

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DIVIDEN,
STRUKTUR AKTIVA, UKURAN PERUSAHAAN DAN
FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

***INFLUENCE OF INSTITUTIONAL OWNERSHIP, DIVIDENDS,
ASSETS STRUCTURE, COMPANY SIZE AND
FREE CASH FLOW ON DEBT POLICY***

Ni Kadek Irma Wedayanti¹, Animah², Elin Erlina Sasanti³

Universitas Mataram

¹kadekirma21@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014 sampai 2016. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *proposive sampling*, dan data penelitian yang diperoleh sebanyak 108 unit observasi dari 36 sampel perusahaan. Metode analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda.

Berdasarkan hasil analisis data, kepemilikan institusional, dividen dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Ukuran perusahaan dan *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Secara simultan kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang dibuktikan dengan signifikansi simultan bernilai 0,000.

Implikasi penelitian ini adalah ukuran perusahaan dan *free cash flow* dapat digunakan sebagai acuan dalam menetapkan kebijakan hutang perusahaan sektor *property & real estate*, serta sebelum memutuskan untuk berinvestasi saham pada suatu perusahaan agar melihat terlebih dahulu bagaimana perusahaan memperoleh sumber pendanaannya apakah cenderung menggunakan hutang atau ekuitas/modal perusahaan.

Kata Kunci: Kebijakan Hutang, Kepemilikan Institusional, Dividen, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, dan *Free Cash Flow*

ABSTRACT

This study examines the influence of institutional ownership, dividends, asset structure, firm size and free cash flow on debt policy. This research was conducted at property & real estate company listed in Indonesian Stock Exchange from 2014 until 2016. The sampling technique used is proposive sampling, and the research data obtained are 108 observation units from 36 sample companies. Data analysis method used is multiple linear regression.

Based on data analysis, institutional ownership, dividend and asset structure have no effect on debt policy. Company size and free cash flow have a positive and significant effect on debt policy. Simultaneously institutional ownership, dividend, asset structure, firm size and free cash flow have an effect on debt policy evidenced by simultaneous significance of 0.000 value.

The implications of this study are firm size and free cash flow can be used as a reference in establishing debt policy of property & real estate companies, and before deciding to invest shares in a company to see first how the company obtains its funding source whether tends to use debt or equity / capital company.

Keywords: Debt Policy, Institutional Ownership, Dividend, Asset Structure, Company Size, and Free Cash Flow

PENDAHULUAN

Perkembangan properti yang cukup meningkat menandakan mulai adanya perbaikan ekonomi ke arah masa depan yang lebih baik. Tetapi, dilihat di tahun 2014 Indonesia cenderung menunda proyek-proyek baru karena adanya pemilihan legislatif dan presiden serta adanya kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah tentang menurunnya pencairan pinjaman hipotek dan BI rate yang lebih tinggi. Sehingga menyebabkan Indeks Harga Properti Hunian dari Bank Indonesia menurun 6,3% dari 11,5% pada setahun sebelumnya (terlebih lagi inflasi Indonesia naik 8,4% di 2014, karenanya melebihi kecepatan pertumbuhan indeks harga propperti). Sebuah survei dari Bank Indonesia menunjukkan bahwa penjualan properti hunian di kuartal 1 tahun 2015 mengalami penurunan signifikan dalam perbandingan *quarter to quarter* (q/q). Sementara itu, tingkat pencairan pinjaman hipotek di bank-bank untuk rumah dan apartemen di kuartal 1 tahun 2015 naik hanya 0,12% (q/q) dibandingkan kuartal sebelumnya. Diharapkan dengan meningkatnya pinjaman yang diberikan dapat membantu pengusaha industri dalam hal pendanaan sehingga dapat mengembangkan sektor industrinya (www.indonesia-investments.com/id/berita/kolom-berita/analisis-pasar-properti-indonesiaoverview-kepemilikan-asing/item5728).

