

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, SET KESEMPATAN
INVESTASI, DAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP
KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN**

***THE INFLUENCE OF INSTITUTIONAL OWNERSHIP,
MANAGERIAL OWNERSHIP, INVESTMENT OPPORTUNITY
SET, AND FREE CASH FLOW ON FIRM DEBT POLICY***

WISNU HANDRY MARYANTO

8335088356



**Skripsi ini Disusun Sebagai Salah Satu Persyaratan untuk Memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi**

PROGRAM STUDI S1 AKUNTANSI

JURUSAN AKUNTANSI

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA

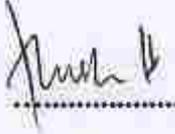
2012

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

Penanggung Jawab
Dekan Fakultas Ekonomi



Dra. Nurahma Hajat, M. Si
NIP. 19531002 198503 2 001

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
1. <u>Marsellisa Nindito, SE, Akt, M. Sc</u> NIP. 19750630 200501 2 001	Ketua		4-02-2013
2. <u>Nuramalia Hasanah, SE, M. Ak</u> NIP. 19770617 200812 2 002	Sekretaris		4-02-2013
3. <u>Yunika Murdayanti, SE, M. Si</u> NIP. 19780621 200801 2 011	Penguji Ahli I		4-02-2013
4. <u>Choirul Anwar, SE, Akt, MBA, MAFIS</u> NIP. 19691004 200801 1 010	Pembimbing I		4-02-2013
5. <u>Indra Pahala, SE, M. Si</u> NIP. 19790208 200812 1 001	Pembimbing II		4-02-2013

Tanggal Lulus: 31 Januari 2013

PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan bahwa :

1. Skripsi ini merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta maupun di Perguruan Tinggi lain.
2. Skripsi ini belum pernah dipublikasikan, kecuali karena secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, 1 Februari 2013

Yang membuat pernyataan



Wisnu Handry Maryanto

No. Reg. 8335088356

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2011.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI pada tahun 2009-2011. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dalam menentukan jumlah sampel yang digunakan dan diperoleh 21 perusahaan yang digunakan sebagai sampel. Model regresi berganda dan statistik deskriptif digunakan untuk analisis data.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Set kesempatan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan, kepemilikan manajerial dan arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Nilai koefisien determinasi (R^2) menunjukkan angka 0,225 yang mengindikasikan model tersebut mampu menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 22,5%.

Kata kunci : Kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, arus kas bebas, dan kebijakan hutang.

ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the influence of institutional ownership, managerial ownership, investment opportunity set, and free cash flow to debt policy in manufacturing companies listed at Indonesian Stock Exchange during 2009-2011.

The sample which is used in this research manufacturing companies listed at Indonesian Stock Exchange on period of 2009-2011. This research is using purposive sampling method to determine the sample and resulted 21 companies as research sample. Multiple regression model and statistic descriptive is used to analysis data.

The result of this research shows that institutional ownership, managerial ownership, investment opportunity set, and free cash flow are simultaneously influence to debt policy. The institutional ownership had negative effect to debt policy. The investment opportunity set had positive effect to debt policy. Managerial ownership and free cash flow have not influence to debt policy. The coefficient of determination (R^2) is 0,225 which indicates that the model can explain the influence of independent variables to dependent variable.

Keyword :Institutional ownership, managerial ownership, investment opportunity set, free cash flow, and debt policy.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang senantiasa melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga skripsi yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009-2011”, dapat diselesaikan tepat pada waktunya. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan studi pada Program Sarjana (S1) Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.

Dalam proses penyusunan hingga skripsi ini dapat diselesaikan, penulis banyak memperoleh bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Dra. Nurahma Hajat, M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
2. Bapak M. Yasser Arafat, SE, Akt., MM. selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
3. Ibu Marsellisa Nindito, SE, Akt., M.Sc. selaku Ketua Program Studi S1 Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
4. Bapak Choirul Anwar, SE, Akt., MBA, MAFIS. selaku Dosen Pembimbing 1 yang dengan penuh kesabaran memberikan bimbingan, saran dan kritik yang membangun untuk penyusunan skripsi ini.

5. Bapak Indra Pahala, SE, M.Si. selaku Dosen Pembimbing 2 yang dengan penuh kesabaran dalam memberikan bimbingan, saran dan kritik yang membangun untuk penyusunan skripsi ini.
6. Seluruh dosen pengajar dan karyawan di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta yang telah banyak membantu.
7. Bapak dan Ibu (Alm) tersayang, terima kasih atas doa dan segala dukungannya. Kakak-kakakku tersayang mas kir, mas sarif, dan mba wiwi yang selalu memberikan semangat dan dukungan.
8. Mbah sar dan om tam yang selalu senantiasa tulus memberikan semangat, dukungan, dan arahnya. Juga semua keluargaku yang selalu memberikan ketulusan perhatiaannya.
9. Terima kasih teman-teman seperjuangan S1 Akuntansi Non Reguler 2008 atas persahabatan dan kerjasamanya selama ini.
10. Kepada semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu hingga terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat kekurangan dalam penulisan skripsi ini. Dengan segenap kerendahan hati, penulis berharap semoga segala kekurangan yang ada pada skripsi ini dapat dijadikan bahan pembelajaran untuk penelitian yang lebih baik di masa yang akan datang.

Jakarta, 23 Januari 2013

Wisnu Handry M.

DAFTAR ISI

	Halaman
JUDUL	i
LEMBAR PENGESAHAN	ii
PERNYATAAN ORISINALITAS	iii
ABSTRAK	iv
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	8
1.4. Manfaat Penelitian	9
BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS	
2.1. Kajian Pustaka	10
2.1.1. <i>Agency Theory</i>	10
2.1.2. <i>Pecking Order Theory</i>	12
2.1.3. Kepemilikan Institusional	13
2.1.4. Kepemilikan Manajerial.....	15
2.1.5. Set Kesempatan Investasi.....	17
2.1.6. Arus Kas Bebas	22
2.1.7. Kebijakan Hutang.....	25
2.2. <i>Review</i> Penelitian Relevan	31
2.3. Kerangka Pemikiran	37
2.4. Hipotesis	38
BAB III OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN	
3.1. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian	39
3.2. Metode Penelitian	39
3.3. Operasionalisasi Variabel Penelitian	40
3.3.1. Variabel Dependen	40
3.3.2. Variabel Independen.....	40
3.3.2.1. Kepemilikan Institusional.....	41

3.3.2.2. Kepemilikan Manajerial.....	41
3.3.2.3. Set Kesempatan Investasi	42
3.3.2.4. Arus Kas Bebas.....	42
3.4. Metode Penentuan Populasi atau Sampel	44
3.5. Prosedur Pengumpulan Data	46
3.6. Metode Analisis	46
3.6.1. Analisis Regresi	46
3.6.2. Statistik Deskriptif	47
3.6.3. Uji Asumsi Klasik	47
3.6.3.1. Uji Normalitas	47
3.6.3.2. Uji Multikolinearitas	49
3.6.3.3. Uji Autokorelasi	49
3.6.3.4. Uji Heteroskedatisitas	50
3.6.4. Pengujian Hipotesis	50
3.6.4.1. Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F)	50
3.6.4.2. Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)	51
3.6.5. Koefisien Determinasi	52
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1. Deskripsi Unit Analisis	54
4.2. Hasil Penelitian.....	55
4.2.1. Uji Statistik Deskriptif	55
4.2.2. Uji Asumsi Klasik.....	59
4.2.2.1. Uji Normalitas.....	59
4.2.2.2. Uji Multikolenirieritas	62
4.2.2.3. Uji Autokolerasi.....	63
4.2.2.4. Uji Heterokedasitas.....	64
4.3. Analisis Regresi Berganda	66
4.4. Uji Hipotesis.....	68
4.4.1. Koefisien Determinasi.....	68
4.4.2. Uji F	69
4.4.3. Uji t	70
4.5. Pembahasan	71
4.5.1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Hutang.....	71
4.5.2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Hutang	72
4.5.3. Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Hutang	74
4.5.4. Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap hutang	75
4.5.5. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Set Kesempatan Investasi, Arus Kas Bebas Terhadap Hutang	76

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan.....	78
5.2. Keterbatasan Penelitian	80
5.3. Saran.....	81

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN-LAMPIRAN

RIWAYAT HIDUP

DAFTAR TABEL

	Halaman
2.1. Ringkasan Penelitian Terdahulu	35
3.1. Ringkasan Operasional Variabel	44
4.1. Hasil Seleksi Sampel	55
4.2. Statistik Deskriptif	56
4.3. Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov	60
4.4. Uji Normalitas Skewness Kurtosis	62
4.5. Uji Multikolinieritas	63
4.6. Uji Autokorelasi	64
4.7. Uji Heteroskedastisitas	65
4.8. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	67
4.9. Koefisien Determinasi	69
4.10. Uji F	69
4.11. Uji t	70

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
2.1. Kerangka Pemikiran	37
4.1. Grafik Normalitas P-P Plot.....	61
4.2. Uji Autokorelasi (Durbin–Watson)	64

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1	
Daftar Sampel Perusahaan	86
Lampiran 2	
Daftar Perhitungan Sampel	87
Lampiran 3	
Data Outlier	91

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Sebuah Perusahaan yang baik adalah perusahaan yang bisa bertahan dalam menghadapi perkembangan ekonomi dan persaingan bisnis yang kompetitif dari masa ke masa. Setiap perusahaan tentunya berharap agar mereka mampu memenuhi tujuan perusahaan dan kepentingan setiap pihak baik pemegang saham, manajer, maupun karyawan. Seringkali tujuan tersebut diberikan kepada pihak profesional (manajer), karena pemilik modal memiliki keterbatasan dalam mengelola perusahaan. Oleh karena itu manajemen perusahaan akan berbuat semaksimal mungkin dalam mencapai tujuannya tersebut. Manajer diharapkan dapat mewakili kepentingan para pemilik modal dan melakukan tindakan terbaik bagi perusahaan dengan memaksimalkan sumber daya yang ada. Tetapi seringkali manajer memiliki kepentingan lain yang melenceng dengan tujuan awal perusahaan, sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang sering disebut dengan *Agency Problem*.

Pemegang saham menginginkan timbal balik hasil yang sesuai dengan resiko yang ditanggungnya yang terkait juga dengan biaya yang dikeluarkannya. Pihak *debtholders* menginginkan dana yang dipinjamkannya mendapat imbal hasil yang sesuai dengan kesepakatan, resiko serta pengembalian yang tepat waktu. Manajemen juga mempunyai kepentingan

untuk memperoleh imbalan yang sesuai dengan kemampuan yang sudah dikeluarkannya. Pemegang saham serta *debtholders* berharap manajemen dapat mengambil kebijakan perusahaan terutama kebijakan perusahaan yang menguntungkan mereka. Bila keputusan yang diambil oleh manajemen merugikan bagi pemegang saham dan *debtholders* maka akan terjadi masalah karena didalamnya terdapat kepentingan yang berbeda-beda antara pemilik manajemen.

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menselaraskan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Pihak pemilik dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada manajer dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah perilaku menyimpang dari manajer. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut timbul suatu *cost* yang disebut *agency cost* (Wahidahwati, 2002 dalam Diana dan Irianto, 2008). Ada beberapa alternatif yang dapat diambil untuk mengurangi *agency cost*, salah satunya meningkatkan pendanaan dengan hutang. Keputusan pendanaan dengan meningkatkan hutang dapat mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan manajer. Pengambilan keputusan pendanaan menjadi penting untuk kelangsungan hidup perusahaan. Perusahaan seringkali melakukan pendanaan melalui hutang untuk memperoleh dana segar yang kemudian digunakan untuk modal, melakukan ekspansi, memenuhi kewajiban terhadap karyawan dan lain-lain. Terkadang kecenderungan perusahaan yang

makin banyak menggunakan hutang, tanpa disadari secara berangsur-angsur akan menimbulkan kewajiban yang makin berat bagi perusahaan saat harus melunasi hutang tersebut. Tidak jarang perusahaan-perusahaan yang akhirnya tidak mampu memenuhi kewajiban tersebut, dan bahkan dinyatakan pailit.

Belakangan ini terdapat beberapa kasus mengenai kepailitan suatu perusahaan yang diakibatkan kesalahan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Perusahaan tersebut dinilai gagal dalam melunasi hutang atau kredit yang diambil. Diantara beberapa kasus yang ada ialah kebangkrutan yang dialami TPI, salah satu televisi swasta ternama yang mengalami pailit karena gagal membayar hutangnya (Kapanlagi.com). Akibat dari kebangkrutannya tersebut TPI terancam tidak bisa membayar kewajibannya pada karyawan, sebelum akhirnya MNC masuk.

