang akan digunakan dalam mencapai tujuan dari penelitian. Populasi adalah keseluruhan subjek yang diteliti (Arikunto, 2002). Populasi dan sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non manufaktur yang bergerak di bidang perbankan dari tahun 2005-2007 di Bursa Efek Indonesia. Dipilihnya bursa efek Indonesia sebagai tempat penelitian karena bursa efek Indonesia merupakan bursa pertama di Indonesia yang dianggap memiliki data yang lebih lengkap dan terorganisasi dengan baik. Alasan dipilihnya perusahaan perbankan sebagai sampel karena peneliti ingin memberikan gambaran yang jelas dan lengkap dari sektor usaha tersebut. Perusahaan yang go publik diharuskan untuk melindungi hak *stakeholdernya* sehingga dapat mengurangi atau mencegah terjadinya konflik keagenan.



Sampel adalah sebagian atau wakil populasi yang diteliti (Arikunto 2002: 109). Teknik penarikan sampel penelitian ini adalah dengan menggunakan metode *Purposive Sampling* yaitu sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang telah. Sample bertujuan dilakukan dengan cara mengambil subjek bukan didasarkan atas strata, random, atau daerah tetapi didasarkan atas adanya tujuan tertentu sesuai dengan pertimbangan peneliti. Sampel yang diambil dalam penelitian ini mempunyai kriteria:

1. perusahaan perbankan yang terdaftar di BEJ selama tahun 2005-2007
2. perusahaan yang memiliki presentase saham mayoritas yang dimiliki oleh pihak investor institusional.
3. perusahaan melaporkan laba selama tahun 2005-2007
4. perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan yang telah di audit secara lengkap dan disajikan dengan rupiah per 31 Desember untuk periode 2005-2007.
5. Terdapat data mengenai kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow*, dan ukuran perusahaan pada laporan keuangan perusahaan selama periode 2005-2007.

Pengambilan data sampel penelitian ini dilakukan dengan metode penggabungan atau *pooling* data atau *time series cross sectional* (Wahidahwati 2001). *Pooling* data dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan perbankan yang memenuhi kriteria selama periode pengamatan untuk memungkinkan diperolehnya jumlah sampel yang lebih besar (Sihombing dalam Andriana 2004). Sesuai data perusahaan perbankan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia selama periode 2005 sampai dengan periode 2007 terdapat 78 perusahaan. Dari 78

perusahaan tersebut, yang bisa dijadikan sampel sesuai dengan kriteria yang ditetapkan oleh peneliti adalah 51 perusahaan atau sebesar 65,38 %.. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *purposive sampling*, artinya bahwa populasi yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki peneliti

Pada penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder adalah informasi yang diperoleh dari pihak lain yang bukan diusahakan sendiri oleh peneliti atau tidak secara langsung di ambil oleh peneliti sendiri misalnya dari buku, majalah, surat kabar, hasil penelitian lain dan lainnya. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder perusahaan yang terdaftar di BEI adalah sebagai berikut:

- a. Neraca perusahaan dari tahun 2005-2007
- b. Laporan laba/rugi perusahaan dari tahun 2005-2007.

Pengumpulan data diperoleh melalui berbagai sumber meliputi seperti pojok BEJ UNS, [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan sumber-sumber lain yang relevan. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) yang meliputi kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2005 sampai dengan 2007.

### **C. Pengukuran Variabel**

Definisi operasional dari variabel penelitian di bagi menjadi dua variabel yaitu: variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, dan *free cash flow* sebagai

variabel independen, sedangkan variabel kebijakan hutang adalah variabel dependen.

### 1. Variabel Independen

#### a. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak institusi lain yaitu, kepemilikan oleh perusahaan atau lembaga lain. Dalam penelitian Fitri dan Mamhud (2003) menyebutkan dengan tingginya kepemilikan manajerial, para investor institusional akan mendapatkan kesempatan control perusahaan yang lebih sedikit. Artinya bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah negatif. Semakin tinggi kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat control internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan sehingga dalam penelitian ini variabel kepemilikan institusional mengacu pada penelitian Wahidahwati (2001) yang diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

Kepemilikan institusional (INST) = proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam (%)

#### b. Profitabilitas (X2)

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan profit. ROA menunjukkan ukuran tingkat pengembalian perusahaan . ROA dinyatakan sebagai perbandingan EBIT terhadap total asset. Secara sistematis variabel ROA diformulasikan sebagai berikut (Bathala, Moon dan Rao, 1994 dalam Fitri&Mamduh 2003)

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}_{it}}{\text{Total aset}_{it}}$$

Keterangan:

$\text{EBIT}_{it}$  = *Earning before interest and tax* perusahaan I pada periode t

$\text{Total aset}_{it}$  = jumlah total asset perusahaan i pada periode t

c. Variabel *free cash flow* (X3)

*Free Cash Flow* merupakan aliran kas yang tersedia untuk didistribusikan pada investor setelah perusahaan memperhitungkan keseluruhan investasi dalam aktiva tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk menopang kelangsungan aktivitas perusahaan. Jensen (1986) dalam Tarjo dan Jogiyanto (2003) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kelebihan aliran kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi deviden. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Jensen (1986)

$$\text{FCF} = \text{C}_{it} - \text{I}_{it}$$

Keterangan:

$\text{FCF}_{it}$  = *Free cash flow* perusahaan i pada periode t

$\text{C}_{it}$  = arus kas operasi perusahaan i pada periode t

$\text{I}_{it}$  = arus kas investasi perusahaan i pada periode t

## 2. Variabel Dependen

Kebijakan hutang (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang perusahaan. Dalam usahanya untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaan, manajer memerlukan dana untuk kegiatan ekspansi bisnisnya. Salah satu alternatif bagi perusahaan dalam memenuhi dana tersebut adalah dengan menerbitkan hutang. Kebijakan hutang perusahaan diproksikan dengan *rasio leverage* yang diukur dengan membagi antara total hutang dengan total aktiva. (Jensen, Solberg dan Zorn dalam Fitri dan Mamduh 2003)

$$LR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Aktiva}}$$

Kebijakan hutang adalah suatu kebijakan yang menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasi.

### **D. Sumber Data dan Metoda Pengumpulan Data**

Sumber data dalam penelitian adalah subjek dari mana data diperoleh (Arikunto, 2002). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersifat kumulatif yaitu data yang dapat dihitung dan diukur secara langsung berbentuk bilangan atau angka yang diperoleh bukan langsung dari sumbernya dan bukan diusahakan sendiri oleh penulis. Data sekunder tersebut diperoleh dari annual report secara online pada situs <http://www.idx.co.id> dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metoda dokumentasi yaitu pengumpulan data dengan menggunakan metoda-metoda atau catatan laporan tertulis dari peristiwa yang telah lalu yang didapat dari perusahaan yang

terkait, selanjutnya dilakukan dengan cara menyalin data-data yang dibutuhkan dalam penelitian yang sedang dilakukan atau kutipan langsung dari berbagai sumber.