Sektor industri di tahun 2016 mengalami peningkatan yang cukup baik, dilihat dari angka penanam modal yang dilakukan oleh investor asing yang pada tahun 2016 kuartal II mencapai Rp151,6 triliun lebih tinggi sekitar 12,3% jika dibandingkan dengan kuartal yang sama di tahun 2015. Guna menggenjot industri properti, tahun 2016 ini, pemerintah Indonesia telah banyak mengeluarkan berbagai kebijakan yang dapat mendorong bangkitnya industri properti salah satunya pada bulan September tahun 2016, Suku Bunga Acuan Bank Indonesia turun menjadi 5%, diharapkan dengan penurunan ini akan mendorong permintaan akan Kredit Pemilikan Rumah (KPR). Tidak hanya itu, Bank Indonesia, pada Agustus 2016 juga melakukan pelonggaran rasio *Loan to Value* (LTV) Kredit Pemilikan Rumah (KPR), yang tadinya 20 persen menjadi 15 persen untuk rumah pertama. Bank Indonesia juga telah menurunkan LTV untuk rumah kedua dan rumah ketiga dengan rasio DP masing-masing 20 dan 25 persen yang sebelumnya rasio DP untuk KPR rumah kedua dan ketiga menurut laporan lamudi sebesar 30 dan 40 persen (www.lamudi.co.id/laporan-2017).

Berikut ini nilai *debt to equity ratio* pada perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di BEI selama satu tahun terakhir:

Tabel 1 Nilai Debt to Equity Ratio (DER) Pada Perusahaan Property & Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2016

NO	KODE	DER	NO	KODE	DER
1	APLN	1,579%	25	KIJA	0,904%
2	ASRI	1,808%	26	LAMI	0,148%
3	BAPA	0,672%	27	LCGP	0,031%
4	BCIP	1,584%	28	LPCK	0,332%
5	BEST	0,054%	29	LPKR	1,065%
6	BIKA	2,586%	30	MDLN	1,205%
7	BIPP	0,036%	31	MKPI	0,780%
8	BKDP	0,438%	32	MMLP	0,208%

9	BKSL	0,586%	33	MTLA	0,572%
10	BSDE	0,572%	34	MTSM	0,132%
11	COLW	1,911%	35	NIRO	0,275%
12	CTRA	1,033%	36	MORE	0,036%
13	DART	0,674%	37	PLIN	1,007%
14	DILD	1,341%	38	PPRO	1,974%
15	DMAS	0,056%	39	PUDP	0,612%
16	DUTI	0,244%	40	PWON	0,876%
17	ELTY	1,198%	41	RBMS	0,035%
18	EMDE	0,982%	42	RDTX	0,149%
19	FMII	0,146%	43	RODA	0,239%
20	GAMA	0,225%	44	SCBD	0,386%
21	GMTD	0,938%	45	SMDM	0,252%
22	GPRA	0,554%	46	SMRA	1,549%
23	GWSA	0,074%	47	TARA	0,158%
24	JRPT	0,729%			

Sumber : Data di olah dari laporan keuangan tahunan 2016

Berdasarkan tabel 1. atas, dari 47 perusahaan *property & real* terdapat 13 perusahaan *property & real* yang terindikasikan memiliki tingkat utang lebih tinggi daripada modal sendiri. Peningkatan utang yang tinggi dikarenakan perusahaan tersebut lebih banyak menggunakan dana dari utang untuk aktivitas operasionalnya daripada modal sendiri sehingga mengakibatkan risiko yang dihadapi perusahaan juga akan meningkat. Jika nilai DER diatas 1 (1,00) berarti perusahaan memiliki jumlah utang yang lebih besar daripada jumlah modal sendiri, karena jika DER lebih dari 1 (1,00) berarti risiko yang akan ditanggung perusahaan meningkat (Mulyati, 2016). Berdasarkan hasil penelitian terdahulu diduga terdapat beberapa variabel yang dapat mempengaruhi penggunaan utang pada perusahaan. Variabel-variabel tersebut antara lain kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* (Indahningrum dan Handayani (2009), Zare et al. (2013), Bernice et al. (2015), dan Purnianti dan Putra (2016)).

Bernice et al. (2015) dalam penelitian menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang, namun hal ini bertentangan dengan penelitian Narita (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Larasati (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Hasil penelitian tentang pengaruh struktur aktiva terhadap kebijakan hutang menunjukkan hasil yang tidak konsisten yaitu penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010) Yeniatie dan Destriana (2010) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara struktur aktiva perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan. Zare et al.(2013) juga mengatakan bahwa pengaruh positif dan signifikan antara struktur aktiva perusahaan dengan *leverage*

perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Mulyati (2016) hasil bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.