Jensen (1985) dalam Mamduh (2009) menyatakan bahwa penggunaan hutang dapat dilihat sebagai upaya untuk mengatasi konflik keagenan atas *free cash flow*. Free cash flow didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Apabila perusahaan tidak mempunyai lagi kesempatan investasi yang menarik, *free cash flow* sebaiknya dibagikan kepada pemegang saham, tetapi ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya termasuk *free cash flow* sehingga mempunyai control atas sumber daya tersebut. Jika perusahaan menggunakan hutang maka, manajer akan dipaksa untuk mengeuarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga. Jika manajer tidak membayar bunga tersebut, manajer bisa mengalami kebangkrutan.

Peranan struktur kepemilikan juga penting dalam menjelaskan hutang perusahaan. Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan modal tetapi juga presentase kepemilikan oleh manajer dan institutional (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Soeseito, 2007). Menurut Soeseito (2007) bahwa pilihan struktur modal tergantung pada siapa yang mengendalikan perusahaan, karena itu diperkirakan adanya rasio hutang yang lebih tinggi ketika para pemegang saham memegang kendali atas perusahaan, sebaliknya diperkirakan adanya rasio hutang yang lebih rendah ketika manajer-manajer mengendalikan perusahaan dan sebagai pengambil keputusan. Kepemilikan juga mewakili sumber kekuasaan yang dapat mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajer.

Pada penelitian Dewi (2008) menyatakan bahwa untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Dengan memberikan kesempatan kepada manajer untuk terlibat dalam kepemilikan saham maka manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambalnya. Manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan dengan cara menyampaikan laporan keuangannya secara tepat waktu. Dengan adanya kepemilikan manajerial maka para manajer akan berfikir bahwa mereka juga mempunyai perusahaan dimana mereka mempunyai sebagian sahamnya. Para manajer akan berusaha semaksimal mungkin untuk mencapai tujuan bagi

perusahaan, karena dengan tercapainya tujuan tersebut mereka juga mendapat keuntungan dari modal yang mereka tanamkan dalam perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Diana dan Irianto (2008) menemukan bahwa seiring dengan bertambahnya kepemilikan modal oleh pihak manajemen, akan meminimalisir penggunaan hutang sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan serta membuat perilaku manajer menjadi lebih terkontrol sehingga manajer akan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan secara optimal.

Kepemilikan institusi juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan investor institusi memiliki kewenangan besar terhadap manajemen. Menurut Djakman dan Machmud (2008) Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham terbesar sehingga merupakan sarana untuk memonitor manajemen. investor institusional dapat meminta manajemen perusahaan untuk mengungkapkan informasi keadaan perusahaan dalam laporan tahunannya sesuai dengan regulasi yang berlaku yang bertujuan untuk transparansi kepada stakeholders untuk memperoleh legitimasi dan menaikkan nilai perusahaan melalui mekanisme pasar modal sehingga mempengaruhi harga saham perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Furi Fitriyah dan Hidayat (2011) menyatakan bahwa keberadaan kepemilikan institusi dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif, sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif oleh

institutional ownership menyebabkan penggunaan utang menurun, karena peranan utang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil oleh *institutional ownership*, dengan demikian mengurangi *agency cost of debt*. Semakin meningkat kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat control terhadap manajemen.

Beberapa peneliti menganalisa mengenai kemungkinan adanya pengaruh antara struktur kepemilikan, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas terhadap kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Fitriah dan Hidayat (2011) dimana mereka menganalisa pengaruh kepemilikan institusional, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas terhadap utang perusahaan menemukan bahwa semua variabel memiliki pengaruh yang signifikan terhadap utang perusahaan. Hasil penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Susanto (2011), dimana dia menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Demikian pula pada penelitian Kusumawati dan Sodik (2008) yang memperoleh hasil bahwa tidak adanya hubungan yang signifikan antara set kesempatan investasi terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan jurnal dari peneliti terdahulu, penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas terhadap kebijakan hutang. Dari hasil penelitian-penelitian tersebut masih ada ketidak konsistenan hasil penelitian antara yang satu dengan lainnya. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk mengkonfirmasi penelitian-penelitian sebelumnya. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini

adalah perusahaan Manufaktur yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2009 sampai dengan 2011. Adanya keterbatasan dalam penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya, mendorong penulis untuk melakukan pengujian kembali dan tertarik untuk meneliti pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas terhadap kebijakan hutang perusahaan. Maka dengan ini penulis akan membahas penulisan ilmiah yang berjudul **“PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, SET KESEMPATAN INVESTASI, DAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK INDONESIA”**

1.2. Rumusan Masalah

Dari penjelasan latar belakang masalah diatas, maka rumusan masalah yang dapat diusulkan adalah sebagai berikut :

1. Apakah terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang?
2. Apakah terdapat pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang?
3. Apakah terdapat pengaruh antara set kesempatan investasi terhadap kebijakan hutang?

4. Apakah terdapat pengaruh antara arus kas bebas terhadap kebijakan hutang?
5. Apakah terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, penelitian ini bertujuan :

1. Untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.
2. Untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.
3. Untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan hutang.
4. Untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan hutang.
5. Untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan investasi, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dalam penelitian ini adalah :

1. Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan bagi para investor untuk menanamkan modalnya pada suatu perusahaan.

2. Bagi Kreditur

Bagi Kreditur, diharapkan hasil penelitian ini dapat dijadikan pertimbangan untuk memberikan kredit atau pinjaman kepada perusahaan.

3. Bagi Perusahaan

Bagi Perusahaan, penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran dalam menentukan pengambilan keputusan kebijakan hutang perusahaan, dimana setiap kebijakan hutang yang diambil harus sesuai dengan porsinya.

4. Bagi Kalangan Akademis

Bagi kalangan akademis, diharapkan penelitian ini dapat dijadikan sebagai tambahan referensi dalam melakukan penelitian sejenis dimasa mendatang.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1. *Agency Theory*

Konsep *agency theory* menurut Hanif dan Prawironegoro (2009 : 206) yaitu hubungan antara prinsipal dan agen. Prinsipal mendelegasikan wewenang untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Sebagai contoh, dalam suatu korporasi, pemegang saham menyewa CEO dan mengharapkan ia bertindak bagi kepentingan mereka. Di tingkat yang lebih rendah, CEO adalah prinsipal dan bawahannya, manajer unit bisnis adalah agennya. Salah satu elemen kunci dari teori agensi adalah bahwa principal dan agen memiliki preferensi yang berbeda dalam tujuan.

Keown *et al* (2008 : 18) menyatakan masalah keagenan terjadi akibat pemisahan tugas manajemen perusahaan dengan pemegang saham. Karena adanya pemisahan antara pembuat keputusan dan kepemilikan dalam perusahaan, para manajer bisa saja membuat keputusan yang sama sekali tidak sesuai dengan tujuan memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Mereka bekerja dengan tidak semangat, mencoba untuk mendapatkan gaji yang hanya menguntungkan mereka dan menambah beban bagi para pemegang saham.

Jensen dan Meckling (1976) dalam Diana dan Irianto (2008), mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak yang mana satu

orang atau lebih (*principal*) memperkerjakan orang lain (*agent*) untuk menjalankan aktivitas perusahaan dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Prinsipal adalah pemegang saham yang mana menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan sedangkan agen adalah pengelola perusahaan yang mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang diamanahkan oleh para pemegang saham kepadanya. Prinsipal akan memperoleh hasil berupa pembagian deviden, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus dan berbagai macam kompensasi lainnya (Diana dan Irianto, 2008).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Diana dan Irianto (2008) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan, manajemen tidak langsung menanggung resiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung pemegang saham (*principal*). Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

2.1.2. *Pecking Order Theory*

Menurut Mamduh (2011 : 313), *pecking order theory* menyatakan urutan preferensi dalam penggunaan dana, skenario urutannya adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan deviden yang tiba-tiba. Dengan kata lain pembayaran deviden diusahakan konstan.
3. Karena kebijakan deviden yang konstan, digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain.
4. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran seperti obligasi konvertibel.

Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Perusahaan lebih menyukai penggunaan dana dari modal internal yakni dana yang berasal dari

aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. *Pecking order theory* menjelaskan urutan-urutan pendanaan. Menurut teori ini, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan pendanaan ditentukan oleh kebutuhan investasi. Jika ada kesempatan investasi, maka perusahaan akan mulai mencari dana untuk mendanai kebutuhan investasi tersebut (Mamduh, 2011 : 314)

Teori *pecking order* bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal perusahaan cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Mamduh, 2011 : 314).

pecking order theory yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan pertama yaitu dengan *internal equity* dahulu, apabila *internal equity* dianggap tidak mencukupi baru menggunakan *eksternal finance*.

2.1.3. Kepemilikan Institusional

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan (Adhi, 2002 dalam Rawi dan Muchlis 2010). Namun sebagaimana dalam teori keagenan (*Agency theory*), perusahaan

yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan, pihak manajemen sebagai agen, mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dan hal ini yang sering menimbulkan konflik dengan pemegang saham sebagai principal (Rawi dan Muchlis 2010).

Baridwan (2004) dalam Fitriah dan Hidayat (2011) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai proporsi saham yang dimiliki oleh suatu lembaga atau institusi pada akhir tahun. Hubungan antara kebijakan hutang dan kepemilikan institusional dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat *monitoring-substitution effect*. Saham dalam suatu perusahaan yang dimiliki oleh institusi biasanya merupakan saham mayoritas dibandingkan pemilik saham lainnya, karena institusi memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan pemilik saham lainnya. Oleh sebab itu, pihak institusional dapat melakukan pengawasan terhadap kebijakan manajemen secara lebih kuat dibandingkan dengan pemegang saham yang lain.

Pihak institusional diharapkan mampu melakukan pengawasan lebih baik terhadap kebijakan manajer. Kepemilikan institusional dapat melakukan pengawasan yang lebih baik, dikarenakan dari segi skala ekonomi, pihak institusional memiliki keuntungan lebih untuk memperoleh informasi dan menganalisis segala hal yang berkaitan dengan kebijakan manajer. Selain itu, pihak institusional lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan atau keuntungan jangka panjang, sehingga asset penting perusahaan akan mendapatkan pengawasan lebih baik (Han *et al* 1999 dalam Soesetio 2007).

Soejoko & Soebiantoro (2007) menyatakan, semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka pengawasan yang dilakukan pemilik akan semakin efektif dan manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman. Jadi semakin tinggi proporsi kepemilikan institusional maka akan semakin kuat kontrol terhadap perusahaan. Dengan adanya kontrol yang kuat dari pihak institusi maka akan menyebabkan manajer akan menggunakan utang pada tingkat yang rendah. Jadi dengan adanya kepemilikan suatu institusi pada perusahaan akan mempengaruhi keputusan pengambilan hutang. Kepemilikan institusional diukur dengan skala rasio melalui jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusional dibandingkan dengan total saham perusahaan (Soesetio, 2007).

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak intstitusi}}{\text{Total saham perusahaan yang beredar}}$$

2.1.4. Kepemilikan Manajerial

Pihak manajerial dalam suatu perusahaan adalah pihak yang aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan, pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan (Wahidahwati, 2001 dalam Diana dan Irianto 2008). Secara khusus kepemilikan manajer terhadap perusahaan atau yang biasa dikenal dengan istilah *Insider Ownership* ini didefinisikan sebagai persentase suara yang berkaitan dengan saham dan option yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan, Mathiesen (2004) dalam Rawi dan Muchlish (2010).

Berdasarkan teori keagenan, hubungan antara manajemen dengan pemegang saham rawan untuk terjadinya masalah keagenan. Untuk mengurangi masalah keagenan tersebut salah satu cara adalah dengan adanya kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Dengan kepemilikan hutang tersebut, manajemen akan merasakan langsung dampak dari setiap keputusannya termasuk dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan (Jensen dan Meckling 1976 dalam Diana dan Irianto 2008).

Kehadiran kepemilikan manajerial dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* karena dengan memiliki saham perusahaan, diharapkan manajer merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya, begitu pula bila terjadi kesalahan maka manajer juga akan menanggung kerugian sebagai salah satu konsekuensi dari kepemilikan saham dalam perusahaan. Proses ini dinamakan *bonding mechanism*, yaitu proses untuk menyamakan kepentingan manajemen melalui program mengikat manajemen dalam modal perusahaan. Dengan demikian perusahaan akan memiliki *agency cost of equity* yang kecil karena kepemilikan manajerial merupakan bagian dari *bonding mechanism* tersebut (Megginson, 1997 dalam Soesetio, 2007).

Indikator atau proksi yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah presentase jumlah saham yang dimiliki manajemen dari seluruh jumlah saham perusahaan yang dikelola. Selaras dengan penelitian Soesetio (2007) kepemilikan manajerial diukur dengan skala rasio melalui jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar.

$$\text{INSDR} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen}}{\text{Total saham perusahaan yang beredar}}$$

2.1.5. Set Kesempatan Investasi

Myers (1977) dalam Fitriah dan Hidayat (2011) mengemukakan suatu konsep mengenai *investment opportunity set/IOS* (set kesempatan investasi). Dalam konsep ini dikatakan bahwa pada dasarnya IOS merupakan kombinasi *assets in place* (aktiva riil yang dimiliki) yang sifatnya *tangible* dengan *investment opportunity* atau *growth option* yang sifatnya *intangible*. Keduanya akan sangat menentukan keputusan pendanaan di masa depan. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar, memiliki alternatif-alternatif investasi dengan *net present value* (NPV) positif. Nilai perusahaan akan sangat ditentukan oleh pemanfaatan peluang investasi tersebut. Kondisi ini menunjukkan bahwa kesempatan investasi merupakan suatu pilihan bagi manajer (*managerial discretion*) untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan akan memiliki peluang untuk bertumbuh apabila dipilih pada saat ini dapat memberikan keuntungan di masa depan.