## **E. Metode Analisis Data**

### **1. Analisis Deskriptif**

Analisis deskriptif yaitu teknik analisis data yang berbentuk tabel, grafik dan selanjutnya dilakukan pengukuran. Dalam hal ini analisis deskriptif digunakan untuk menjelaskan gambaran umum mengenai karakteristik variabel-variabel dalam penelitian ini.

#### **a. Uji Asumsi Klasik**

Uji asumsi klasik dibutuhkan untuk menghasilkan model regresi yang memenuhi kriteria asumsi klasik.

##### 1). Uji normalitas

Tujuan dari pengujian ini adalah untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen dan dependen memiliki distribusi normal atau tidak. Data yang baik adalah data yang berdistribusi normal. Model regresi yang baik adalah model yang memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pengujian ini dilakukan dengan memakai uji *kolmogorov-Smirnov*. *Level of Signifikant* yang digunakan adalah 0,05. Jika nilai *p-value* lebih besar dari 0,05 maka data berdistribusi normal, begitu pula sebaliknya.

## 2). Uji Multikolinearitas

Salah satu asumsi klasik adalah tidak terjadinya multikol antara variabel dependen dengan variabel independen yang ada dalam satu model dalam membentuk model regresi linear berganda hendaknya dihindari terjadinya multikolinear. Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen (Ghozali 2005). Multikolinearitas berarti ada hubungan linear yang sempurna atau pasti diantara atau semua variabel penjelas. Variabel independen berkorelasi kuat maka terjadi multikolinear. Konsekuensi terjadinya multikolinearitas adalah koefisien korelasi variabel tidak tertentu dan kesalahan menjadi sangat besar atau tidak terhingga. Salah satu cara untuk mendeteksi kolinearitas adalah dengan melihat nilai tolerance dan lawan *varian inflation factor* (VIF). Model regresi bebas dari multikol apabila nilai variance dan VIF di sekitar nilai 1. Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai yang dipakai untuk menunjukkan adanya multikolonieritas adalah nilai Tolerance  $<0,10$  atau sama dengan VIF  $>10$  (Ghozali, 2005)

## 3). Uji Heterokedastisitas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terjadinya penyimpangan model karena varians gangguan berbeda antara satu observasi lainnya. Pendeteksian dapat dilakukan dengan menggunakan





4). Mengambil keputusan dengan kriteria, jika:

- (a).  $0 < d < d_L$ ,  $H_0$  ditolak berarti terdapat autokorelasi positif.
- (b).  $d_L \leq d \leq d_u$ , daerah tanpa keputusan (*grey area*), berarti uji tidak menghasilkan kesimpulan.
- (c).  $d_u < d < 4 - d_u$ ,  $H_0$  diterima, tidak ada korelasi.
- (d).  $4 - d_u \leq d \leq 4 - d_L$  daerah tanpa keputusan (*grey area*), berarti uji tidak menghasilkan kesimpulan.
- (e).  $4 - d_L < d < 4$ ,  $H_0$  ditolak, berarti terdapat autokorelasi positif.

## 2. Analisis regresi berganda

Analisis ini digunakan untuk menunjukkan hubungan antara variabel independen yaitu kepemilikan institusional, profitabilitas, dan *free cash flow* dengan variabel dependen yaitu kebijakan hutang yang akan diuji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$Y = a_1 + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + e$$

Dimana,

Y : kebijakan hutang

a : Konstanta

$b_1, b_2, b_3$  : Koefisien variabel  $X_1$  dan  $X_2$

$X_1$  : kepemilikan institusional

$X_2$  : profitabilitas

$X_3$  : *free cash flow*

e : Error Term

### a. Uji F atau uji simultan

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui sejauh mana variabel-variabel independen yang digunakan secara bersama mampu menjelaskan variabel dependen. Jika  $F_{hitung} > F_{Tabel}$ , maka dapat diyakini bahwa seluruh variabel independen mempengaruhi secara signifikan. Jika signifikan  $F < 0,05$  berarti variabel independen mempengaruhi secara keseluruhan terhadap variabel dependen. Pembuktian dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

#### 1. Menentukan hipotesis

$H_0 : b_1 / b_2 / b_3 = 0$ , artinya variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, *free cash flow* secara simultan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

$H_0 : b_1 / b_2 / b_3 \neq 0$ , artinya artinya variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, *free cash flow* secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

#### 2. Menentukan tingkat signifikansi

tingkat signifikansi pada penelitian ini adalah 5% yaitu resiko kesalahan pengambilan keputusan adalah 5%

#### 3. Pengambilan keputusan

jika hasil signifikansi lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan yaitu 0,05, maka  $H_0$  ditolak artinya semua variabel bebas secara serentak berpengaruh terhadap variabel terikat. Ini berarti model regresi digunakan untuk memprediksi variabel terikat. Jika hasil penghitungan signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi yang

ditentukan yaitu 0,05 maka  $H_0$  diterima artinya semua variabel bebas tidak memiliki pengaruh terhadap variabel terikat. Ini berarti model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi variabel terikat.

**b. Uji t atau uji parsial**

Uji t digunakan untuk menguji variabel-variabel bebas secara individu berpengaruh terhadap variabel terikat. Kriteria pengujian dengan menggunakan Uji t independen adalah:

$$H_0: B = 0$$

$$H_a : B \neq 0$$

Jika signifikan  $< 0.05$  maka  $H_a$  diterima berarti variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, sebaliknya jika signifikan  $> 0.05$  maka  $H_a$  ditolak berarti variabel independen tidak mempengaruhi secara signifikan terhadap variabel dependen. langkah-langkah yang dapat dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Menentukan hipotesis

$H_0 : b_1 / b_2 / b_3 = 0$ , artinya variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, *free cash flow* secara simultan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

$H_0 : b_1 / b_2 / b_3 \neq 0$ , artinya artinya variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, *free cash flow* secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

1. Menentukan tingkat signifikansi

Tingkat signifikansi pada penelitian ini adalah 5% yaitu resiko kesalahan pengambilan keputusan adalah 5%

## 2. Pengambilan keputusan

Jika hasil signifikansi lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan yaitu 0,05, maka  $H_0$  ditolak artinya semua variabel bebas secara serentak berpengaruh terhadap variabel terikat. Ini berarti model regresi digunakan untuk memprediksi variabel terikat. Jika hasil penghitungan signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan yaitu 0, 05 maka  $H_0$  tidak dapat ditolak artinya semua variabel bebas tidak memiliki pengaruh terhadap variabel terikat. Ini berarti model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi variabel terikat.