Perusahaan besar juga akan membutuhkan dana lebih besar dibandingkan perusahaan yang lebih kecil, hal ini membuat perusahaan yang besar cenderung menggunakan hutang untuk menjalankan aktivitas operasional perusahaan tersebut. Hal ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Purnianti dan Putra (2016) dan Zare et al. (2013) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan dengan *leverage* perusahaan. Sedangkan, penelitian Sari dan Prasetyono (2015) mengemukakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Free cash flow biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Konflik kepentingan ini dapat diminimalisasi dengan adanya hutang karena peningkatan pendanaan melalui hutang merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi biaya keagenan. Hutang dapat mengendalikan manajer sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih efisien sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat. *Free cash flow* digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Penelitian oleh Gusti (2013) menemukan hasil positif antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang, dan Prathiwi dan Yadnya (2017) menemukan hasil positif dan signifikan antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Perbedaan hasil penelitian oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) dan Narita (2012) *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan latar belakang diatas maka penelitian ini dimaksudkan untuk menganalisis “**Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dividen, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang**”. Rumusan masalah yang diajukan yaitu apakah kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini hanya bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang .

METODE PENELITIAN

Populasi, Sampel Penelitian dan Teknik Pengambilan Sampel

Prosedur analisis dalam penelitian ini terdiri dari statistik deskriptif, uji asumsi klasik dan pengujian hipotesis. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *property & real estate* yang terdaftar (listing) di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2014 sampai 2016. Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2017:85). Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel penelitian ini ditampilkan pada tabel 2.

Tabel 2 Teknik Pengambilan Sampel

No.	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan <i>property & real estate</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014 sampai 2016	49

2.	Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan tahunan (<i>annual report</i>) pada tahun 2014 sampai 2016	(6)
3.	Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional secara konsisten selama periode penelitian yaitu tahun 2014 sampai 2016	(7)
4.	Sampel	36
5.	Jumlah perusahaan (Observasi)	108

Sumber: www.idx.co.id (data diolah)

Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang dianalisis dalam penelitian ini dapat dikelompokkan menjadi sebagai berikut : variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang sedangkan variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari 5 variabel yaitu kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow*.

Kebijakan Hutang

Variabel ini diprosikan dengan rasio *Debt Equity Ratio* (DER), yaitu perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri (Sari dan Prasetyono, 2015). Dimana rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

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

Kepemilikan Institusional

Variabel ini diukur dengan menggunakan indikator jumlah presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak institusi dari seluruh jumlah modal saham yang beredar Yeniatie dan Destriana (2010). Dimana rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah modal saham yang beredar}}$$

Dividen

Menurut Gumanti (2013:22) kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio*/DPR. Dimana rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$DPR = \frac{\text{Dividen Tunai Per Lembar Saham}}{\text{Laba Bersih Per Lembar Saham}}$$

Struktur Aktiva

Struktur Aktiva diketahui dengan membandingkan total aktiva tetap dan total aktiva yang dimiliki perusahaan (Wulandari, 2010).

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Total aktiva tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Ukuran Perusahaan

Menurut Indrajaya (2011) ukuran perusahaan diukur dengan total aktiva pada akhir periode akuntansi yang diperoleh dari neraca pada laporan keuangan yang telah diaudit, karena total aktiva lebih stabil dibandingkan dengan total penjualan.

Ukuran Perusahaan = Ln Total Aktiva

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kelebihan kas yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham ataupun kreditur. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus, Pertama (Ross et al, 2000), yaitu :

$$FCFit = \frac{AKOit - PMit - NWit}{Total Aktiva}$$

Uji Hipotesis

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda dengan variabel kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* sebagai variabel independen, sedangkan variabel dependen adalah Kebijakan Utang. Model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e$$

Keterangan :

Y = Variabel Kebijakan Hutang

α = Konstanta

$\beta_1 \dots \beta_5$ = Koefisien regresi masing-masing variabel independen

X1 = Variabel dependen 1Kepemilikan Institusional

X2 = Variabel dependen 2Dividen

X3 = Variabel dependen 3Struktur Aktiva

X4 = Variabel dependen 4Ukuran Perusahaan

X5 = Variabel dependen 5*Free Cash Flow*

e = *error term*

Hipotesis pada penelitian ini akan diuji dengan melakukan:

- Uji F untuk mengetahui apakah kelayakan model penelitian di mana kriteria pengujiannya adalah menolak H0 jika p-value (sig)< α . Bila signifikansi lebih tinggi dari pada tingkat keyakinan ($\alpha=0,05$), berarti seluruh variabel independen tidak secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Sebaliknya, bila signifikansi lebih kecil dari tingkat keyakinan ($\alpha=0,05$), berarti seluruh variabel independen secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
- Uji t-statistik untuk mengetahui pengaruh parsial masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen di mana kriteria pengujian adalah menolak H0 jika p-value (sig)< α . Bila signifikansi lebih tinggi daripada tingkat keyakinan($\alpha=0,05$), berarti variabel independen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Sebaliknya, bila signifikansi lebih kecil dari tingkat keyakinan ($\alpha=0,05$), berarti variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN
Statistik Deskriptif

Variabel yang digunakan meliputi variabel independen yaitu kepemilikan institusional (INST), dividen (DPR), struktur aktiva (AST), ukuran perusahaan (SIZE), dan *free cash flow* (FCF) serta variabel dependen yaitu kebijakan hutang (DER). Hasil pengujian statistik deskriptif dapat dilihat tabel berikut:

Tabel 3 Hasil Uji Statistik Deskriptif

	RANGE	MIN	MAX	SUM	MEAN	STANDAR DEVIASI
INST	0,86765	0,65559	0,93324	62,23673	0,5762660	0,20755524
DPR	15,47735	-7,51004	7,96732	9,66023	0,894466	1,12541804
AST	0,79016	0,00028	0,79044	9,78232	0,0905770	0,14446369
SIZE	6,28932	25,16169	31,45101	3112,49868	28,8194322	1,50732199
FCF	1,30256	-0,91698	0,38558	-24,37096	-0,2256571	0,25199112
DER	2,63488	0,03142	2,66630	73,35776	0,6792385	0,54049513

Berdasarkan tabel 3. diatas, maka diperoleh hasil sebagai berikut:

- Kebijakan hutang ditunjukkan dengan DER. Berdasarkan tabel diatas menunjukkan besarnya DER dari 36 sampel perusahaan mempunyai nilai terkecil (minimum) sebesar 0,03142%, nilai terbesar (maksimum) sebesar 02,66630%, nilai rata-rata (mean) sebesar 0,679285% dengan standard deviasi sebesar 0,54049513%. Nilai range merupakan selisih nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 2,63488% dan nilai sum adalah penjumlahan dari 108 perusahaan yaitu sebesar 73,35776%.
- Kepemilikan Institusional ditunjukkan dengan INST. Berdasarkan tabel diatas menunjukkan besarnya INST dari 36 sampel perusahaan mempunyai nilai terkecil (minimum) sebesar 0,065559%, nilai terbesar (maksimum) sebesar 0,93324%, nilai rata-rata (mean) sebesar 0,5762660% dengan standard deviasi sebesar 0,20755524%. Nilai range merupakan selisih nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 0,86765% dan nilai sum adalah penjumlahan dari 108 perusahaan yaitu sebesar 62,23673%.
- Dividen ditunjukkan dengan DPR. Berdasarkan tabel diatas menunjukkan besarnya DPR dari 36 sampel perusahaan mempunyai nilai terkecil (minimum) sebesar -7,51004%, nilai terbesar (maksimum) sebesar 7,96732%, nilai rata-rata (mean) sebesar 0,0894466% dengan standard deviasi sebesar 1,12541804%. Nilai range merupakan selisih nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 15,47735% dan nilai sum adalah penjumlahan dari 108 perusahaan yaitu sebesar 9,66023%.
- Struktur Aktiva ditunjukkan dengan AST. Berdasarkan tabel diatas menunjukkan besarnya AST dari 36 sampel perusahaan mempunyai nilai terkecil (minimum) sebesar 0,00028%, nilai terbesar (maksimum) sebesar 0,796732%, nilai rata-rata (mean) sebesar 0,0905770% dengan standard deviasi sebesar 0,14446359%. Nilai range merupakan selisih nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 0,79016% dan nilai sum adalah penjumlahan dari 108 perusahaan yaitu sebesar 9,78232%.
- Ukuran perusahaan ditunjukkan dengan SIZE. Berdasarkan tabel diatas menunjukkan besarnya SIZE dari 36 sampel perusahaan mempunyai nilai

terkecil (minimum) sebesar 25,16169%, nilai terbesar (maximum) sebesar 31,45101%, nilai rata-rata (mean) sebesar 28,8194322% dengan standard deviasi sebesar 1,50732199%. Nilai range merupakan selisih nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 6,28932% dan nilai sum adalah penjumlahan dari 108 perusahaan yaitu sebesar 3112,49868%.