Hartono (1999) dalam Arieska dan Gunawan (2011) mendefinisikan set kesempatan investasi adalah tersedianya alternatif investasi di masa yang akan datang bagi perusahaan. Set kesempatan investasi dapat didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dengan alternatif investasi dimasa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang (*Net Present Value*) positif. Keown (2008 : 307) menyatakan *net present value*

dari suatu usulan investasi sama dengan nilai sekarang dari arus kas bebas dikurangi pengeluaran investasi awal. Ketika suatu proposal investasi memiliki nilai proyek lebih atau sama dengan nol (NPV positif) maka investasi tersebut harus diterima, namun apabila suatu proposal investasi memiliki nilai proyek kurang dari nol (NPV negatif) maka investasi tersebut dapat ditolak.

Apabila perusahaan tidak mampu merealisasikan investasi seperti yang diharapkan (misalnya target penjualan yang tidak tercapai) maka perusahaan harus mencari tambahan dana untuk melanjutkan proyek atau memilih untuk meninggalkan proyek. Perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan dana internal yaitu *retained earning* sebagai alternatif pendanaan. Kondisi ini kemudian akan mengakibatkan perusahaan akan menggunakan sedikit utang (Fitriah dan Hidayat, 2011). Namun perusahaan dengan *Investment opportunity* yang rendah akan menggunakan opsi hutang untuk memperoleh dana guna merealisasikan investasinya.

Proksi Set Kesempatan Investasi diklasifikasikan menjadi 3 jenis utama (Gaver dan Gaver 1993; Jones dan Sharma 2001; dan Kallapur dan Trombley 2001) dalam Pagalung (2003), yaitu :

1. Proksi Berdasarkan Harga (*Price-Based Proxies*)

IOS berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi yang didasari pada suatu ide yang menyatakan

bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan-perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*). IOS yang didasari pada harga pasar akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar. Rasio-rasio berdasarkan harga tersebut adalah *Market to book value of equity*, *Book to market value of asset*, *Tobin's Q*, *Earning to price ratio*, *ratio of property, plant and equipment to book value asset*, *Ratio of depreciation to firm value*, *market value of equity plus book value of debt*, *Return on Equity*.

2. Proksi Berdasarkan Investasi (*Investment-Based Proxies*)

Ide proksi berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi yang berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki suatu IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan. Bentuk proksi ini berbentuk suatu rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Rasio-rasio berdasarkan investasi tersebut adalah *The Ratio of R&D to asset*, *The Ratio of R&D to sales*, *Ratio of capital expenditure to firm value*, *investment intensity*, *Ratio of capital*

expenditure to book value of assets, Investment to sales ratio, Ratio capital addition to asset book value, investment to earning ratio, log of firm value.

3. Proksi berdasarkan Varian (*Variance Measures*)

Proksi pengukuran varian yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Ukuran yang digunakan adalah *Variance or return, Asset betas, The variance of asset deflated sales.*

Ketiga jenis proksi tersebut menggambarkan beragamnya ukuran IOS memungkinkan beberapa peneliti menggunakan beragam rasio sebagai proksi IOS. Pendekatan yang digunakan beberapa peneliti sebagian besar menggunakan ukuran variabel rasio-rasio dalam bentuk pengukuran rasio tunggal, namun demikian beberapa peneliti lainnya menggunakan pendekatan pengukuran komposit (*composite measures*) yaitu menggabungkan beberapa rasio sehingga membentuk suatu ukuran baru sebagai proksi IOS (Pagalung, 2003). Pada penelitian yang dilakukan oleh Gunawan (2011) menggunakan salah satu proksi berdasarkan harga (*Price-based proxies*), yaitu *Market to book value of equity* (MVBE).

$$\text{MVBE} = \frac{\text{Lembar saham beredar} + \text{Harga penutupan saham}}{\text{Total ekuitas}}$$

Pemilihan proksi *market to book value of equity* (MVBE) dengan alasan rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dan investasi perusahaan pada masa mendatang dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Dengan kata lain besarnya *return* dari aktiva yang ada dan investasi yang diharapkan di masa yang akan datang akan melebihi *return* dari ekuitas yang diinginkan. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan nilai kesempatan investasi perusahaan. Kallapur dan Trombley (1999) mengungkapkan bahwa proksi set kesempatan investasi berdasarkan harga lebih dominan dibandingkan proksi lainnya.

Proksi IOS berdasarkan harga dan selain *market to book value of equity* (MVBE) adalah :

- *Market to book value of asset* (MVBA)

$$= \frac{(Total\ asset - Total\ ekuitas + (saham\ beredar \times HPS))}{Asset}$$

- *Tobin's Q*

$$= \frac{\{[(jumlah\ saham\ beredar \times harga\ penutupan\ saham) + total\ hutang + sediaan] - jumlah\ aktiva\ lancar\} / total\ aktiva}$$

- *Earning to price ratio*

$$= \frac{Laba\ per\ saham}{harga\ penutupan\ saham}$$

- *Property, plant and equipment to book value asset*

$$= \frac{Nilai\ buku\ property,\ plant\ and\ equipment}{Nilai\ buku\ total\ aktiva}$$

2.1.6. Arus Kas Bebas

Konsep *free cash flow* merupakan perluasan dari konsep biaya keagenan ke dalam manajemen struktur modal. Menurut Jensen (1986) dalam Putri dan Handayani (2009), *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah mebagi deviden. Keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan berpotensi untuk menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan agar sisa dana dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Sedangkan manajer lebih menyukai untuk menginvestasikan dana yang tersedia pada proyek-proyek yang menguntungkan dengan harapan dapat menambah insentif bagi manajer di masa yang akan datang. Jensen (1986) dalam Putri dan Handayani (2009) berpendapat bahwa salah satu solusi untuk mengurangi biaya keagenan yang timbul akibat konflik keagenan ini adalah dengan utang. Utang dalam hal ini menjadi alat monitoring tindakan manajer.

Penman (2001) mengatakan bahwa aliran kas bebas tidak dapat dipakai sebagai determinan penciptaan nilai pemegang saham karena nilai aliran kas bebas sangat dipengaruhi oleh kebijakan investasi perusahaan. Perusahaan yang sedang bertumbuh memerlukan investasi besar sehingga memiliki aliran kas bebas rendah atau negatif. Sebaliknya, perusahaan dalam taraf penurunan akan mengurangi investasinya sehingga cenderung memiliki aliran kas bebas tinggi. Jadi aliran kas bebas rendah atau negatif tidak selalu merupakan cerminan bahwa kinerja perusahaan lebih buruk dibandingkan

perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih. Ini berarti tingkat aliran kas bebas semata tidak dapat dipakai sebagai acuan penciptaan nilai pemegang saham tetapi perlu diperhatikan berbagai faktor lain yang mempengaruhi tinggi rendahnya aliran kas bebas yang akan berdampak pada nilai pemegang saham.

Menurut Kieso (2008 : 219), *free cash flow* adalah jumlah dari *discretionary cash flow* yang dimiliki perusahaan untuk membeli tambahan investasi, melunasi hutang, membeli *treasury stock* atau penambahan sederhana atas likuiditas perusahaan. Perhitungan arus kas bebas dengan cara kas bersih yang disediakan oleh aktivitas operasi dikurangi pengeluaran modal dan deviden. Jadi semakin besar jumlah arus kas bebas, semakin besar tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Menurut Keown (2008 : 47) arus kas bebas merupakan jumlah uang tunai yang tersedia dari operasi setelah investasi pada modal kerja operasional bersih dan aktiva tetap, uang tunai ini tersedia untuk didistribusikan pada pemilik perusahaan dan kreditor.

Brigham dan Houston (2009 : 65) mendefinisikan arus kas bebas sebagai arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. *Free cash flow* berbeda dengan arus kas bersih, setidaknya dalam dua hal. Pertama arus kas bebas mencerminkan dana yang tersedia

bagi bagi seluruh investor, sedangkan arus kas bersih mencerminkan dana yang tersedia bagi pemegang saham biasa. Kedua, arus kas bebas mencerminkan dana yang tersedia bagi investor setelah mengurangi investasi-investasi yang dibutuhkan untuk tetap mempertahankan operasi perusahaan yang sedang berjalan. Jadi, investasi-investasi pada aktiva tetap dan modal kerja bersih akan mengurangi arus kas bebas, tetapi tidak dikurangkan dari arus kas bersih (Brigham dan Houston, 2009). Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Gunawan (2011), *free cash flow* dapat dihitung dengan menggunakan rumus

$$FCF = \frac{AKO - PM - NWC}{Equity}$$

Keterangan :

FCF = *Free Cash Flow*

AKO = Arus Kas Operasi

PM = Pengeluaran Modal

NWC = *Net Working Capital*

Equity = Ekuitas

Dalam hal ini aliran kas operasi adalah kas berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada asset tetap yaitu asset tetap bersih akhir periode dikurangi asset tetap bersih pada awal periode. Sedangkan modal

kerja bersih adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama.

2.1.7. Kebijakan Hutang

Salah satu sebab timbulnya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham disebabkan oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal, yakni: modal ditahan atau dari modal eksternal, modal sendiri, dan atau melalui hutang (Wluyo *et al.* 2002 dalam Putri dan Handayani 2009).

Menurut PSAK no 1 hutang adalah kewajiban perusahaan di masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu. Penyelesaiannya di harapkan mengakibatkan arus kas keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi. Sedangkan menurut Horngren (2008 : 11) hutang kewajiban yang harus dibayarkan dan merupakan hak pihak ekstern. Pihak ekstern ini disebut kreditor.

Menurut PSAK No. 1 (2009) karakteristik esensial kewajiban atau hutang adalah bahwa perusahaan mempunyai kewajiban masa kini. Untuk melaksanakan sesuatu dengan cara tertentu. Penyelesaian kewajiban masa kini biasanya melibatkan perusahaan untuk mengorbankan sumber daya yang memiliki manfaat masa depan demi memenuhi tuntutan pihak lain. Penyelesaian kewajiban yang ada sekarang dapat dilakukan dengan berbagai cara, misalnya:

1. Pembayaran kas
2. Penyerahan asset
3. Pemberian jasa
4. Pengganti kewajiban tersebut dengan kewajiban lain
5. Konversi kewajiban menjadi ekuitas
6. Kreditor membebaskan atau membatalkan aktivitya

Riyanto (2011) mendefinisikan hutang sebagai modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara berada di perusahaan, dan bagi perusahaan yang nbersangkutan modal tersebut merupakan hutang yang pada saatnya harus dibayar kembali. Hutang dapat digolongkan dalam tiga jenis, (Riyanto, 2011) yaitu :

1. Hutang jangka pendek (*short-term debt*)

Hutang jangka pendek (*short-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun. Sebagian besar hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya, meliputi kredit rekening koran, kredit dari penjual (*levancier crediet*), kredit dari pembeli (*afnemers crediet*), dan kredit wesel.

2. Hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*)

Hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Kebutuhan membelanjai usaha melalui kredit ini karena

adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi melalui kredit jangka pendek maupun kredit jangka panjang. Bentuk utama dari hutang jangka menengah adalah *term loan* dan *lease financing*.

3. Hutang jangka panjang (*long-term debt*)

Hutang jangka panjang (*long-term debt*) yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari sepuluh tahun. Hutang jangka panjang ini digunakan untuk membiayai ekspansi perusahaan. Bentuk utama dari hutang jangka panjang adalah pinjaman obligasi (*bonds-payable*) dan pinjaman hipotik (*mortgage*).

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh, 2009 : 316).

Dalam kajian teori agensi penggunaan hutang di dalam struktur modal merupakan salah satu cara pihak pemegang saham untuk mengatasi masalah keagenan yang timbul karena pemisahan antara *agent* dan *principal*, dimana dengan mengundang pihak ketiga atau *debtholder*, maka pengawasan terhadap tindakan pihak manajerial dapat dioptimalkan dan biaya

pengawasan pemilik (pemegang saham) dapat dikurangi, karena sebagian telah diambil alih oleh pihak ketiga tersebut (Diana dan Irianto, 2008).