## **BAB IV**

### **ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

#### **A. Hasil Pengumpulan Data**

Dalam bab ini mencakup tentang analisis dari data yang telah dikumpulkan oleh penulis. Data dalam penelitian ini berupa laporan keuangan dari perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007. Hasil pengolahan data berupa informasi untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow*, baik secara simultan maupun secara parsial terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan seluruh perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2007. Sampel yang digunakan yaitu perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2007 berjumlah 78 perusahaan. Dari 78 perusahaan tersebut, yang bisa dijadikan sampel sesuai dengan kriteria yang ditetapkan oleh peneliti adalah 51 perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdapat 51 perusahaan. Rincian sampel penelitian ditunjukkan pada tabel IV.I sebagai berikut:

**Tabel IV. 1**  
**Hasil Pengambilan Sampel**

Kriteria Sampel	Jumlah
- Perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2005-2007	78
- Perusahaan yang baru <i>listing</i> ditahun 2006, 2007	15
- Perusahaan dengan data tidak valid atau tidak lengkap	6
- perusahaan yang melaporkan rugi tahun 2005-2007	6
- Perusahaan yang dijadikan sampel	51

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*

**Tabel IV.2**  
**Sampel Penelitian**

Tahun	sampel
2005	17
2006	17
2007	17
Jumlah	<b>51</b>

## B. Analisis Hasil Penelitian

### 1. Analisis deskriptif

Tujuan analisis ini untuk mengetahui gambaran umum karakteristik masing-masing variabel dalam penelitian ini dengan menghitung nilai minimum, maksimum dan mean (rata-rata) masing-masing variabel pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Berdasarkan analisis yang dilakukan pada perusahaan-

perusahaan sampel yang dihitung dengan menggunakan bantuan program SPSS 16 adalah sebagai berikut:

**Tabel IV.3**  
Hasil statistik

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INST	51	.01420	.87030	.4515865	.23167480
Profitabilitas	51	.00177	.09790	.0193036	.01565015
Free cash flow	51	-9984306000000	24614987000000	2509597571194	6964481774098.1
LR	51	.82326	.97240	.9062925	.03232001
Valid N (listwise)	51				

*Sumber: data primer diolah (lampiran)*

a. Deskripsi Variabel Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah suatu kebijakan yang menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasi. Kebijakan hutang dalam penelitian ini diproksikan dengan *leverage*. Penggunaan leverage akan menguntungkan apabila tingkat pendapatan yang diperoleh dari total aktiva lebih tinggi dari pada tingkat bunga hutang yang harus dibayar. Berdasarkan tabel IV.3 hasil rata-rata leverage ditunjukkan dengan nilai sebesar 0,906 dengan nilai minimum sebesar 0,823 dan nilai maksimum sebesar 0,972 dengan nilai standar deviasi sebesar 0,323 hal ini dapat diartikan bahwa peningkatan rata-rata variabel ini paling tinggi sebesar 0,323 sedangkan penurunan rata-rata sebesar 0,323. Dari nilai rata-rata leverage sebesar 0,906 atau 90,6% maka rata-rata sampel menunjukkan bahwa penggunaan hutang yang lebih besar daripada modal sendiri. Rasio hutang tertinggi dimiliki PT.Bank Century pada tahun 2005 dan rasio hutang terendah dimiliki oleh PT.NISP pada tahun 2006 (lampiran).

b. Deskripsi Variabel Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dalam hal ini institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi intern, (Friend dan Hasbrouk 1988 dalam Sujoko 2007). Berdasarkan tabel IV.3 dapat dihitung rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,4516 atau sebesar 45,16% dengan nilai minimum 0,0142 dan maksimum sebesar 0,8703 serta mempunyai nilai standar deviasinya sebesar 0,2317. Dari nilai rata-rata sampel tersebut menunjukkan kepemilikan institusional investor yang relatif besar yaitu 45,16%.

c. Deskripsi Variabel Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Profitabilitas suatu perusahaan diukur dengan keberhasilan perusahaan dan kemampuan perusahaan menggunakan aktivasinya secara produktif, dengan demikian profitabilitas suatu perusahaan dapat diketahui dengan membandingkan antara jumlah laba yang dihasilkan dari penjualan produk atau jasanya dalam satu periode serta jumlah aktiva yang digunakannya. Berdasarkan tabel IV.3 dapat dilihat bahwa profitabilitas setiap perusahaan mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,01930 dengan nilai minimum sebesar 0,0017 dan nilai maksimum sebesar 0,0979. Hasil rata-rata sampel menunjukkan profitabilitas yang tinggi. Dari tabel IV.3 Rata-rata ROA perusahaan sampel sebesar 0,01930 atau 1,93% dan standar



deviasinya sebesar 0,0157 dengan tingkat profitabilitas yang terendah yang dimiliki oleh Bank Century Tbk. Sedangkan tingkat profitabilitas yang tertinggi dimiliki oleh Bank Permata, Tbk (lampiran).

d. Deskripsi Variabel *Free cash flow*

Merupakan kas perusahaan yang didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi aktiva tetap. Dari tabel IV.3 dapat diketahui free cash flow setiap perusahaan mempunyai nilai rata-rata sebesar 2509597571194 dengan nilai minimum -9984306000000 dan nilai maksimum 24614987000000 serta mempunyai standar deviasinya sebesar 6964481774098,1. nilai minimum *free cash flow* dimiliki oleh Bank Danamon, Tbk artinya bahwa perusahaan sampel memiliki aset yang besar sehingga memerlukan tingkat pengeluaran modal besar yang harus ditutupi dengan pembiayaan tambahan dari hutang. Sedangkan nilai maksimum *free cash flow* dimiliki oleh Bank Rakyat Indonesia yang berarti bahwa perusahaan sampel mampu untuk membiayai kegiatan operasionalnya tanpa memerlukan tambahan pembiayaan dari hutang.