- f. *Free Cash Flow* ditunjukkan dengan FCF. Berdasarkan tabel diatas menunjukkan besarnya nilai FCF dari 36 sampel perusahaan mempunyai nilai terkecil atau minimum sebesar -0,91698% nilai terbesar (maximum) sebesar 0,38558%, nilai rata-rata (mean) sebesar -0,2256571% dengan standard deviasi sebesar 0,25199112%. Nilai range merupakan selisih nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 1,30256% dan nilai sum adalah penjumlahan dari 108 perusahaan selama tiga tahun yaitu sebesar -24,37096%.

Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Tabel 4 Hasil Uji Normalitas

	Unstandardized Residual
N	57
Test Statistic	.104
Asymp. Sig. (2-tailed)	.188 ^c

Berdasarkan hasil uji normalitas pada tabel 4. di atas diperoleh nilai *test statistic Kolmogorov-smirnov* sebesar 0.104 dan *asyp.(2-tailed)* sebesar 0,188 atau 18,8% yang lebih besar dari 0,05 atau 5%. Hal ini berarti H_0 diterima yang berarti menunjukkan bahwa residual dalam penelitian ini berdistribusi normal.

b. Uji Multikolonieritas

Tabel 5 Hasil Uji Multikolonieritas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std.Error	Beta			Tolerance	VIF
Constant	-1,864	1,467		-1,270	0,210		
INST	-0,637	0,299	-0,289	-2,129	0,038	0,776	1,289
DPR	0,050	0,057	0,111	0,878	0,384	0,902	1,108
AST	-0,230	0,331	-0,095	-0,695	0,490	0,759	1,318
SIZE	0,109	0,047	0,306	2,336	0,023	0,837	1,195
FCF	0,468	0,263	-0,239	1,776	0,082	0,792	1,262

Berdasarkan tabel 5. diatas menunjukkan hasil perhitungan nilai *tolerance* menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,10 dan hasil perhitungan nilai *variance inflation factor (VIF)* juga menunjukkan hal yang sama tidak ada satu variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolonieritas antar variabel independen dalam model regresi.

c. Uji Autokorelasi

Tabel 6 Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.519 ^a	.270	.198	.40040455	1.785

Berdasarkan tabel 6. diatas diperoleh nilai DW sebesar 1,785, nilai ini akan dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan nilai signifikansi 5%, jumlah sampel 108 (n) dan jumlah variabel independen 5 (k=5). Maka dari *Tabel Durbin Watson* akan didapatkan nilai batas bawah (dl) adalah 1,571 dan nilai batas atas (du) adalah 1,780. Jika dilihat dari pengambilan keputusan, hasilnya termasuk dalam keputusan $du < d < 4-du$ ($1,780 < 1,785 < 2,22$), maka dapat disimpulkan menerima H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada autokorelasi positif atau negatif atau dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi berdasarkan tabel *Durbin-Watson*.

d. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 7 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-.803	.865		-.928	.358
INST	.323	.176	.277	1.833	.073
DPR	-.008	.034	-.035	-.251	.803
AST	.005	.195	.004	.028	.978
SIZE	.030	.028	.159	1.092	.280
FCF	-.241	.155	-.232	-1.551	.127

Berdasarkan tabel 7. hasil pengujian heteroskedastisitas menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai *absolute residual*. Hasil ini terlihat dari probabilitas signifikasinya di atas tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan uji regresi linear berganda dengan menggunakan SPSS, maka dapat diperoleh hasil pengolahan seperti terlihat dalam tabel 8. di bawah ini.