Keputusan pendanaan atau sering disebut juga sebagai leverage keuangan, merupakan penggunaan pendanaan melalui hutang. Mamduh (2009:327) membagi *leverage* menjadi dua, yaitu :

1. *Operating leverage*

Operating leverage bisa diartikan sebagai seberapa besar perusahaan menggunakan beban tetap operasional. Beban tetap operasional biasanya berasal dari biaya depresiasi, biaya produksi dan pemasaran yang bersifat tetap (misal gaji bulanan karyawan). Sebagai kebalikannya adalah beban (biaya) variabel operasional.

2. *Financial leverage*

Leverage keuangan bisa diartikan sebagai besarnya beban tetap keuangan (financial) yang digunakan oleh perusahaan. Beban tetap keuangan tersebut biasanya berasal dari pembayaran bunga untuk utang yang digunakan oleh perusahaan. Karena itu pembicaraan *leverage* keuangan berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan beban tetap (bunga) yang tinggi berarti menggunakan utang yang tinggi. Perusahaan dikatakan mempunyai leverage keuangan yang tinggi, yang berarti *degree of financial leverage* (DFL) untuk perusahaan tersebut juga tinggi.

Penghitungan keputusan pendanaan (Leverage keuangan) dapat dilihat dari beberapa rasio. Brigham Houston (2009: 101) membagi rasio hutang sebagai berikut :

1. *Debt to asset ratio* (DAR)

Rasio ini menekankan pada peran penting pendanaan hutang bagi perusahaan dengan menunjukkan presentase aktiva perusahaan yang didukung oleh pendanaa hutang. Rasio ini diukur dengan membagi total hutang dengan aktiva.

2. *Time interest earned* (TIE)

Rasio ini mengukur sejauh mana laba operasi dapat menurun sebelum perusahaan tidak mampu lagi membayar biaya bunga tahunannya. Kegagalan dalam memenuhi kewajiban ini akan dapat mengakibatkan adanya tuntutan hukum oleh kreditor perusahaan, yang kemungkinan akan menyebabkan kebangkrutan. Dalam rasio ini yang digunakan sebagai penyebut ialah laba sebelum bunga dan pajak, bukan laba bersih. Hal ini karena bunga dibayarkan dengan nilai dolar sebelum pajak, kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga saat ini tidaklah terpengaruh oleh pajak.

3. *EBITDA coverage ratio*

Sebuah rasio dimana pembilangnya meliputi seluruh arus kas yang tersedia untuk memenuhi beban keuangan tetap dan penyebutnya meliputi seluruh beban-beban keuangan tetap.

Van Horne (2005:208) menambahkan rasio hutang lainnya yang juga dapat menjadi ukuran hutang, yaitu :

1. *Debt to equity ratio* (DER)

Rasio ini mengukur presentase dari dana yang diberikan oleh kreditor (ekuitas yang dimiliki oleh kreditor). Rasio ini dihitung dengan membagi total total perusahaan (termasuk utang jangka pendek) dengan ekuitas pemegang saham.

2. *Debt to total capitalization ratio* (DCR)

Rasio ini mengukur peran penting utang jangka panjang dalam struktur modal (pendanaan jangka panjang) perusahaan. Ringkasnya, rasio utang memberitahu kita proporsi relatif kontribusi modal oleh kreditor dan oleh pemilik. Rasio ini dihitung dengan membagi hutang jangka panjang dengan total modal.

Pada penelitian ini perhitungan kebijakan hutang diukur dengan rasio TIE (*time interest earned*) (Houston, 2009) :

$$\text{TIE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Beban Bunga}}$$

Rasio ini dipilih karena hutang yang ada pada perusahaan merupakan hutang dengan jangka panjang dimana mereka harus membayar pokok beserta bunganya. Rasio ini lebih difokuskan mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar bunga tahunannya.

2.2. Review Penelitian Relevan

Penelitian yang berkaitan dengan kebijakan hutang, struktur kepemilikan modal, set kesempatan investasi dan arus kas bebas telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Penelitian pertama ialah penelitian yang dilakukan oleh Furi K Fitriah dan Dina Hidayat (2011). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan institusional, set kesempatan investasi dan arus kas bebas secara bersama-sama dan parsial terhadap kebijakan hutang. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor non keuangan yang menerbitkan laporan keuangan tahunan periode 2002-2006 pada Bursa Efek Indonesia.

Diana dan Irianto (2008) melakukan penelitian pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan sebaran kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan sebaran kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Populasi yang diamati dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada kurun periode 2003-2005.

Indahningrum dan Handayani (2009) menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, deviden, pertumbuhan perusahaan, arus kas bebas, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial, deviden dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan

kepemilikan institusional, profitabilitas dan arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini menggunakan populasi seluruh perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia, dengan sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur, kecuali perusahaan keuangan selama periode 2005-2007.

Kusumawati dan Sodik (2008) melakukan penelitian mengenai analisis kebijakan hutang, kebijakan deviden, dan profitabilitas perusahaan terhadap set kesempatan investasi (IOS). Penelitian ini memperoleh beberapa kesimpulan. Pertama, tidak ada hubungan yang signifikan antara kebijakan hutang dengan set kesempatan investasi. Kedua, kebijakan deviden memiliki hubungan yang negative dan signifikan terhadap set kesempatan investasi. Ketiga, profitabilitas memiliki hubungan positif signifikan terhadap set kesempatan investasi. Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ selama periode 2000-2004.

Yeniatie dan Destriana (2010) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini memperoleh kesimpulan bahwa kepemilikan institusional, struktur asset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan manajerial, kebijakan deviden dan rasio bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan dalam bidang keuangan yang terdaftar di BEI dari tahun 2005-2007.

Yuli Soesetio (2007) meneliti tentang kepemilikan manajerial dan institusional, kebijakan deviden, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial, institusional, kebijakan deviden, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas berpengaruh signifikan bersama-sama terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial, institusional, struktur aktiva dan profitabilitas secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini menggunakan populasi sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2004-2006.

Yulius Kurnia Susanto (2011) melakukan analisis tentang kepemilikan saham, kebijakan deviden, karakteristik perusahaan, resiko sistematis, set peluang investasi dan kebijakan hutang. Hasil dari penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kebijakan deviden, profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan institusional dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2005-2008.

Chrisitan Herdinata (2007) meneliti tentang kebijakan pendanaan dan deviden dengan pendekatan *investment opportunity set*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan pengaruh yang signifikan positif antara kebijakan pendanaan

(*leverage*) dengan set kesempatan investasi. Penelitian ini juga menemukan hubungan signifikan negatif antara set kesempatan investasi dengan deviden.

Penelitian ini adalah replika dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Fitriah dan Hidayat (2011). Namun terdapat beberapa perbedaan yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya :

1. Penelitian ini menambahkan satu variabel bebas yaitu kepemilikan manajerial, Penambahan kepemilikan manajerial ini dikarenakan hasil penelitian pengaruh kepemilikan manajerial tidak konsisten dalam beberapa penelitian terdahulu. Kemudian kepemilikan manajerial secara teoritis dapat mempengaruhi tindakan manajer dalam pengambilan keputusan pendanaan termasuk kebijakan hutang.
2. Pengukuran Variabel bebas set kesempatan investasi (IOS) dalam penelitian terdahulu menggunakan proksi *market to book value of asset* (MBVA), sedangkan pada penelitian ini menggunakan proksi *market to book value of equity* (MBVE). Penggunaan proksi (MBVE) sebagai pengukur IOS dikarenakan proksi ini telah terbukti sebagai proksi yang paling valid oleh Kallapur dan Trombley (1996) dalam Muh. Faizal (2004).
3. Pengukuran kebijakan hutang pada penelitian terdahulu menggunakan rasio DER (*debt to equity ratio*), sedangkan pada penelitian ini menggunakan rasio TIE (*time interest earned*), rasio ini dipilih karena hutang yang ada pada perusahaan merupakan hutang dengan jangka panjang dimana mereka harus membayar pokok beserta bunganya. Rasio ini lebih difokuskan mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar bunga tahunannya

4. Pada penelitian ini menggunakan periode selama 2009-2011, sehingga penelitian ini merupakan data terkini dibanding penelitian sebelumnya.

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

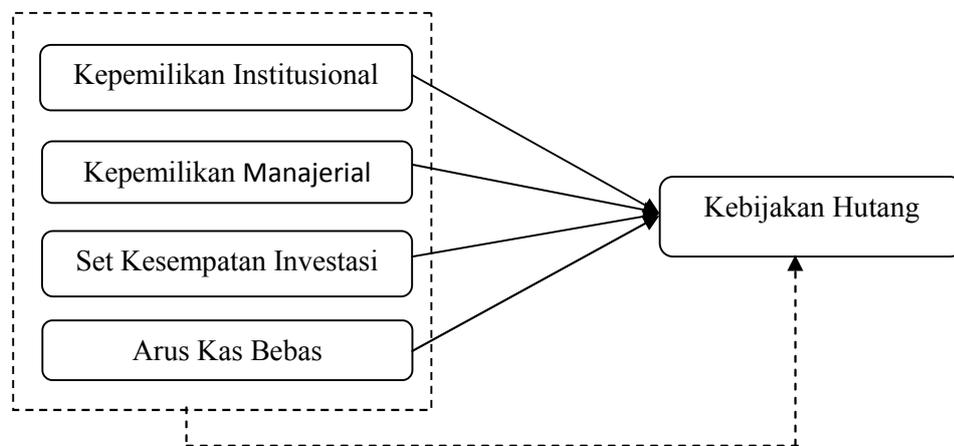
No.	Peneliti	Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil
1.	Furi K Fitriah dan Dina Hidayat (2011)	Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas	Kebijakan Hutang	terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan institusional, set kesempatan investasi dan arus kas bebas terhadap kebijakan hutang
2.	Diana dan Irianto (2008)	kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan sebaran kepemilikan	Kebijakan Hutang	Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan sebaran kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang
3.	Indahningrum dan Handayani (2009)	Struktur Kepemilikan, deviden, Pertumbuhan Perusahaan, Arus Kas Bebas, dan Nilai Perusahaan	Kebijakan Hutang	kepemilikan manajerial perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan institusional, dan arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
4.	Kusumawati dan Sodik (2008)	kebijakan hutang, kebijakan deviden, dan profitabilitas perusahaan	Set Kesempatan Investasi	tidak ada hubungan yang signifikan antara kebijakan hutang dengan set kesempatan investasi
5.	Yeniatie dan Destriana (2010)	kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan deviden, rasio bisnis, struktur	Kebijakan Hutang	Kepemilikan Institusional memilikipengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap

		asset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan		kebijakan hutang
6.	Yuli Soesetio (2007)	kepemilikan manajerial dan institusional, kebijakan deviden, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas	Kebijakan Hutang	Kepemilikan manajerial dan institusi secara parsial maupun bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang
7.	Yulius Kurnia Susanto (2011)	kepemilikan saham, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden, karakteristik perusahaan, resiko sistematis, set peluang investasi	Kebijakan Hutang	Kepemilikan manajerial dan set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
8	Christian Herdinata (2007)	Kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden	Set Kesempatan Investasi	Set kesempatan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i> perusahaan

2.3. Kerangka Pemikiran

Variabel penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen yang berupa kebijakan hutang. Variabel independen dalam penelitian ini berupa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan.

Berdasarkan landasan teori, tujuan penelitian dan hasil penelitian sebelumnya serta permasalahan yang telah dikemukakan, maka sebagai dasar untuk merumuskan hipotesis, berikut disajikan kerangka pemikiran yang dituangkan dalam model penelitian. Penelitian ini ingin mengetahui apakah dengan bertambahnya kepemilikan saham pihak institusi dan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Apakah dengan banyaknya kesempatan untuk berinvestasi akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dan apakah dengan besarnya arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dari penjelasan tersebut maka, kerangka pemikiran penelitian ini dirumuskan :



Sumber : gambar diolah oleh penulis, tahun 2012

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

2.4. Hipotesis

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini dibuat berdasarkan kajian pustaka dan *review* penelitian yang relevan. Maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- H1 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang
- H2 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang
- H3 : Set kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang
- H4 : Arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
- H5 : Kepemilikan institusi, kepemilikan manajerial, set kesempatan Investasi, arus kas bebas berpengaruh secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.

BAB III

OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian

Dalam proses pengumpulan data, sumber data selalu berkaitan dengan objek penelitian maupun satuan atau unit yang akan dijadikan fokus analisis dalam penelitian. Objek dari penelitian ini adalah perusahaan publik sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2009-2011. Sumber objek penelitian diperoleh dari data sekunder *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan *Annual Report* selama periode 2009-2011 serta situs resmi www.idx.co.id.

3.2. Metode Penelitian

Metode penelitian pada dasarnya merupakan cara ilmiah untuk mendapatkan data dengan tujuan dan kegunaan tertentu. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan desain kausal untuk membuktikan adanya pengaruh antara kepemilikan institusional (X_1), kepemilikan manajerial (X_2), set kesempatan investasi (X_3) dan arus kas bebas (X_4) terhadap kebijakan hutang (Y) pada perusahaan manufaktur. Penelitian kuantitatif merupakan penelitian yang dilakukan dengan menggunakan cara-cara tertentu dalam mengumpulkan data, mengolah dan menganalisis data dengan teknik statistik, mengambil kesimpulan dengan generalisasi.