1) Uji Normalitas

Untuk menentukan normal atau tidaknya sebuah data dapat dilakukan dengan memakai uji *kolmogorov-Smirnov* atau analisis grafik. Dalam uji *kolmogorov-Smirnov Level of Signifikant* yang digunakan adalah 0,05. Jika *p-value* lebih besar dari 0,05 maka data berdistribusi normal, begitu pula sebaliknya. Pengujian

normalitas data memberikan hasil seperti yang ditunjukkan sebagai berikut:

**Tabel IV.4**  
**Uji Normalitas Data**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		INST	Profitabilitas	Free cash flow	LR
N		51	51	51	51
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.4515865	.0193036	55.9899	.9062925
	Std. Deviation	.23167480	.01565015	3.55831	.03232001
Most Extreme Differences	Absolute	.171	.188	.093	.141
	Positive	.086	.188	.086	.069
	Negative	-.171	-.131	-.093	-.141
Kolmogorov-Smirnov Z		1.219	1.340	.665	1.004
Asymp. Sig. (2-tailed)		.103	.055	.769	.266

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Hasil uji kolmogorov-smirnov pada Tabel IV.4 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, profitabilitas, *free cash flow*, dan *leverage ratio*-nya berdistribusi normal yaitu *p-value* lebih besar dari 0,05. Kepemilikan institusional mempunyai *p-value* sebesar 0,103, profitabilitas sebesar 0,055, *free cash flow* sebesar 0,769, dan *leverage rasionya* sebesar 0,266. Berdasarkan hasil uji kolmogorov-smirnov diatas dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal, karena variabel dependennya yang ditunjukkan pada *leverage ratio* lebih besar dari 0,05. Selain itu, sampel yang digunakan dalam penelitian ini sudah lebih dari 30 perusahaan, jadi data dianggap normal atau memenuhi asumsi normalitas.

## 2) Uji Multikolinearitas

Salah satu asumsi klasik adalah tidak terjadinya multikol antara variabel dependen dengan variabel independen yang ada dalam satu model dalam membentuk model regresi linear berganda hendaknya dihindari terjadinya multikolinear. Multikolinearitas berarti ada hubungan linear yang sempurna atau pasti diantara atau semua variabel penjelas. Variabel independen berkorelasi kuat maka terjadi multikolinear. Konsekuensi terjadinya multikolinearitas adalah koefisien korelasi variabel tidak tertentu dan kesalahan menjadi sangat besar atau tidak terhingga. Salah satu cara untuk mendeteksi kolinearitas adalah dengan melihat nilai tolerance dan lawan *varian inflation factor* (VIF). Model regresi bebas dari multikol apabila nilai variance dan VIF di sekitar nilai 1. Jika nilai VIF di bawah 10 maka model regresi yang diajukan tidak terdapat gejala multikolonieritas, begitu sebaliknya jika VIF lebih besar 10 maka terjadi gejala multikolonieritas. Hasil uji multikolonieritas dapat ditunjukkan pada Tabel IV.5 berikut:

**Tabel IV.5**  
**Hasil Uji multikolonieritas**

**Coefficients <sup>a</sup>**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	INST	.799	1.252
	Profitabilitas	.853	1.172
	Free cash flow	.720	1.389

a. Dependent Variable: LR

**Tabel IV.6**  
Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
Institusional	0.799	1.252	Tidak terjadi multikolinieritas
Profitabilitas	0.853	1.172	Tidak terjadi multikolinieritas
FCF	0.720	1.389	Tidak terjadi multikolinieritas

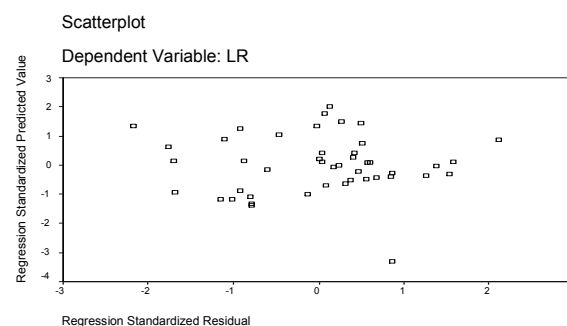
Sumber : Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan Tabel IV.5 dan Tabel IV.6 di atas nilai VIF untuk ketiga variabel bebas yang terdiri dari kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* memiliki nilai VIF di bawah 10 atau disekitar satu sehingga model regresi yang terbentuk dalam penelitian ini dapat digunakan karena tidak mengandung gejala Multikolonieritas. selain itu seluruh variabel bebas memiliki nilai *tolerance* lebih dari 0,1 (10%), yang berarti bahwa tidak terjadi korelasi antar variabel bebas yang nilainya lebih dari 0,90

### 3) Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terjadinya penyimpangan model karena varians gangguan berbeda antara satu observasi lainnya. Pendeteksian dapat dilakukan dengan menggunakan diagram scatterplot seperti pada gambar 4.1 sebagai berikut:

**Gambar 4.1. Grafik Scatter Plot**  
**Uji Heteroskedastisitas**



Berdasarkan gambar 4.1 diatas, maka dapat diasumsikan bahwa tidak terjadi penyimpangan asumsi klasik heterokedastisitas. Hal ini didasarkan pada gambar grafik tersebut, dimana titik-titik yang ada pada grafik tersebut tidak membentuk pola tertentu yang jelas dan titik-titik tersebut tersebar diatas dan dibawah angka nol pada sumbu y.

#### 4) Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi adalah adanya korelasi antara nilai data pada suatu waktu tertentu dengan nilai data tersebut pada waktu nilai satu periode sebelumnya atau lebih. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah model mengandung autokorelasi atau tidak, yaitu adanya hubungan diantara variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen. Pengujian dapat dilakukan dengan uji durbin waston berikut pada Tabel IV.7 Terjadinya autokorelasi atau tidak, dapat dilihat dari nilai durbin waston (DW). Jika kita bandingkan

**Tabel IV.7**  
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary <sup>b</sup>	
Model	Durbin-Watson
1	2.192 <sup>a</sup>

a. Predictors: (Constant), Free cash flow, Profitabilitas, INST

b. Dependent Variable: LR

Jika kita bandingkan nilai tersebut dengan menggunakan derajat kepercayaan 5%, dengan jumlah sampel sebesar 51 dan jumlah variabel independennya 3, maka  $d_u < d < 4 - d_u$ ,  $H_0$ , diterima,

dalam penelitian ini  $1,67 < 2,192 < 2,33$  atau nilai DW sebesar 2.192 lebih besar daripada batas atas 1,67, maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada model regresi.