Tabel 8 Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-2.460	1.016		-2.420	.017
INST	-.179	.246	-.069	-.728	.468
DPR	.053	.042	.110	1.258	.211
AST	-.193	.344	-.052	-.561	.576
SIZE	.118	.033	.328	3.558	.001

FCF	.593	.214	.276	2.773	.007
Adjusted R ² Square	= 0,208		F = 3,651		
Std Error Of The Estimate	= 0,48090303				
Signifikansi	= 0.000				

Hasil pengujian regresi linier berganda pada tabel 8. dapat dijelaskan dalam persamaan sebagai berikut:

$$DER = -2,460 - 0,179INST + 0,053DPR - 0,193AST + 0,118SIZE + 0,593FCF + e$$

Penjelasan dari persamaan regresi berganda tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Konstanta (α) sebesar -2,460 artinya jika nilai variabel kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* sama dengan nol, maka nilai kebijakan hutang sebesar -2,460 atau persen -24,60%.
 2. Koefisien INST sebesar -0,179 artinya bahwa setiap peningkatan 1 persen kepemilikan institusional, maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar -0,179 atau -17,9% dengan asumsi variabel lainnya konstan.
 3. Koefisien DPR sebesar 0,053 artinya bahwa setiap peningkatan 1 persen dividen, maka kebijakan hutang mengalami peningkatan sebesar 0,053 atau 5,3% dengan asumsi variabel lainnya konstan.
 4. Koefisien AST sebesar -0,193 artinya setiap peningkatan 1 persen struktur aktiva, maka kebijakan hutang mengalami penurunan sebesar -0,193 atau -19,3% dengan asumsi variabel lainnya konstan.
 5. Koefisien SIZE sebesar 0,118 artinya setiap peningkatan 1 persen ukuran perusahaan, maka kebijakan hutang mengalami peningkatan sebesar 0,118 atau 11,8% dengan asumsi variabel lainnya konstan.
 6. Koefisien FCF sebesar 0,593 artinya setiap peningkatan 1 persen *free cash flow*, maka kebijakan hutang mengalami peningkatan sebesar 0,593 atau 59,3% dengan asumsi variabel lainnya konstan.
- a. Uji Koefisien Determinasi (R^2)
 Berdasarkan tabel 4.6 hasil uji koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,208, hal ini berarti 20,8% variabel kebijakan hutang (DER) yang dapat dijelaskan oleh kepemilikan institusional (INST), dividen (DPR), struktur aktiva (AST), ukuran perusahaan (SIZE) dan *free cash flow* (FCF) sedangkan sisanya sebesar 79,2% dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian.
- b. Uji Signifikansi Keseluruhan dari Regresi Sampel (Uji Statistik F)
 Berdasarkan tabel 8. diatas diperoleh hasil signifikansi simultan bernilai 0,000. Tingkat signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga H_0 diterima.
- c. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)
 Berdasarkan tabel 8. diatas diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* kepemilikan institusional (INST) sebesar -0,179. Variabel kepemilikan institusional mempunyai t hitung sebesar -0,728 dengan signifikansi 0,468. Nilai signifikansi kepemilikan institusional yang lebih besar dari

signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis pertama yang diajukan ditolak.

Berdasarkan tabel 8. diatas diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* dividen (DPR) sebesar 0,053. Variabel dividen mempunyai t hitung sebesar 1,258 dengan signifikansi 0,211. Nilai signifikansi dividen yang lebih besar dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis kedua yang diajukan ditolak.

Berdasarkan tabel 8. diatas diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* struktur aktiva (AST) sebesar -0,193. Variabel struktur aktiva mempunyai t hitung sebesar -0,561 dengan signifikansi 0,576. Nilai signifikansi struktur aktiva yang lebih besar dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis ketiga yang diajukan ditolak.

Berdasarkan tabel 8. diatas diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 0,118. Variabel ukuran perusahaan mempunyai t hitung sebesar 3,558 dengan signifikansi 0,001. Nilai signifikansi ukuran perusahaan yang lebih kecil dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis keempat yang diajukan diterima.

Berdasarkan tabel 8. diatas diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* *free cash flow* (FCF) sebesar 0,593. Variabel *free cash flow* mempunyai t hitung sebesar 2,773 dengan signifikansi 0,007. Nilai signifikansi *free cash flow* yang lebih kecil dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis kelima yang diajukan diterima.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji statistik t diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* kepemilikan institusional (INST) sebesar -0,179. Variabel kepemilikan institusional mempunyai t hitung sebesar -0,728 dengan signifikansi 0,468. Nilai signifikansi kepemilikan institusional yang lebih besar dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis pertama yang diajukan ditolak.