3.3. Operasional Variabel Penelitian

Penulis menggunakan empat variabel independen, dan satu variabel dependen dalam penelitian ini, yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, arus kas bebas, dan kebijakan hutang.

3.3.1. Variabel Dependen

Variabel dependen (variable terikat) adalah variabel yang nilai-nilainya tergantung pada variable lainnya (M. Iqbal, 2008). Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang perusahaan (*debt*). Indikator kebijakan hutang yang digunakan dalam penelitian ini adalah TIE (*time interest earned*).

1) Definisi Konseptual

Rasio TIE (*time interest earned*) ini lebih difokuskan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar bunga tahunannya.

2) Definisi Operasional

Time interest earned dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{TIE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Beban Bunga}}$$

3.3.2. Variabel Independen

Variabel independen (variable bebas) adalah variable yang nilai-nilainya tidak bergantung pada variabel lainnya (M. Iqbal, 2008). Penelitian ini menggunakan empat variabel independen, antara lain :

3.3.2.1. Kepemilikan Institusional

1) Definisi Konseptual

Kepemilikan institusi adalah pemegang saham dari pihak institusional seperti bank, lembaga asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya.

2) Definisi Operasional

Kepemilikan institusional diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun :

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah Saham Pihak Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Keterangan :

INST = Kepemilikan Institusi

3.3.2.2. Kepemilikan Manajerial

1) Definisi Konseptual

Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris).

2) Definisi Operasional

Kepemilikan manajerial diukur dari prosentase saham yang dimiliki oleh manajemen pada akhir tahun :

$$\text{MNGRL} = \frac{\text{Jumlah Saham Pihak Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Keterangan :

MNGRL = Kepemilikan manajerial

3.3.2.3. Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set*)

1) Definisi Konseptual

Set kesempatan investasi (*Investment opportunity set*) adalah tersedianya alternatif investasi dimasa yang akan datang bagi perusahaan.

2) Definisi Operasional

Set kesempatan investasi dalam penelitian ini menggunakan proksi MVBE (*Market to Book Value of Equity*) :

$$\text{MVBE} = \frac{\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Keterangan :

MVBE = *Market to Book Value of Equity*

3.3.2.4. Arus Kas Bebas

1) Definisi Konseptual

free cash flow adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah mebagi deviden.

2) Definisi Operasional

Free cash flow dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$FCF = \frac{AKO - PM - NWC}{Equity}$$

Keterangan :

FCF = Arus kas bebas

AKO = Aliran kas operasi perusahaan

PM = Pengeluaran modal

NWC = *Net working capital* / modal kerja bersih perusahaan

Equity = Ekuitas

Aliran kas operasi adalah kas berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada asset tetap yaitu asset tetap bersih akhir periode dikurangi asset tetap bersih pada awal periode. Sedangkan modal kerja bersih adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama.

Berdasarkan uraian sebelumnya, maka definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, arus kas bebas, dan kebijakan hutang dapat diringkaskan pada table berikut :

Tabel 3.1
Ringkasan operasional variabel

No.	Variabel	Pengukuran	Skala Pengukuran
1.	Kepemilikan Institusional	$\frac{\text{Jumlah Saham Pihak Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$	Rasio
2.	Kepemilikan Manajerial	$\frac{\text{Jumlah Saham Pihak Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}}$	Rasio
3.	Set Kesempatan Investasi	$\frac{\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio
4.	Arus Kas Bebas	$\frac{AKO - PM - NWC}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio
5.	Kebijakan Hutang	$\frac{EBIT}{\text{Beban Bunga}}$	Rasio

3.4. Metode Penentuan Populasi dan Sampel

Populasi adalah keseluruhan nilai yang mungkin, hasil pengukuran ataupun perhitungan, kualitatif ataupun kuantitatif mengenai karakteristik tertentu dari semua anggota kumpulan yang lengkap dan jelas yang ingin dipelajari sifatnya (M.Iqbal,2008:12). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun

2009-2011. Dipilih kelompok ini dikarenakan bahwa industri manufaktur merupakan kelompok terbesar dibandingkan dengan kelompok industri yang lain.

Sampel adalah bagian dari sebuah populasi yang dianggap dapat mewakili populasi tersebut (M.Iqbal, 2008 : 12). Pada penelitian ini proses penentuan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan subjektif peneliti, dimana syarat yang harus dipenuhi oleh sampel (Sugiyono, 2007 : 68). Metode *purposive sampling* guna untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria sampel yang akan digunakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang *go public* dan menyajikan laporan keuangan secara konsisten selama periode pengamatan dan telah terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama periode 2009-2011.
2. Perusahaan mengeluarkan laporan keuangannya selama periode 2009-2011.
3. Perusahaan manufaktur dimana terdapat kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikannya.
4. Perusahaan manufaktur yang mencantumkan beban bunga dalam laporan keuangannya.

3.5. Prosedur Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah menggunakan teknik Dokumentasi. Teknik dokumentasi yaitu metode pengumpulan data dengan cara mengumpulkan data berupa laporan keuangan untuk setiap perusahaan sampel pada periode penelitian yaitu 2009–2011 yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan situs *Indonesia Stock Exchange (IDX)* yaitu www.idx.co.id. Sehingga, data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yaitu data yang diperoleh atau dikumpulkan dari sumber-sumber yang telah ada (M.Iqbal, 2008 : 33).

3.6. Metode Analisis

3.6.1. Analisis Regresi

Pada penelitian ini untuk mencapai tujuan penelitian digunakan analisis regresi linier berganda (*Multiple Regression Analysis*). Metode regresi berganda yaitu metode statistik untuk menguji hubungan antara beberapa variabel independen terhadap satu variabel dependen. Analisis ini bertujuan untuk menguji hubungan antar variabel penelitian dan mengetahui besarnya pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{INST} + \beta_2 \text{MNGRL} + \beta_3 \text{IOS} + \beta_4 \text{FCF} + e$$

Keterangan :

Y = Kebijakan Hutang

α = Konstanta

β_1 - β_4	= Koefisien Regresi
INST	= Kepemilikan Institusi
MNGRL	= Kepemilikan Manajerial
IOS	= Set Kesempatan Investasi
FCF	= <i>Free Cash Flow</i>
e	= <i>Error</i>

3.6.2. Statistik Deskriptif

Penelitian ini menggunakan statistik deskriptif untuk menggambarkan pada setiap variabel. Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, varian, sum, range, distribusi frekuensi, nilai minimum dan maksimum (Ghozali 2011 : 19).

3.6.3. Uji Asumsi Klasik

Asumsi klasik bertujuan untuk menguji hipotesis yang digunakan dalam suatu penelitian yang menunjukkan bahwa model regresi tersebut layak atau tidak untuk dilakukan ke pengujian selanjutnya. Uji asumsi klasik tersebut terdiri dari uji normalitas, uji multikolonieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas.

3.6.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal.

Model regresi yang baik adalah data yang berdistribusi normal atau mendekati normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Kalau asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid atau jumlah sampel kecil. Ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan analisis statistik (Ghozali, 2011 : 160).

Normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dan grafik dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusannya adalah :

1. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola berdistribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari diagonal dan tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan data berdistribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji normalitas dengan grafik dapat menyesatkan kalau tidak hati-hati secara visual kelihatan normal, padahal secara statistik bisa sebaliknya. Oleh sebab itu dianjurkan disamping uji grafik dilengkapi dengan uji statistik. Uji statistik lain yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S).

3.6.3.2. Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen), Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak orthogonal (nilai korelasi tidak sama dengan nol) (Ghozali, 2011:105).

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi dapat dilihat dari nilai tolerance (tolerance value) dan nilai Variance Inflation Factor (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Nilai cutoff yang umum digunakan adalah nilai tolerance 0,10 atau sama dengan VIF diatas 10. Apabila nilai tolerance lebih dari 0,10 atau nilai VIF kurang dari 10 maka dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel dalam model regresi.

3.6.3.3. Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah yang bebas dari autokorelasi. Jika terjadi korelasi, maka dapat dikatakan terdapat problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya.

Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya (Ghozali 2011 : 110).

3.6.3.4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka terjadi homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas dan tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2011 : 139).

3.6.4. Pengujian Hipotesis

3.6.4.1. Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen/terikat (Ghozali 2011 : 98). Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau:

$$H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0$$

Artinya, apakah semua variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_A) tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol, atau :

$$H_A : b_1 \neq b_2 \neq \dots \neq b_k \neq 0$$

Artinya, semua variabel independen secara simultan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Menurut Ghazali (2011) Untuk menguji hipotesis ini digunakan statistik F dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut :

1. *Quick lock* : bila nilai F lebih besar daripada 4 maka H_0 dapat ditolak pada derajat kepercayaan 5%, dengan kata lain kita menerima hipotesis alternatif, yang menyatakan bahwa semua variabel independen secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen.
2. Membandingkan nilai F hasil perhitungan dengan nilai F menurut table. Bila F hitung lebih besar daripada F tabel, maka H_0 ditolak dan menerima H_A s

3.6.4.2. Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011 : 98). Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah suatu model parameter (b_i) sama dengan nol, atau :

$$H_0 : b_i = 0$$

Artinya apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya (H_A) parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau :

$$H_A : b_i \neq 0$$

Artinya. Variabel tersebut merupakan penjelasan yang signifikan terhadap variabel dependen. Cara melakukan uji t adalah sebagai berikut:

1. *Quick look* : bila jumlah *degree of freedom* (df) adalah 20 atau lebih, dan derajat kepercayaan sebesar 5%, maka H_0 yang menyatakan $b_i = 0$ dapat ditolak bila nilai t lebih besar dari 2 (dalam nilai absolut). Dengan kata lain kita menerima hipotesis alternatif, yang menyatakan bahwa suatu variabel independen secara individual mempengaruhi variabel dependen.
2. Membandingkan nilai statistik t dengan titik kritis menurut tabel. Apabila nilai statistik t hasil perhitungan lebih tinggi dibandingkan nilai t tabel, kita menerima hipotesis alternatif yang menyatakan bahwa suatu variabel independen secara individual mempengaruhi variabel dependen.

3.6.5. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 sampai dengan 1 ($0 < R^2 < 1$). Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen semakin mempengaruhi variabel dependen. Secara matematis jika $R^2 = 1$, maka $Adjusted R^2 = R^2 = 1$

sedangkan jika nilai $R^2 = 0$, maka $Adjusted R^2 = (1-k)/(n-k)$. Jika $k > 1$ maka $Adjusted R^2$ akan bernilai negatif (Imam Gozali,2011).

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Unit Analisis

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti dan mengetahui pengaruh dari variabel independen yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang, baik secara simultan maupun parsial. Subjek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan penelitian dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, arus kas bebas dan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2009-2011 yang berjumlah 155 perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang telah *go public* selama periode 2009-2011 di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahun 2009-2011 yang dipublikasikan oleh *website* resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Analisis data dilakukan dengan menggunakan model persamaan regresi berganda dengan alat bantu statistik SPSS 19 for windows.

Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan subjektif peneliti, dimana syarat yang harus dipenuhi oleh sampel. Proses seleksi sampel dilakukan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan dan ditampilkan dalam tabel sebagai berikut :

Tabel 4.1.
Hasil Seleksi Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2011	155
2	Perusahaan manufaktur yang tidak menerbitkan laporan keuangan secara berturut-turut Tahun 2009-2011.	(36)
4	Perusahaan yang tidak mengungkapkan semua variabel penelitian (data tidak lengkap)	(98)
5	Perusahaan yang terpilih menjadi sampel	21
		Jumlah Observasi
	Periode 2009-2011 21 Perusahaan manufaktur x 3 Tahun	63

Sumber : IDX, diolah penulis

Sampel yang terpilih adalah 21 perusahaan. Periode penelitian adalah 3 tahun, yaitu tahun 2009 – 2011, sehingga jumlah sampel yang diperoleh adalah 63.

4.2. Hasil Penelitian

4.2.1. Uji Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi dari suatu data yang digunakan dalam penelitian. Statistik deskriptif dapat dilihat dari jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari masing-masing variabel. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, arus kas bebas, dan hutang.