## 2. Analisis Regresi Linier Berganda

Dalam pengolahan data dengan menggunakan regresi linier berganda, dilakukan beberapa tahapan untuk mencari hubungan antara variabel independent dengan variabel dependen, yaitu mencari hubungan antara variabel kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis regresi linier berganda dapat ditunjukkan dengan model yang dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

### Keterangan:

Y = Kebijakan Hutang

$\alpha$  = Konstanta

$\beta$  = Koefisien Regresi model

X1 = kepemilikan institusional

X2 = profitabilitas

X3 = *Free cash flow*

e = *Error term public* (Variabel luar yang mempengaruhi Y)

$$\text{Leverage} = \alpha + \beta_1 \text{institusional (INST)} + \beta_2 \text{profitabilitas (PROF)} + \beta_3 \text{FCF} + e$$

Berdasarkan model dan hasil regresi linear berganda maka diperoleh persamaan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = 0,801 - 0,071 \text{ institusional (INST)} - 0,669 \text{ profitabilitas (PROF)} + 0,003 \text{ FCF} + e$$

Dari persamaan tersebut dapat dilihat bahwa dari ketiga variabel yaitu kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* memiliki interpretasi terhadap kebijakan hutang sebagai berikut:

- a. Nilai konstanta dalam penelitian ini bernilai positif sebesar 0,801, hal ini menunjukkan bahwa apabila tidak ada variabel kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* maka kebijakan hutang adalah sebesar 0,801 yang berarti bahwa kebijakan hutang meningkat sebesar 0,801 sebelum atau tanpa adanya variabel independen kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow*
- b. Kepemilikan institusional mempunyai koefisien negatif sebesar -0,071. Hal ini menunjukkan bahwa apabila variabel kepemilikan institusional mengalami kenaikan sebesar 1% maka kebijakan hutang akan turun sebesar 0,071. Dapat dikatakan pula bahwa setiap penurunan kebijakan hutang sebesar 0,071 maka dibutuhkan variabel kepemilikan institusional sebesar 1% dengan asumsi bahwa variabel bebas lainnya tetap.
- c. Profitabilitas mempunyai koefisien negatif sebesar -0,669. Hal ini menunjukkan bahwa apabila variabel profitabilitas mengalami kenaikan sebesar 1% maka kebijakan hutang akan turun sebesar 0,669. Dapat dikatakan pula bahwa setiap penurunan kebijakan hutang sebesar 0,669 maka dibutuhkan variabel profitabilitas sebesar 1% dengan asumsi bahwa variabel bebas lainnya tetap.

- d. *Free cash flow* mempunyai koefisien positif sebesar 0,003. Hal ini menunjukkan bahwa apabila variabel *free cash flow* mengalami kenaikan sebesar 1% maka kebijakan hutang akan naik sebesar 0,003. Dapat dikatakan pula bahwa setiap kenaikan kebijakan hutang sebesar 0,003 maka dibutuhkan variabel *free cash flow* sebesar 1% dengan asumsi bahwa variabel bebas lainnya tetap.

### C. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis adalah pengujian untuk membuktikan hipotesis-hipotesis dalam penelitian. Hasil penelitian dalam uji hipotesis dan regresi yang telah dilakukan ditunjukkan dalam Tabel IV.8 sebagai berikut:

Tabel IV.8  
Hasil Uji Hipotesis dan Regresi

Keterangan	Koefisien regresi	t-hitung	p-value
Konstanta	0,801	11,842	0,000
X1 (INST)	-0,071	-3,793	0,000
X2 (profitabilitas)	-0,669	-2,466	0,017
X3 ( <i>FCF</i> )	0,003	2,084	0,043
Adjusted <i>r-square</i>	0,277		
F hitung	7,372		
<i>P-value</i>	0,000 <sup>a</sup>		

Sumber: Hasil pengolahan data

#### 1. Uji F atau Uji Simultan

Untuk menunjukkan apakah semua variabel independent yang digunakan mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama terhadap variabel dependen maka dilakukan uji F atau Uji Simultan. Dalam tabel



IV.9 berikut ini ditunjukkan hasil uji F simultan dengan tingkat signifikansi 5% atau 0,05

Tabel IV.9  
Hasil Uji F

Sig (P-Value)	Kriteria Pegujian	Keterangan
0,000 <sup>a</sup>	P < 0,05	Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan pengujian dengan menggunakan uji F yang ditunjukan pada tabel di atas dapat dilihat bahwa *p-value* lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,000<sup>a</sup> sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa hipotesis pertama diterima yang berarti kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

## 2. Besaran Koefisian Determinasi

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) menunjukkan sampai seberapa besar proporsi perubahan variabel independent mampu menjelaskan variasi perubahan variabel dependen. Dalam penelitian ini koefisien determinasi R square ( $R^2$ ) adalah untuk melihat besarnya pengaruh variabel kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian pada Tabel IV.10 di bawah ini menunjukkan berapa persen kebijakan hutang yang dapat dijelaskan oleh ketiga variabel independen:

**Tabel IV.10**  
**Nilai dari Koefisien Determinasi**  
**dan *Standar Error of Estimate* dari Hasil Analisa Regresi**

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.566 <sup>a</sup>	.320	.277	.02748946

a. Predictors: (Constant), Free cash flow, Profitabilitas, INST

Berdasarkan tabel IV.10 diatas menunjukkan nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) sebesar 0,320 yang berarti bahwa proporsi variabel independen dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen hanya sebesar 32% . sedangkan sisanya sebesar 68% lebih dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel yang diteliti dalam penelitian ini seperti kesempatan bertumbuh (*growth*), set kesempatan investasi, resiko saham dan kepemilikan manajerial.

## 2. Uji t atau Uji Parsial

Uji t atau uji parsial digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial yaitu kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian pengaruh secara parsial variabel independent terhadap kebijakan hutang dapat dilihat pada Tabel IV.11 sebagai berikut dengan tingkat signifikansi sebesar 5%

**Tabel IV.11**  
**Hasil Uji t**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.801	.068		11.842	.000
	INST	-.071	.019	-.511	-3.793	.000
	Profitabilitas	-.669	.269	-.324	-2.486	.017
	Free cash flow	.003	.001	.295	2.084	.043

a. Dependent Variable: LR

**Tabel IV.12**  
**Hasil Uji t**

Variabel	$t_{hitung}$	Sig	(p-Value)	Hasil Pengujian Keterangan
Kep. institusional	-3,793	0.000	P < 0,05	Signifikan
Profitabilitas	-2,486	0,017	P < 0,05	Signifikan
<i>free cash flow</i>	2,084	0,043	P < 0,05	Signifikan

Sumber : Hasil Pengolahan Data

#### 1). Pengujian terhadap Variabel Kepemilikan Institusional

Hipotesis pertama yang diajukan adalah kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. P-value yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 0,000 yaitu lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima dan berarti bahwa kehadiran investor institusional dapat monitoring perilaku manajer perusahaan secara efektif, sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham dan dapat mengurangi *agency cost of debt*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001), Moh'd, et al (19889) dan Bathala et, al (1994) dan Masdupi (2005) .