Berdasarkan hasil uji t yang menunjukkan tingkat signifikan 0,468 yang artinya kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Besarnya persentase kepemilikan saham institusional perusahaan *property & real estate* rata-rata 0,5762660 atau 57,63% belum mampu memberikan pengawasan lebih efektif, karena kemungkinan sebagian investor kurang memperdulikan dari mana sumber dana perusahaan didapatkan termasuk hutang, serta investor institusional lebih mementingkan kinerja perusahaan yang bagus dilihat dari laba perusahaan.

Hasil analisis yang menunjukkan arah negatif yang ditunjukkan oleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* sebesar -0,179 menunjukkan bahwa hasil penelitian ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dari internal, maka investor institusi juga mengharapkan pendanaan yang bersumber dari internal perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Warapsari dan Suaryana (2016) dan Narita (2012).

Pengaruh Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji statistik t diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* dividen (DPR) sebesar 0,053. Variabel dividen mempunyai t hitung sebesar 1,258 dengan signifikansi 0,211. Nilai signifikansi dividen yang lebih besar dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis kedua yang diajukan ditolak.

Nilai *Unstandardized Beta Coefficients* sebesar 0,053 menunjukan ke arah positif yang berarti apabila kebijakan dividen naik 1% maka kebijakan hutang akan mengalami peningkatan sebesar 5,3%. Tetapi dilihat dari nilai signifikansinya menunjukan 0,211 atau lebih besar dari 0,05 yang berarti kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan karena dari hasil pengumpulan dan penelitian tercatat bahwa dari 36 perusahaan *property & real estate* periode 2014 sampai 2016 terdapat 16 perusahaan *property & real estate* yang membagikan dividen secara berurut-turut setiap tahunnya. *Pecking order theory* menggambarkan pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal financing* untuk membayar dividen. Dividen yang relatif setiap tahunnya diharapkan dapat menarik investor untuk menginvestasikan dananya ke perusahaannya tanpa memandang perusahaan memiliki hutang yang tinggi. Dengan stabilnya pembayaran dividen bukan berarti hutang juga mengalami peningkatan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie & Destriana (2010) dan Anindyaputry (2017).

Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji statistik t diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* struktur aktiva (AST) sebesar -0,193. Variabel struktur aktiva mempunyai t hitung sebesar -0,561 dengan signifikansi 0,576. Nilai signifikansi struktur aktiva yang lebih besar dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis ketiga yang diajukan ditolak.

Struktur aktiva merupakan penentuan besarnya alokasi dana untuk masing-masing komponen aktiva. Nilai *Unstandardized Beta Coefficients* struktur aktiva sebesar -0,193 menunjukan arah yang negatif mengindikasikan bahwa setiap kenaikan 1% struktur aktiva akan menurunkan kebijakan hutang sebesar 19,3%. Struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang karena masih rendahnya porsi aktiva tetap dan tingkat struktur aktiva yang dimiliki perusahaan *property & real estate* dengan nilai rata-rata sebesar 0,0905770 atau 9% sehingga menyebabkan perusahaan sulit memperoleh pinjaman karena aktiva tetap yang akan dijadikan jaminan bernilai tidak tinggi. Selain itu juga struktur

aktiva bukan satu-satunya faktor utama yang dijadikan pertimbangan kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Mulyati (2016) dan Akbar dan Ruzikna (2017).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji statistik t diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 0,118. Variabel ukuran perusahaan mempunyai t hitung sebesar 3,558 dengan signifikansi 0,001. Nilai signifikansi ukuran perusahaan yang lebih kecil dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis keempat yang diajukan diterima.

Perusahaan dengan ukuran yang besar memiliki akses yang lebih besar untuk mendapat sumber pendanaan dari berbagai sumber terutama pendanaan eksternal, sehingga untuk memperoleh pinjaman dari kreditur akan lebih mudah karena perusahaan dengan ukuran besar memiliki jumlah aset yang lebih banyak yang akan digunakan sebagai jaminan. Selain itu perusahaan dengan ukuran yang besar akan memiliki kesempatan dalam memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Purnianti dan Putra (2016) dan Zare et al (2013).