Nilai-nilai statistik data awal dalam proses pengolahan belum menghasilkan data yang berdistribusi normal, sehingga beberapa data *outlier*

dikeluarkan dari analisis. *Outlier* adalah kasus atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk variabel tunggal atau kombinasi (Ghozali, 2011 : 41). *Outlier* perlu dibuang jika data *outlier* tidak menggambarkan observasi dalam populasi. Berdasarkan tabel 4.2, jumlah data penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah 54 observasi. Berikut statistik deskriptif untuk data yang sudah normal :

Tabel 4.2.
Statistik Deskriptif
(Setelah Buang Outlier)

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Institusional	54	.3220	.9610	.666870	.1938938
Kepemilikan Manajerial	54	.0000	.2561	.068349	.0931439
Set Kesempatan Investasi	54	.3930	4.8630	1.511741	1.1532351
Arus Kas Bebas	54	-1.4040	.2190	-.377481	.3340026
Hutang	54	-.8710	32.0510	7.362111	8.6237465
Valid N (listwise)	54				

Sumber : data diolah melalui SPSS 19, 2012

Variabel kepemilikan saham oleh pihak institusional menunjukkan nilai minimum sebesar 0,32200 dan nilai maksimum sebesar 0,96100. Kepemilikan institusional secara rata-rata diperoleh sebesar 0,66687 dengan standar deviasi sebesar 0,1938938. Hal ini berarti bahwa investor institusional perusahaan rata-rata memiliki jumlah saham sebesar 66 % dari jumlah modal saham perusahaan. Jumlah kepemilikan institusional minimum yaitu 32 % terdapat pada Lionmesh Prima Tbk. sedangkan jumlah kepemilikan institusional maksimum yaitu 96 % terdapat pada Sekar Laut Tbk. Perbedaan ini

dikarenakan jumlah modal saham yang dimiliki oleh pihak institusional kedua perusahaan tersebut berbeda.

Variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai minimum sebesar 0,00001 dan nilai maksimum sebesar 0,25610. Nilai rata-rata variabel ini adalah sebesar 0,068349 dengan standar deviasi sebesar 0,0931439. Hal ini berarti bahwa pihak manajemen perusahaan rata-rata memiliki jumlah saham sebesar 6% dari jumlah modal saham perusahaan. Jumlah kepemilikan manajerial terkecil yaitu sebesar 0,001 % terdapat pada Apac Citra Centertex Tbk sedangkan jumlah kepemilikan manajerial terbesar yaitu sebesar 25,6 % terdapat pada Lionmesh Prima Tbk. Perbedaan ini dikarenakan jumlah kepemilikan saham pihak manajemen kedua perusahaan tersebut berbeda.

Variabel Set Kesempatan Investasi memiliki nilai minimum sebesar 0,3930 dan nilai maksimum sebesar 4,8630. Nilai rata-rata variabel ini adalah sebesar 1,511741 dengan standar deviasi sebesar 1,1532351. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan memiliki alternatif untuk melakukan investasi sebesar 151%, ini dapat mencerminkan bahwa rata-rata perusahaan mampu untuk melakukan investasi dengan kondisi keuangan (modal) mereka. Nilai set kesempatan investasi terkecil terdapat pada Alumindo Light Metal Industry Tbk. Sebesar 0.393 hal ini dapat diartikan perusahaan memiliki kesempatan untuk berinvestasi sebesar 39% dari modal perusahaan. Sedangkan nilai set kesempatan investasi terbesar terdapat pada Gudang Garam Tbk. Sebesar 4,863 yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk berinvestasi sebesar 48% dari modal perusahaan. Dilihat dari presentase set kesempatan investasi diatas,

dapat dilihat bahwa perusahaan pada periode penelitian mempunyai kesempatan berinvestasi yang cukup besar.

Variabel Arus Kas Bebas memiliki nilai minimum sebesar -1,4040 dan nilai maksimum sebesar 0,2190. Nilai rata-rata variabel ini adalah sebesar -0,377481 dengan standar deviasi sebesar 0,3340026. Hal ini berarti bahwa secara umum perusahaan memiliki arus kas bebas bertanda negatif berarti rata-rata perusahaan tidak memiliki kelebihan kas. Nilai minimum variabel arus kas bebas memiliki nilai negatif terdapat pada Prima Alloy Steel Tbk hal ini menggambarkan bahwa perusahaan tidak memiliki kelebihan kas. Sedangkan nilai terbesar terdapat pada Pelangi Indah Canindo Tbk. yang bernilai positif, hal ini menggambarkan perusahaan masih memiliki kelebihan kas. Hal ini dapat disebabkan karena perusahaan pada periode penelitian banyak melakukan investasi ataupun membagi deviden kepada pemegang saham, sehingga perusahaan tidak memiliki kas bebas.

Variabel Hutang memiliki nilai minimum sebesar -0.8710 dan nilai maksimum sebesar 32,0510. Nilai rata-rata variabel ini adalah sebesar 7,362111 dengan standar deviasi sebesar 8,6237565. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan mampu membayar pokok dan bunga hutang sebesar 7,362111 kali. Nilai minimum sebesar -0,8710 terdapat pada Duta pertiwi Nusantara Tbk. Tahun 2011, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki resiko yang tinggi dalam kemampuan membayar pokok dan bunga hutang perusahaan. Nilai maksimum terdapat pada Duta Pertiwi Nusantara Tbk Tahun 2009, dimana pada tahun 2009 perusahaan memiliki nilai 32,0510, hal ini

mengindikasikan bahwa perusahaan dapat membayar pokok dan bunga hutang perusahaan sebesar 32,0510 kali.

4.2.2. Uji Asumsi Klasik

Data dalam sebuah penelitian harus lolos dari uji asumsi klasik agar model regresi yang digunakan layak untuk dilakukan pengujian selanjutnya. Pada data awal sampel data tidak berdistribusi normal sehingga perlu dilakukan buang data outlier (Ghozali, 2011 : 41). Apabila dalam model regresi yang diusulkan belum memenuhi uji asumsi klasik maka perlu juga dilakukan merubah model regresi menjadi regresi double-log, yaitu merubah semua variabel baik dependent maupun independent ke dalam bentuk logaritma natural (Ln) (Ghozali, 2011 : 203). Dalam penelitian ini data telah tertransform menjadi logaritma natural, namun masih terbukti bahwa masih ada korelasi antara variabel pengganggu pada periode t dengan variabel pengganggu periode $t-1$ sehingga terjadi Autokorelasi. Jika terjadi autokorelasi maka solusi autokorelasi adalah dengan mentransform model awal menjadi model *difference* (Ghozali, 2011 : 121) sehingga data observasi dalam penelitian ini menjadi 53 observasi.

4.2.2.1. Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan dengan uji statistik non-parametik Kolmogorov-Smirnov. Uji ini dilakukan dengan melihat apakah distribusi data mempunyai perbedaan yang signifikan atau tidak dengan nilai standar baku. Jika terdapat perbedaan yang signifikan (taraf signifikansi $< 0,05$) maka distribusi data berbeda dengan standar baku atau dinyatakan tidak normal. Sedangkan jika tidak terdapat perbedaan yang signifikan (taraf signifikansi $>$

0,05) maka distribusi data tidak berbeda dengan standar baku atau terdistribusi secara normal (Ghozali, 2011 : 165). Berikut adalah hasil pengujian normalitas dengan uji Kolmogorov-Smirnov :

Tabel 4.3.
Uji Normalitas K.S.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		Unstandardized Residual
N		53
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.82879284
	Most Extreme Differences	
	Absolute	.108
	Positive	.098
	Negatif	-.108
Kolmogorov-Smirnov Z		.786
Asymp. Sig. (2-tailed)		.568

a. Test distribution is Normal.

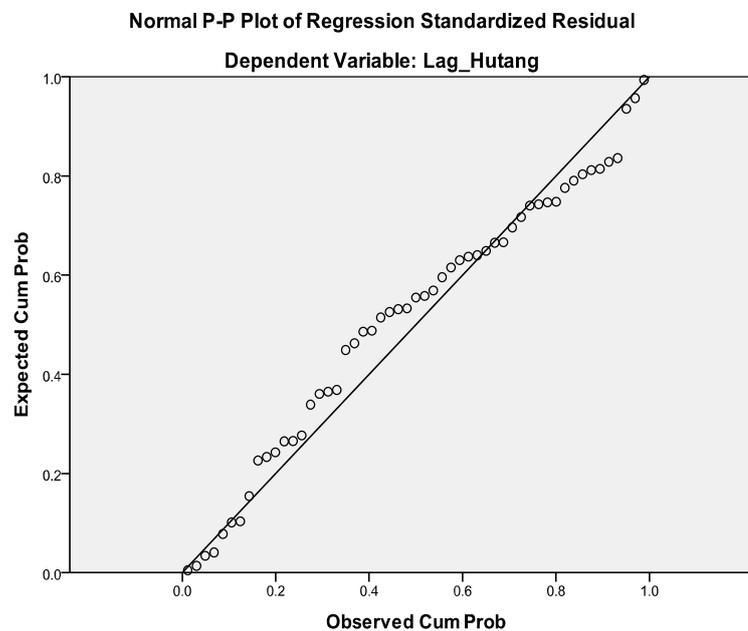
b. Calculated from data.

Sumber : data diolah melalui SPSS, 2012

Hasil pengujian nilai Z hitung sebesar 0,786 dengan taraf signifikansi sebesar 0,568. Nilai taraf signifikansi diatas 0,05 menunjukkan bahwa nilai residual tidak mempunyai perbedaan yang signifikan dengan nilai standar baku. Dengan demikian, diinterpretasikan bahwa data terdistribusi secara normal atau asumsi terpenuhi.

Untuk melihat normalitas data dapat juga dilihat dengan metode grafik. Metode grafik yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan melihat *normal probability plot*. Berikut adalah hasil gambar grafik normalitas P-P Plot :

Gambar 4.1.
Grafik Normal P-P Plot



Sumber : data diolah melalui SPSS, 2012

Dari hasil uji normalitas dengan menggunakan grafik normal probability plot terlihat bahwa titik-titik menyebar mengikuti garis diagonalnya. Hal ini menunjukkan bahwa data terdistribusi secara normal dan model yang diuji dengan menggunakan grafik tersebut telah memenuhi asumsi normalitas.

Uji normalitas dengan grafik dapat menyesatkan kalau tidak hati-hati secara visual kelihatan normal, padahal secara statistik dapat sebaliknya. Oleh karena itu maka dianjurkan dengan uji statistik dengan melihat nilai skewness dan kurtosis (Ghozali, 2011 : 163).

Rasio skewness dan rasio kurtosis dapat dijadikan petunjuk apakah suatu data berdistribusi normal atau tidak. Rasio skewness adalah nilai

skewness dibagi dengan standard error skewness, sedangkan rasio kurtosis adalah nilai kurtosis dibagi dengan standard error kurtosis. Nilai Ztabel ditentukan sebesar 1,96 (Ghozali, 2011 : 163).

Tabel 4.4.
Uji Normalitas Skewness Kurtois

Descriptive Statistics					
	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	53	-.428	.327	.903	.644
Valid N (listwise)	53				

Sumber : data diolah melalui SPSS, 2012

Dari hasil uji normalitas diatas terlihat bahwa rasio skewness = $-0,428 / \sqrt{53} = -1,2721$; sedangkan rasio kurtosis = $0,903 / \sqrt{24/53} = 1,3419$. Dari hasil perhitungan tersebut terlihat bahwa nilai Z hitung lebih kecil dari Z table. Z hitung skewness $-1,2720 < 1,96$ dan nilai Z hitung kurtois $1,3419 < 1,96$, maka dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

4.2.2.2. Uji Multikolonieritas

Uji Multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya kolerasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi kolerasi di antara variabel independen. Multikoloniaritas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Batas dari nilai VIF adalah 10 dan *tolerance value* adalah 0,1. Jika nilai VIF lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance* kurang dari 0,1 maka

akan terjadi multikolonieritas dan model regresi tidak layak untuk dipakai.

Berikut hasil uji multikolonieritas dijelaskan pada tabel 4.5. :

Tabel 4.5.
Uji Multikolonieritas

Coefficients ^a		
Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
Lag_INST	.700	1.429
Lag_MNGRL	.671	1.491
Lag_IOS	.940	1.064
Lag_FCF	.985	1.016

a. Dependent Variable: Lag_Hutang

Sumber : data diolah melalui SPSS, 2012

Dari tabel di atas dapat terlihat bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, , dan arus kas bebas mempunyai nilai *tolerance* > 0,10 dan nilai VIF < 10. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi multikolonieritas dalam model regresinya.

4.2.2.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada kolerasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Untuk mendeteksi ada atau tidak adanya autokorelasi maka dilakukan pengujian Durbin Watson (DW). Dimana pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi dalam suatu variabel penelitian ditentukan dengan $du \leq d \leq 4 - du$ (Ghozali, 2011 : 111).