#### 2). Pengujian terhadap Variabel Profitabilitas

Hipotesis kedua yang diajukan adalah profitabilitas secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. P-value yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 0,017 yaitu lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima. Hasil Penelitian ini sejalan dengan penelitian Myers & Majluf (1984) dalam Fitri dan Mamduh (2003), Jensen et,al (1992) dan Moh'd et, al (1998) dalam Masdupi (2005).

### 3). Pengujian terhadap Variabel *Free Cash Flow*

Hipotesis ketiga yang diajukan adalah *free cash flow* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. P-value yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 0,043 yaitu lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wibowo (2008), penelitian Putri & Nasir (2006).

## **D. Pembahasan**

Dari hasil penelitian diambil kesimpulan bahwa kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dalam pengujian secara bersama-sama menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari independent t variabel terhadap dependen variabel yaitu dengan nilai  $F = 7,372$  dan signifikan pada 0,000 pada taraf signifikan 5%. Sehingga hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel independen mempengaruhi secara signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan. Variabel kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal itu senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) dan Masdupi (2005) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan. Hasil regresi memperoleh koefisien negatif sebesar -0,071. Hal ini menunjukkan bahwa apabila variabel kepemilikan institusional mengalami kenaikan sebesar 1% maka kebijakan hutang akan turun sebesar 0,071. Dapat dikatakan pula bahwa setiap penurunan kebijakan hutang sebesar 0,071 maka dibutuhkan variabel kepemilikan

institusional sebesar 1% dengan asumsi bahwa variabel bebas lainnya tetap. Artinya bahwa kehadiran investor institusional dapat digunakan sebagai alat monitoring dalam rangka meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang. Hasil tersebut juga menunjukkan bahwa para investor institusional pada perusahaan perbankan di BEJ dapat berperan secara efektif, sehingga menyebabkan penggunaan hutang menurun sehingga mengurangi konflik keagenan dari hutang dan pihak manajemen dapat bekerja untuk kepentingan para investor dan pemegang saham.

Variabel profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Myers (1984), Jensen et al (1992), Moh'd et al dalam Masdupi (2005) dan penelitian ini sejalan dengan penelitian Fitri&Mamduh (2003) dan Nuringsih (2005) menunjukkan bahwa variabel profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap hutang. Hasil regresi profitabilitas secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. P-value yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 0,017 yaitu lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima. Artinya bahwa pada tingkat profitabilitas rendah maka perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasionalnya, sebaliknya apabila tingkat profitabilitasnya tinggi maka perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang, Sehingga profitabilitas perusahaan dapat mengurangi konflik keagenan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Dewi (2008) dan Susilaningtyas (2008) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan yang berarti bahwa semakin tinggi laba yang diperoleh maka hutang juga cenderung

tinggi. Sedangkan penelitian Masdupi (2005) menunjukkan bahwa provitabilitas perusahaan tidak signifikan secara statistik pada kebijakan hutang perusahaan

Variable *free cash flow* juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Tarjo & Jogiyanto (2003), Wibowo (2008) dan Putri dan Nasir (2006). Hasil regresi memperoleh p-value yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 0,043 yaitu lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima. Artinya bahwa perbedaan kepentingan antara prinsipal dengan agen (manajer) dapat menyebabkan masalah keagenan yang menimbulkan *agency cost*. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi untuk menurunkan *agency cost* khususnya ketika perusahaan mempunyai kesempatan investasinya rendah dan juga sebaliknya. *Free cash flow* berpengaruh positif berarti bahwa hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang menunjukkan hubungan yang searah. Sehingga apabila perusahaan memiliki *free cash flow* yang semakin meningkat maka mengakibatkan kebijakan hutang meningkat, begitu pula sebaliknya.

## BAB V

### KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

#### A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada penelitian ini, dengan variabel yang meliputi kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow*, sebagai variabel independen. Sedangkan variabel dependennya adalah kebijakan hutang perusahaan. Pengujian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa Uji F menunjukkan bahwa secara simultan variabel-variabel independen secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Variabel dependen dipengaruhi variabel independen sebesar 32% sedangkan 68% dipengaruhi variabel di luar variabel yang diteliti dalam penelitian ini. Beberapa variabel independent secara parsial juga mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen diantaranya (1) variabel kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. P-value yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 0,000 yaitu lebih kecil dari 0,05 artinya bahwa semakin besarnya prosentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam perusahaan akan berpengaruh terhadap keputusan dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan. (2) Variabel profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil regresi memperoleh P-value yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 0,017 yaitu lebih kecil dari 0,05. Artinya bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka akan memperkecil besarnya penggunaan hutang sehingga dapat mengurangi

*cost agency*. (3) Variabel *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil regresi memperoleh p-value sebesar P-value yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 0,043 yaitu lebih kecil dari 0,05. *Free cash flow* berpengaruh positif berarti bahwa hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang menunjukkan hubungan yang searah. Apabila perusahaan memiliki *free cash flow* yang semakin meningkat maka mengakibatkan kebijakan hutang meningkat, begitu pula sebaliknya.

### **B. Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan yang dapat dijadikan pertimbangan dan perhatian oleh peneliti yang akan datang dan pihak yang berkepentingan, antara lain:

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya perusahaan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini peneliti hanya meneliti pada perusahaan perbankan saja, sehingga untuk penelitian berikutnya dapat menggunakan perusahaan sektor lain atau keseluruhan sektor perusahaan agar diperoleh hasil yang lebih baik.
2. Variabel yang diuji dalam penelitian ini hanya tiga variabel independen yang meliputi kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow*.
3. Data yang dikeluarkan dari perusahaan sampel banyak yang tidak memenuhi kriteria dikarenakan data tidak lengkap.
4. Periode yang dipakai relatif singkat hanya 3 tahun yaitu tahun 2005-2007.



### C. Saran

Berdasarkan atas simpulan dari penelitian yang telah dilakukan, maka saran-saran yang diajukan peneliti sebagai berikut:

1. Bagi investor yang ingin berinvestasi sebaiknya memperhatikan dan menganalisa berbagai faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan baik faktor keuangan maupun non keuangan. Karena secara tidak langsung kebijakan hutang mempengaruhi atas jumlah *return* yang diharapkan oleh investor. Hal ini dikarenakan dengan kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan, maka laba yang dihasilkan oleh perusahaan diprioritaskan untuk memenuhi beban bunga dan membayar cicilan sebelum memberikan *return* kepada investor.
2. Bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan proksi lain dari kebijakan hutang seperti *debt to equity ratio* untuk menilai pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap kebijakan struktur modal.
3. Bagi penelitian selanjutnya perlu lebih memperluas penelitian ini dengan menambah faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang seperti resiko sistematis, kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*) yaitu dengan membedakan antara perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi dengan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah, set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial, size, risiko saham, *dividen payment*, tingkat suku bunga, keadaan pasar modal dan lain-lain.