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji statistik t diperoleh nilai *Unstandardized Beta Coefficients* *free cash flow* (FCF) sebesar 0,593. Variabel *free cash flow* mempunyai t hitung sebesar 2,773 dengan signifikansi 0,007. Nilai signifikansi *free cash flow* yang lebih kecil dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis kelima yang diajukan diterima.

Hutang akan menimbulkan beban bunga dan pokok yang harus dibayar sehingga dengan kelebihan kas atau *free cash flow* yang dimiliki perusahaan akan digunakan untuk membayar hutang dengan beban pokok dan bunganya sehingga dana yang tersisa kecil. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Prathiwi dan Yadnya (2017) dan Indahningrum dan Handayani (2009).

Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, Dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, Struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, dan *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Secara simultan kepemilikan institusional, dividen, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil uji koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,208, hal ini berarti 20,8% variabel kebijakan hutang (DER) yang dapat dijelaskan oleh kepemilikan institusional (INST), dividen (DPR), struktur aktiva (AST), ukuran perusahaan (SIZE) dan *free cash*

flow (FCF) sedangkan sisanya sebesar 79,2% dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian.

Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan penelitian yang telah diuraikan, maka peneliti memberikan saran kepada peneliti selanjutnya yaitu penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang sehingga mampu menunjukkan data-data pengujian yang lebih baik berkaitan dengan faktor-faktor penentu kebijakan hutang perusahaan sector *property & real estate*, penelitian selanjutnya sebaiknya tidak hanya menguji pada perusahaan sektor *property&real estate*, tetapi juga menguji sektor lain seperti sektor pertambangan, sektor industri barang konsumsi, sektor keuangan, dan lain-lain yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dan penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian dengan meneliti variabel lain seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan asing, pertumbuhan perusahaan, umur perusahaan, perumbuhan aset dan variabel lainnya yang memengaruhi kebijakan hutang dikarenakan nilai determinasi (R^2) sebesar 20,8% atau dengan kata lain 79,2% dipengaruhi oleh faktor-faktor yang dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Anindyaputri.(2017). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2013-2015. Surabaya: Sekolah tinggi ilmu ekonomi perbanas
- Bernice et al (2015). *The Impact Of Managerial Ownership, Institutional Ownership And Company Size Towards Debt Policy (Studies In Property And Real Estate Companies in IDX in 2011-2013)*. The 3rd IBEA International Conference on Business, Economics and Accounting
- Hardiningsih dan Oktaviani.(2012). Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory Dan Pecking Order Theory).*Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan, Mei 2012, Hal: 11 - 24*
- Indahningrum, R.P dan Handayani, Ratih. (2009). Pengaruh Kepemilikan manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi Vol.11, No.3 Desember, hlm.189-207*.
- Indrajaya, dkk. 2011. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Nomor 06 Tahun ke-2 September-Desember 2011*

- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis, No. 2*.
- Mulyati Yati. 2016. Pengaruh Struktur Asset Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Utang. *Dinamika Global : Rebranding Keunggulan Kompetitif Berbasis Kearifan Lokal, ISBN 978-602-60569-2-4*
- Narita, Rona M, 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal, 1(2)*.
- Prathiwi dan Yadnya. 2017. Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Risiko Bisnis Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 6, No. 1, 2017: 60-86*
- Purnianti dan Putra. 2016. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Non Keuangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana Vol. 14.1 Januari 2016: 91-117*
- Ross, Stephen A., Radolph W., and Bradford D.J. 2000. *Fundamentals and Corporate Finance, Fifth Edition*, Boston : Irwin McGraw-Hill.
- Sari dan Prasetyono. 2015. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2009- 2013). *Diponegoro Journal Of Management Volume 4, Nomor 2., Tahun 2015, Halaman 1-12*
- Sugiyono. 2017. Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D. CV. Cetakan ke26. Alfabeta: Bandung.
- Warapsari dan Suaryana. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Utang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana Vol.16.3.September (2016): 2288-2315*
- Yeniatie dan Destriana, Nicken. 2010. Faktor- faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal bisnis dan akuntansi,, 12(1): 1-16*.
- Zare et al (2013). Examining the Firm Age, Size and Asset Structure Effects on Financial Leverage in the Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences, 2(6) June 2013, Pages: 256-264*

www.idx.co.id

www.indonesia-investments.com

www.lamudi.co.id

www.sahamok.com