Berikut hasil uji autokorelasi setelah mentranform model awal menjadi model *difference* dengan menggunakan durbin-watson dijelaskan dalam tabel 4.6. :

Tabel 4.6.
Uji Autokorelasi dengan Durbin-Watson

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.534 ^a	.285	.225	.8626349	1.771

a. Predictors: (Constant), Lag_FCF, Lag_IOS, Lag_INST, Lag_MNGRL

b. Dependent Variable: Lag_Hutang

Sumber : data dilah melalui SPSS, 2012

Dari pengujian statistik diperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 1,771 ($du = 1,7228$; $4 - du = 2,2772$). Hal ini berarti model regresi di atas tidak terdapat masalah autokorelasi ditunjukkan dengan angka Durbin-Watson berada di antara du tabel dan $(4-du)$ tabel, oleh karena itu model regresi ini dinyatakan layak untuk dipakai. Hasil analisis tersebut dapat dilihat pada gambar dibawah ini:

Gambar 4.2.
Hasil Uji Autokorelasi dengan Durbin-Watson

Autokorelasi Positif	Daerah ragu-ragu	Tdk ada autokorelasi	Daerah ragu-ragu	Autokorelasi negatif
0	dl	du	4-du	4-dl
	1,4000	1,7228	2,2772	2,6000

(Nilai D-W statistik)

Nilai dl 1,4000 dan nilai du 1-7228 diperoleh dari tabel Durbin-Watson dengan $K=4$ dan jumlah sampel observasi 53. Dari gambar dapat dilihat

bahwa nilai D-W statistik berada di daerah bebas autokorelasi. Hal ini berarti dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi.

4.2.2.4. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Pada penelitian ini digunakan uji *Glejser* untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dengan kriteria pengambilan keputusan jika signifikan dari $t < 0.05$ H_0 ditolak (ada heteroskedastisitas) dan jika signifikan dari $t > 0.05$ H_0 diterima (tidak ada heteroskedastisitas). Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *Glejser* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.7.
Uji Heteroskedastisitas (Uji Glejser)

		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1	(Constant)	.849	.165		5.153	.000
	Lag_INST	.154	.329	.078	.467	.642
	Lag_MNGRL	.055	.041	.229	1.346	.185
	Lag_IOS	-.005	.140	-.006	-.039	.969
	Lag_FCF	.128	.100	.179	1.277	.208

a. Dependent Variable: Abs_Residual
Sumber : data diolah melalui SPSS, 2012

Dari hasil diatas dapat diketahui bahwa model regresi bebas dari masalah Heteroskedastisitas. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi variabel independen (Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Komisaris Independen, Komite Audit Independen, Ukuran Perusahaan, dan Asimetri Informasi) lebih besar dari tingkat signifikansi sebesar 0,05.

4.3. Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini untuk melakukan pengujian hipotesis adalah regresi berganda yang dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{LagY} = \alpha_0 + \beta_1 \text{LagINST} + \beta_2 \text{LagMNGRL} + \beta_3 \text{LagIOS} + \beta_4 \text{LagFCF} + e$$

Keterangan :

Y = Kebijakan Hutang

α = Konstanta

β_1 - β_4 = Koefisien Regresi

INST = Kepemilikan Institusi

MNGRL= Kepemilikan Manajerial

IOS = Set Kesempatan Investasi

FCF = *Free Cash Flow*

e = *Error*

Berdasarkan hasil analisis regresi telah dilakukan diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.8.
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Model		Coefficients ^a	
		Unstandardized Coefficients	
		B	Std. Error
1	(Constant)	.261	.262
	Lag_INST	-1.247	.524
	Lag_MNGRL	-.037	.066
	Lag_IOS	.758	.222
	Lag_FCF	.027	.159

a. Dependent Variable: Lag_Hutang

Sumber : SPSS, data diolah penulis

Berdasarkan hasil analisis regresi yang disajikan dalam tabel diatas , maka dapat dituliskan model regresi sebagai berikut :

$$\text{LagY} = 0,261 - 1,247\text{LagINST} - 0,037\text{LagMNGRL} + 0,758\text{LagIOS} + 0,027\text{LagFCF} + e$$

Dari persamaan di atas, dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Konstanta (α_0) sebesar 0,261 yang artinya jika semua variabel independen (Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas bebas) dianggap konstan maka nilai kebijakan hutang akan mengalami kenaikan sebesar 0,261.
- Koefisien regresi variabel Kepemilikan Institusional (X_1) sebesar -1,247 yang artinya jika variabel independen lain nilainya konstan dan nilai

kepemilikan institusional mengalami kenaikan 1, maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan 1,247.

- c. Koefisien regresi variabel Kepemilikan Manajerial (X_2) sebesar -0,037 yang artinya jika variabel independen lain nilainya tetap dan kepemilikan manajerial mengalami kenaikan 1, maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan 0,037.
- d. Koefisien regresi variabel Set Kesempatan Investasi (X_3) sebesar 0,758 yang artinya jika variabel independen lain nilainya tetap dan set kesempatan investasi mengalami kenaikan 1, maka kebijakan hutang akan mengalami kenaikan 0,758.
- e. Koefisien regresi Arus Kas Bebas (X_4) sebesar 0,027 yang artinya jika variabel independen lain nilainya tetap dan arus kas bebas mengalami kenaikan 1, maka kebijakan hutang akan mengalami kenaikan 0,027.

4.4. Uji Hipotesis

4.4.1. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Berikut adalah hasil penghitungan koefisien determinasi hipotesis :

Tabel 4.9.
Koefisien Determinasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.534 ^a	.285	.225	.8626349

a. Predictors: (Constant), Lag_FCF, Lag_IOS, Lag_INST, Lag_MNGRL

b. Dependent Variable: Lag_Hutang

Sumber : data diolah melalui SPSS, 2012

Pada koefisien determinasi diperoleh nilai adjusted R square sebesar 0,225. Hal ini berarti bahwa 22,5% variasi hutang dapat dijelaskan oleh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas. Sedangkan 77,8% lainnya dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain selain variabel independen tersebut.

4.4.2. Uji F

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen/terikat. Hasil uji F dalam penelitian dapat dilihat pada tabel di bawah ini :

Tabel 4.10. Hasil Uji F

ANOVA^b

Model		F	Sig.
1	Regression	4.779	.003 ^a
	Residual		
	Total		

Sumber : data diolah melalui SPSS, 2012

Pengujian menunjukkan nilai F sebesar 4,779 dengan signifikansi sebesar 0,003. Nilai signifikansi pengujian tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Karena probabilitas signifikansi jauh lebih kecil dari 0,05, maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi hutang atau dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian, persamaan model regresi bersifat fit atau layak digunakan.

4.4.3. Uji t

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hipotesis yang akan diuji adalah $H_0 : b_1 \geq 0$ independen tidak berpengaruh terhadap dependen dan $H_a : b_1 < 0$ independen berpengaruh terhadap dependen. Dengan kriteria pengambilan keputusan jika signifikan dari t hitung < 0.05 H_0 ditolak sedangkan jika signifikan dari t hitung > 0.05 H_0 diterima. Hasil dari uji t dapat dilihat dari tabel berikut :

Tabel 4.11. Hasil Uji t

		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
Model	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.261	.262		.996	.324
	Lag_INST	-1.247	.524	-.347	-2.380	.021
	Lag_MNGRL	-.037	.066	-.085	-.570	.571
	Lag_IOS	.758	.222	.430	3.411	.001
	Lag_FCF	.027	.159	.021	.171	.865

a. Dependent Variable: Lag_Hutang

Sumber : data diolah melalui SPSS, 2012

H1 : Kepemilikan Institusional

Berdasarkan nilai sig dari $t = 0,021 < 0,05$ maka H_0 ditolak dan Hipotesis diterima sehingga secara statistik terbukti bahwa terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional dengan hutang.

H2 : Kepemilikan Manajerial

Berdasarkan nilai sig dari $t = 0,571 > 0,05$ maka H_0 diterima dan Hipotesis ditolak sehingga secara statistik terbukti bahwa tidak terdapat pengaruh antara kepemilikan manajerial dengan hutang.

H3 : Set kesempatan Investasi

Berdasarkan nilai sig dari $t = 0,01 < 0,05$ maka H_0 ditolak dan Hipotesis diterima sehingga secara statistik terbukti bahwa terdapat pengaruh antara set kesempatan investasi dengan hutang.

H4 : Arus Kas Bebas

Berdasarkan nilai sig dari $t = 0,865 > 0,05$ maka H_0 diterima dan Hipotesis ditolak sehingga secara statistik terbukti bahwa tidak terdapat pengaruh antara arus kas bebas dengan hutang.

4.5. Pembahasan

4.5.1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Hutang

Pengujian hipotesis (H1) yang merupakan pengujian antara kepemilikan institusional terhadap hutang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional

berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien sebesar -1,247 serta nilai t sebesar -2,380 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,021. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat memberikan pengaruh negatif terhadap hutang perusahaan, artinya dengan adanya kepemilikan institusional dapat mengurangi kebijakan hutang yang diambil perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur di BEI periode 2009-2011 dapat memonitor perilaku manajemen perusahaan secara efektif. Sehingga manajemen akan bekerja untuk kepentingan pemegang saham. Adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fitriah dan Hidayat (2011) yang menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh pihak institusi maka akan mampu mengurangi kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nurvida dan Gugus (2008) dimana kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

4.5.2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Hutang

Pengujian hipotesis (H2) yang merupakan pengujian antara kepemilikan manajerial terhadap hutang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak

memiliki berpengaruh terhadap hutang perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien sebesar $-0,037$ serta nilai t sebesar $-0,570$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,571$. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak dapat memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, artinya dengan bertambahnya proporsi kepemilikan pihak manajemen tidak mampu menurunkan hutang perusahaan.

Hasil yang tidak signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang bisa disebabkan karena proporsi kepemilikan oleh manajer atau manajemen biasanya merupakan proporsi kepemilikan terkecil dibandingkan dengan proporsi kepemilikan lainnya seperti institusi maupun kepemilikan publik. Dapat dilihat pada statistik deskriptif penelitian bahwa rata-rata perusahaan pada periode penelitian memiliki proporsi kepemilikan manajerial hanya sebesar 6% . Sehingga adanya kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi pengambilan keputusan dalam pengambilan kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurvida dan Gugus (2008) dimana kepemilikan manajerial tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini juga didukung dengan penelitian yang dilakukan Putri dan Handayani (2009) dimana diperoleh kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

4.5.3. Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Hutang

Pengujian hipotesis (H3) yang merupakan pengujian antara set kesempatan investasi terhadap hutang menunjukkan bahwa set kesempatan investasi memiliki berpengaruh positif signifikan terhadap hutang perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien sebesar 0,758 serta nilai t sebesar 3,411 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,001. Hal ini menunjukkan bahwa set kesempatan investasi memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan, artinya dengan semakin besarnya kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan maka akan meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk meningkatkan hutangnya.

Hasil penelitian ini sesuai dengan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yaitu dengan *internal equity* dahulu, apabila *internal equity* dianggap tidak mencukupi baru menggunakan *eksternal finance*. Ketika perusahaan memiliki kesempatan untuk berinvestasi yang tinggi maka perusahaan akan mencari sumber dana mana yang akan diambil untuk mendanai investasinya. Apabila *internal equity* tidak mencukupi, maka perusahaan akan mencari sumber pendanaan dengan *eksternal financing* (hutang). Maka dapat disimpulkan apabila sebuah perusahaan memiliki set kesempatan investasi yang tinggi maka perusahaan akan meningkatkan hutangnya untuk pembiayaan investasi tersebut.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pagalung (2003) dan Herdinata (2009) dimana set kesempatan investasi memiliki hubungan yang signifikan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fitriah dan Hidayat (2011) dimana set kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Perbedaan hasil penelitian ini disebabkan karena perbedaan proksi pengukuran penelitian.

4.5.4. Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Hutang

Pengujian hipotesis (H4) yang merupakan pengujian antara arus kas bebas terhadap hutang menunjukkan bahwa arus kas bebas tidak memiliki berpengaruh terhadap hutang perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien sebesar 0.027 serta nilai t sebesar 0,171 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,865. Hal ini menunjukkan bahwa arus kas bebas tidak dapat memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, artinya dengan semakin besarnya nilai arus kas bebas yang dimiliki perusahaan tidak meningkatkan hutang perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wirjono (2009) dimana penelitian ini memperoleh hasil bahwa arus kas bebas tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fitriah dan Hidayat (2011) dimana hasil penelitian yang mereka lakukan menemukan terdapat pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan bahwa rata-rata perusahaan pada periode 2009-2011 sampel

penelitian memiliki arus kas bebas rendah atau tingkat fleksibilitas keuangan yang rendah sebagaimana dalam statistik deskriptif.

Dilihat dari *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen (1985) menyatakan bahwa *free cash flow* didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan nilai NPV positif didanai setelah membagi deviden. Apabila dilihat dari statistik rata-rata set kesempatan investasi perusahaan pada periode penelitian cukup tinggi yaitu sebesar 151 % dan nilai rata-rata perusahaan dalam periode penelitian tidak memiliki kas sisa. Maka hal ini menggambarkan bahwa pada periode penelitian perusahaan banyak melakukan investasi sehingga hal tersebut mengakibatkan perusahaan tidak mempunyai kas sisa karena telah digunakan untuk melakukan investasi. Oleh sebab itu, manajemen akan beranggapan bahwa perusahaan tidak membutuhkan pendanaan melalui hutang karena perusahaan sudah mampu memenuhi investasi-investasi yang dibutuhkan. Perbedaan hasil penelitian ini juga bisa disebabkan oleh perbedaan proksi pengukuran variabel penelitian. Pada penelitian sebelumnya rasio hutang dihitung dengan menggunakan proksi DER (*debt equity ratio*), sementara pada penelitian ini menggunakan proksi TIE (*time interest earned*).