4. Peneliti selanjutnya sebaiknya menambah periode pengamatan penelitian yang digunakan agar penelitian yang dilakukan lebih luas cakupannya.
5. Penelitian selanjutnya hendaknya menambah jumlah sampel, sehingga sampel yang digunakan dapat mewakili semua karakteristik dalam populasi atau hasilnya dapat digeneralisasikan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Amalia, L.S., dan Silvy. 2006. "Analisis kebijakan deviden dan kebijakan *leverage* terhadap prediksi kepemilikan manajerial dengan teknik analisis multinominal logit". *Jurnal Akuntansi & Bisnis*, Vol 6, No 1
- Andriana. 2004. "Pengaruh *Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payments* dan *Firm Growth* Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan". *Skripsi*. Surakarta: UNS
- Anita, Heriza Maria. 2008. "Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang". *Skripsi*. Surakarta: UNS
- Arikunto, Suharsimi. 2002. *Prosedur Penelitian*. PT Rineka Cipta. Jakarta
- Budiarti, Trinindita. 2007. "Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen dan Free Cash Flow Terhadap Tingkat Leverage Perusahaan dengan Moderasi Set Kesempatan Investasi dan Struktur Kepemilikan Perusahaan". *Skripsi*. Surakarta: UNS
- Brigham, E.F., dan L.C., Gapenski, 2000, *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, New York
- , Houston, Joel. F. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi kedelapan. Erlangga: Jakarta
- Weston. 1984. *Manajemen Keuangan* Edisi ketujuh. Jakarta. Erlangga
- Dewi, Putri Tantyana. 2008. "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Penyebaran Kepemilikan, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Terhadap Agency Cost Perusahaan". *Skripsi*. Surakarta. UNS
- Haryono. 2005. "Struktur Kepemilikan dalam Bingkai Teori Keagenan". *Jurnal Akuntansi dan bisnis*
- Hamidi, Masyhuri. 2003. "*Internal Cash Flow, Insider Ownership, Investment Opportunity dan Capital Expenditures*: Suatu Pengujian Terhadap Hipotesis Pecking Order dan Managerial". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* Vol 18.No. 3. hal 271-287
- Hamzah, Ardhi. "Analisis rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, solvabilitas dan *investment opportunity set* dalam tahapan siklus kehidupan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2001-2005" *Skripsi*. Universitas Trunojoyo

- Hardjopranoto, Wibisono.2006. “ Interdependent Analysis Of Leverage, Dividen and Managerial Ownership Policies: Agencies Prespectives”. Gajah mada International Journal Of Business. Vol.8. No. 2. Hal 179-199
- Ismiyati, Fitri dan Hanafi, M. Mamduh. 2003.“Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Resiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Deviden,: Analisis Persamaan Simultan”. Simposium Nasional Akuntansi VI. Hal 260-277
- Makmun. 2003. “Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang (Studi Kasus pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di BEI)”. Tesis. Surakarta. UNS
- Masdupi, Erni.2005.”Analisis dampak struktur kepemilikan pada kebijakan hutang dalam mengontrol konflik keagenan”.Jurnal Ekonomi&Bisnis Indobesia Vol 20, No.1 hal.57-69
- Nuringsih, Kartika.2005.”Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, kebijakan utang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap kebijakan deviden:Studi 1995-1996.Jurnal Akuntansi&Keuangan Indonesia. Vol 2, No.2
- Prabawati, Tri Timbul .2008. “Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kebijakan Deviden”. *Skripsi*. Surakarta.UNS
- Pujiatmoko, Eko.2006.” Pengaruh Rasio Profitabilitas, Beta Akuntansi, financial leverage, likuiditas dan *asset growth* terhadap beta saham syariah.skripsi.UNS.Tidak Dipublikasikan.
- Purbandari, Retno Parwestri.2008. “Pengaruh kepemilikan institusional dan pertumbuhan perusahaan terhadap dividend payout ratio”. *Skripsi*. Surakarta.UNS
- Putri, Imanda Firmantyas dan Nasir, Mohammad. 2002.”Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Deviden dalam Prespektif Teori Keagenan. Simposium Nasional Akuntansi IX
- Ross, Stephen A, Randolph W dan Bradford, D Jordan.2000. Fundamentals of Corporate Finance. *Irwin McGraw-Hill*, Boston. Fith Edition
- Sartono, Agus R. 2001.”Manajemen Keuangan: Teori dan aplikasi. edisi keempat.BPFE.Yogyakarta
- Soliha, Euis& Taswan.2002.”Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta beberapa faktor yang mempengaruhi”.Jurnal Bisnis&Ekonomi

- Susilaningtyas BK .2008."Pengaruh struktur kepemilikan, profitabilitas, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan tekstil yang terdaftar diBEJ" *Skripsi*. Surakarta. UNS
- Sujoko& Soebiantoro, Ugy. 2007."Pengaruh struktur kepemilikan saham, *leverage*, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan". *Jurnal manajemen dan kewirausahaan*, vol. 9, No. 1, Hal 41-48
- Susanto, Djoko&Agus.S. 2002."Analisis Teknikal di bursa efek".STIE YKPN.Yogyakarta
- Tarjo & Jogiyanto, DR.2003."Analisa *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Hal 278-288
- Wibowo, Alex. 2007."pengaruh kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEJ".skripsi.UNS. tidak dipublikasikan
- Yunita, Dewi. 2008."pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan aktiva dan profitabilitas terhadap hutang dan pengaruh hutang terhadap return saham.tesis.UNS. tidak dipublikasikan

# Lampiran



**DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS SEBELAS MARET**

Jl. Ir. Sutami 36A Telp.KTU.(0271) 647481 Dekan/ Fax (0271) 638147 Ketingan Surakarta

**SURAT PERNYATAAN**

**Yang bertanda tangan di bawah ini saya :**

**Nama** : NETI KURNIASIH  
**Nomor Induk Mhs.** : F.1306588  
**Program Studi** : S1 - NON REGULER  
**Jurusan** : AKUNTANSI  
**Fakultas** : EKONOMI UNIVERSITAS SEBELAS MARET  
**Tempat, Tgl. Lahir** : SURAKARTA, 01 NOVEMBER 1985  
**Alamat Rumah / Telp** : TEGALREJO, RT 15 / 07, BAYAT, KLATEN  
 Hp. 085 6431 54331  
**Judul Skripsi** : ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,  
 PROFITABILITAS, DAN *FREE CASH FLOW*, TERHADAP  
 KEBIJAKAN UTANG PADA PERUSAHAAN PERBANKAN YANG  
 TERDAFTAR PADA BEI TAHUN 2005-2007  
**Pembimbing** : Drs. EKO ARIEF SUDARYONO M.Si, Ak

**Dengan ini menyatakan bahwa :**

1. Skripsi yang saya susun merupakan hasil karya murni saya sendiri.
2. Apabila ternyata dikemudian hari diketahui bahwa Skripsi yang saya susun tersebut merupakan hasil jiplakan/salinan/saduran karya orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi berupa :
  - a. **Sebelum dinyatakan Lulus** :  
*Menyusun ulang Skripsi dan diuji kembali*
  - b. **Setelah dinyatakan Lulus** :  
*Pencabutan gelar dan penarikan ijazah kesarjanaaan yang telah diperoleh*

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

Surakarta, Februari 2009

Yang menyatakan



**NETI KURNIASIH**

**NIM. F 1306588**

### Data Penelitian

NO	INST	Profitabilitas	Free Cash Flow	LR
	X1	X2	X3	Y
1	0,31740	0,00289	316086448184	0,95066
2	0,51180	0,03412	2145607000000	0,89447
3	0,14500	0,00177	697982000000	0,97240
4	0,69600	0,04422	-8744108000000	0,87080
5	0,56780	0,01869	5004461000000	0,89681
6	0,37520	0,01794	936148000000	0,91030
7	0,69110	0,00468	5663171000000	0,91184
8	0,17070	0,01338	-40218208000	0,89472
9	0,57280	0,01050	5681606000000	0,94916
10	0,01640	0,01525	-876313000000	0,91914
11	0,64000	0,01795	2582829000000	0,90453
12	0,72290	0,01451	1332934000000	0,89766
13	0,10421	0,01428	566321715106	0,94237
14	0,29000	0,01871	2147320000000	0,87737
15	0,31550	0,09790	-6809421000000	0,92446
16	0,58160	0,04568	-1058896000000	0,89124
17	0,19070	0,01305	55347020000	0,92540
18	0,30240	0,00283	78625369884	0,96532
19	0,51150	0,03431	7030517000000	0,89780
20	0,14500	0,00348	-141792000000	0,94627
21	0,69250	0,02563	-2250253000000	0,88197
22	0,56330	0,01400	1190570000000	0,89481
23	0,86760	0,01738	9669609000000	0,89952
24	0,67860	0,01013	19878192000000	0,93653
25	0,17070	0,01430	76386618000	0,89965
26	0,55220	0,00717	11157080000000	0,93755
27	0,01640	0,01676	11711148000000	0,94204
28	0,64480	0,02002	2149343000000	0,89704
29	0,72350	0,01375	126670000000	0,82326
30	0,14990	0,01299	609085397000	0,91651
31	0,55100	0,02573	-2100207000000	0,82438
32	0,44500	0,01203	3427431000000	0,89917
33	0,56970	0,03818	20558834000000	0,89091
34	0,22770	0,01331	-50510655000	0,89375
35	0,25920	0,00277	-71469752304	0,94400
36	0,51150	0,02936	6271263000000	0,90623
37	0,11320	0,00351	-296425000000	0,92001
38	0,68050	0,03706	-9984306000000	0,87506
39	0,55850	0,00684	-6575826000000	0,89992
40	0,87030	0,02713	1531209000000	0,89916
41	0,67470	0,01985	6736064000000	0,90833
42	0,28540	0,02560	-792707312000	0,83426
43	0,52200	0,02137	-1190655000000	0,91580
44	0,01420	0,00808	20322941000000	0,96047
45	0,63130	0,01871	-2460505000000	0,90513
46	0,72400	0,01215	-1663207000000	0,88372



47	0,55680	0,01213	790542093000	0,91739
48	0,54850	0,02448	-1452336000000	0,84440
49	0,44500	0,01875	-440355000000	0,89917
50	0,56830	0,03819	24614987000000	0,90459
51	0,34660	0,01100	-71323603000	0,92341

## Uji Normalitas Sebelum Transformasi

### NPar Tests

#### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		INST	Profitabilitas	Free cash flow	LR
N		51	51	51	51
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.4515865	.0193036	2509597571194	.9062925
	Std. Deviation	.23167480	.01565015	6964481774098	.03232001
Most Extreme Differences	Absolute	.171	.188	.227	.141
	Positive	.086	.188	.227	.069
	Negative	-.171	-.131	-.159	-.141
Kolmogorov-Smirnov Z		1.219	1.340	1.618	1.004
Asymp. Sig. (2-tailed)		.103	.055	.011	.266

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

## Normalitas Setelah Transformasi

### NPar Tests

#### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		INST	Profitabilitas	Free cash flow	LR
N		51	51	51	51
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.4515865	.0193036	55.9899	.9062925
	Std. Deviation	.23167480	.01565015	3.55831	.03232001
Most Extreme Differences	Absolute	.171	.188	.093	.141
	Positive	.086	.188	.086	.069
	Negative	-.171	-.131	-.093	-.141
Kolmogorov-Smirnov Z		1.219	1.340	.665	1.004
Asymp. Sig. (2-tailed)		.103	.055	.769	.266

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

## Descriptives

#### Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INST	51	.01420	.87030	.4515865	.23167480
Profitabilitas	51	.00177	.09790	.0193036	.01565015
Free cash flow	51	-9984306000000	24614987000000	2509597571194	6964481774098.1
LR	51	.82326	.97240	.9062925	.03232001
Valid N (listwise)	51				

## Regression

### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Free cash flow, Profitabilitas, INST <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: LR

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.566 <sup>a</sup>	.320	.277	.02748946

a. Predictors: (Constant), Free cash flow, Profitabilitas, INST

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.017	3	.006	7.372	.000 <sup>a</sup>
	Residual	.036	47	.001		
	Total	.052	50			

a. Predictors: (Constant), Free cash flow, Profitabilitas, INST

b. Dependent Variable: LR

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.801	.068		11.842	.000
	INST	-.071	.019	-.511	-3.793	.000
	Profitabilitas	-.669	.269	-.324	-2.486	.017
	Free cash flow	.003	.001	.295	2.084	.043

a. Dependent Variable: LR

## Uji Asumsi Klasik

### Autokorelasi

#### Model Summary<sup>b</sup>

Model	Durbin-Watson
1	2.192 <sup>a</sup>

a. Predictors: (Constant), Free cash flow, Profitabilitas, INST

b. Dependent Variable: LR

### Multikolinearitas

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	INST	.799	1.252
	Profitabilitas	.853	1.172
	Free cash flow	.720	1.389

a. Dependent Variable: LR

### Heteroskedastisitas

#### Charts

##### Scatterplot