4.5.5. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas terhadap Hutang

Dalam pengujian hipotesis dengan uji F, didapatkan nilai F hitung sebesar 4,779 dengan probabilitas signifikansi 0.003. karena probabilitas jauh lebih kecil dari 0.05, maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi

kebijakan hutang atau dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2009-2011. Dengan demikian, hipotesis penelitian ini diterima.

Nilai *adjusted R²* sebesar 0,225. Hal ini berarti bahwa 22.5% dari variasi variabel independen yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas mampu menjelaskan variabel dependen penelitian yaitu hutang. Sedangkan sisanya sebesar 77,8% adalah variasi dari variabel independen lain yang mempengaruhi variabel dependen tetapi tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Hasil penelitian ini mengartikan bahwa kebijakan hutang suatu perusahaan ditentukan oleh seberapa besar proporsi kepemilikan oleh pihak institusional dan manajerial dari total keseluruhan modal saham suatu perusahaan. Pengambilan keputusan kebijakan hutang juga dipengaruhi oleh seberapa besar perusahaan tersebut memiliki peluang untuk melakukan investasi. Perusahaan juga akan mempertimbangkan apabila arus kas bebas yang dimilikinya besar maka perusahaan tersebut akan menggunakan *internal equity* untuk melakukan investasi, namun apabila investasi tersebut membutuhkan dana yang lebih besar maka perusahaan akan mempertimbangkan hutang sebagai alternative pendanaan. Maka besar kecilnya arus kas bebas juga akan mempengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial set kesempatan investasi, dan arus kas bebas terhadap kebijakan hutang. Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 adapun dengan beberapa kriteria terkait dengan objek penelitian.

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan institusional yang diukur melalui melalui jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusional dibandingkan dengan total saham perusahaan terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sampel manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2009-2011. Hal ini menunjukkan adanya kepemilikan saham oleh pihak institusi dalam struktur kepemilikan saham di perusahaan dapat memonitor perilaku manajemen secara efektif. Sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai alat monitoring sudah diambil oleh kepemilikan institusional.

2. Kepemilikan manajerial yang diukur melalui melalui jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dibandingkan dengan total saham perusahaan terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sampel manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2009-2011. Hal ini menunjukkan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen dalam struktur kepemilikan saham di perusahaan tidak mampu dalam mempengaruhi manajemen dalam pengambilan keputusan manajemen mengenai kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena presentase kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan modal perusahaan masih merupakan presentase terkecil dalam perusahaan, sehingga tidak mempengaruhi manajemen dalam pengambilan kebijakan hutang.
3. Set kesempatan investasi yang diukur melalui proksi berdasarkan harga yaitu *market to book value of equity* (MVBE) terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sampel manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2009-2011. Hal ini membuktikan ketika kesempatan investasi yang dimiliki sebuah perusahaan tinggi, maka akan berdampak pula terhadap naiknya kebijakan hutang perusahaan.
4. Arus kas bebas yang diukur dengan arus kas bersih operasional dikurangi pengeluaran modal dan modal kerja bersih tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sampel manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2009-2011. Hal

menunjukkan adanya arus kas bebas pada perusahaan tidak mampu memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang, karena pada masa periode penelitian perusahaan-perusahaan tidak memiliki kelebihan kas. Tidak tersedianya kas tersebut disebabkan karena perusahaan mampu melakukan investasi menggunakan modalnya sendiri, sehingga perusahaan tidak memerlukan hutang pada sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2009-2011.

5. Kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas secara bersama-sama terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu :

1. Pengukuran variabel set kesempatan investasi (IOS) dalam penelitian ini menggunakan proksi berdasarkan harga dalam hal ini penelitian hanya menggunakan *market to book value of equity* (MVBE) sebagai pengukuran, dengan masih banyaknya pengukuran lain dalam proksi pengukuran berdasarkan harga.
2. Periode pengamatan dalam penelitian ini relatif pendek dan sampel yang digunakan hanya perusahaan manufaktur saja, dan juga terbatas pada kriteria penelitian yang menyebabkan sampel penelitian pada perusahaan manufaktur menjadi sedikit sehingga dikhawatirkan hasil penelitian ini tidak merepresentasikan keadaan sebenarnya.

3. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas mempengaruhi kebijakan hutang secara bersama-sama hanya terbatas sebesar 22,5 %, sehingga perlu dicari variabel lain yang mempengaruhi struktur modal di luar model ini.

5.3. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan penelitian tersebut, maka perlu dilakukan penyempurnaan terhadap penelitian yang dilakukan. Penyempurnaan yang disarankan penulis untuk penelitian sejenis selanjutnya yaitu :

1. Menggunakan model pengukuran lain dalam perhitungan set kesempatan investasi (IOS), tidak hanya terbatas dengan menggunakan proksi berdasarkan harga, karena masih terdapat proksi lain dalam pengukuran variabel set kesempatan investasi seperti proksi berdasarkan investasi dan variance. Dengan pengukuran berdasarkan proksi lainnya, diharapkan dapat dihasilkan pengukuran yang lebih valid dalam menggambarkan set kesempatan investasi.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas sampel yang digunakan, tidak hanya pada perusahaan manufaktur saja tetapi dapat dikembangkan dengan menggunakan sampel dari kelompok perusahaan lain seperti sektor pertanian, pertambangan, perbankan dan lainnya. Dan memperpanjang periode tahun penelitian.

3. Menambah variabel lain yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, misalnya ukuran perusahaan, kebijakan deviden, struktur asset dan variabel lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Anonim. 2009 .”TPI Bangkrut, 1082 Pekerja Terancam di PHK”.
<http://www.kapanlagi.com/showbiz/televisi/tpi-bangkrut-1083-pekerja-terancam-di-phk.html> (diakses tanggal 25 september 2012 pukul 21.30)
- Arieska, Metha dan Barbara Gunawan. 2011 .”*Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi dan Deviden Sebagai Variabel Moderasi*”. Jurnal Akuntansi dan Keuangan, vol. 13, No. 1, Mei 2011. Hal 12-23
- Atmajaya, Lukas setia. 2002.”*Menejemen Keuangan (edisi revisi)*”. Yogyakarta: Andi.
- Herdinata, Christian. 2007 .”*Kebijakan Pendanaan dan Deviden dengan Pendekatan Investment Opportunity Set*”. Jurnal Keuangan dan Perbankan, vol. 13, No. 2, Hal. 237-248.
- Dewi, Sisca Christianty. 2008 .”*Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Deviden*”. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, vol. 10, No. 1
- Diana, Devi Nurvida Avri dan Gugus Irianto. 2008 .”*Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*”. Emisi, vol. 1, No. 1, April 2008. hal. 1-16
- Fitriah, Furi K. dan Dina Hidayat. 2011 .”*Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang*”. Media Riset Akuntansi, vol. 1, No. 1, Februari 2011
- Ghozali, Imam. 2011 .”*Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*”. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hasan, M. Iqbal. 2008 .”*Pokok-Pokok Materi Statistik I Edisi 2*”. Jakarta : Salemba Empat
- Herdinata, Christian. 2007.”*Kebijakan Pendanaa dan Deviden dengan Pendekatan Investment Opportunity Set*”. Jurnal Keuangan dan Perbankan, vol. 13, No.2, Hal.237-248.
- Horngren, Charles, T dkk. 2007. Akuntansi.edisi ke 7 jilid 1.jakarta : Erlangga
- Houston, Brigham dan Eugene F. Brigham. 2006 .”*Fundamentals of Financial Manajemen Buku 2 Edisi 10*. Jakarta : Salemba Empat
- Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI). 2009 . *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan, Nomor 1*. Jakarta : Salemba Empat : Jakarta

- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009 ."*Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*". Jurnal Bisnis dan Akuntansi, vol. 11, No. 3, Desember 2009. Hal. 189-207
- Ismail, Hanif dan Darsono Prawironegoro. 2009 ."*Sistem Pengendalian Manajemen*". Jakarta : Mitra Wacana Media
- Keown, Arthur J. Dkk. 2008 ."*Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan Buku 1 Edisi 10*". PT Indeks
- Kieso, Donald E. Dkk. 2008 . "*Intermediate Accounting Edisi 12*". Jakarta : Erlangga
- Kusumawati, Rita dan M.Sodiq."Analisis Hubungan Kebijakan Hutang, Kebijakan Deviden, dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi". Jurnal Manajemen dan Bisnis, vol. 16, No. 1, Januari 2008. Hal. 75-82
- Machmud, Novita & Djakman, Chaerul D."Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Luas Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial". Jurnal SNA 11 Pontianak
- Mamduh, Hanafi. 2009 ."*Manajemen Keuangan*". BPFE : Yogyakarta
- Nurohim KP, Hasa. 2008 ."*Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal*". Jurnal Kajian Bisnis dan Manejemen SINERGI, vol. 10, No. 1, Januari, hal. 11-18
- Pagalung, Gagaring. 2003 ."*Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi*". Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, vol. 6, No. 3, Hal. 249-263
- Rawi dan Munawar Muchlish. 2010 ."*Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusi, Leverage dan Corporate Social Responsibility*". Purwokerto : Simposium Nasional Akuntansi 13
- Riyanto, Bambang. 2011 ."*Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan Edisi 4*".BPFE : Yogyakarta
- Rodoni, Ahmad dan Maratush Sholihah. 2006 ."*Pengujian Empiris Balance Theory, Pecking Order Theory dan signaling Theory Pada Struktur Modal Perusahaan di Indonesia*". Jurnal Ekonomi, vol. 5, No. 1, April 2006, hal. 17-30
- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011 ."*Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur*". Jurnal Bisnis dan Akuntansi, vol. 13, No. 1, April, Hlm. 39-56

- Sugiyono. 2007 . "*Statitiska untuk Penelitian*". Bandung : Alfabeta
- Susanto, Yulius Kurnia. 2011 . "*Kepemilikan Saham, Kebijakan Deviden, Karakteristik Perusahaan, Resiko Sistemik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang*". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, vol. 13, No. 3, Desember 2011. Hal. 195-210
- Soesetio, Yuli. 2007 . "*Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Deviden, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang*". *Jurnal Keuangan dan Perbankan* vol.12, No. 3, September 2008. hal. 384-398
- Sujoko dan Ugy Soebianto. 2007 . "*Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan*". *Jurnal Manajemen dan Mewirausahaan*, vol. 9, No. 1, hal. 41-48
- Yeniate dan Nicken Destriana. 2010 . "*Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* vol. 12, No. 1, April 2010. hal.1-16

Lampiran 1

DAFTAR SAMPEL PERUSAHAAN

No	Kode	Nama Emiten
1.	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk.
2.	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk.
3.	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk.
4.	LMSH	Lionmesh Prima Tbk.
5.	PICO	Pelangi Indah Canindi Tbk.
6.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
7.	SRSN	Indo Acidatama Tbk.
8.	BRNA	Berlina Tbk.
9.	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk.
10.	ASII	Astra International Tbk.
11.	GJTL	Gajah Tunggal Tbk.
12.	PRAS	Prima Alloy Steel Tbk.
13.	MYTX	Apac Citra Centertex Tbk.
14.	SSTM	Sunson Textille Manufacture Tbk.
15.	VOKS	VOksel Electricc Tbk.
16.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
17.	SKLT	Sekar Laut Tbk.
18.	ULTJ	Ultra Jaya Milk Tbk.
19.	GGRM	Gudang Garam Tbk.
20.	PYFA	Pyridam Farma Tbk.
21.	LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk.

Lampiran 2**DAFTAR HASIL PERHITUNGAN SAMPEL**

	Kode	Nama Emiten	X1	X2	X3	X4	Y
		Tahun 2008-2010	INST	KPMJ	IOS	FCF	TIE
1	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk	0.665	0.06462	1.413	-0.535	1107.644
			0.681	0.06872	1.178	-0.643	67.842
			0.666	0.12522	1.940	-0.653	-35.368
2	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk	0.838	0.01620	0.393	-1.052	0.129
			0.838	0.01604	0.512	-1.245	1.944
			0.838	0.01604	0.543	-1.086	3.555
3	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk	0.684	0.15543	0.732	-0.560	32.051
			0.684	0.15543	1.449	-0.440	21.673
			0.684	0.15543	1.077	-0.737	14.518
4	LMSH	Lionmesh Prima Tbk	0.322	0.25610	0.580	-0.886	3.950
			0.322	0.25610	0.985	-0.444	7.325
			0.322	0.25610	0.839	-0.604	13.282
5	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk	0.940	0.00080	0.765	0.211	1.585
			0.940	0.00080	0.615	0.219	1.685

			0.940	0.00080	0.584	0.194	1.572
6	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	0.850	0.00001	22.770	0.757	436.426
			0.850	0.00001	31.120	0.621	199.228
			0.850	0.00001	32.232	0.966	205.849
7	SRSN	Indo Acidatama Tbk	0.898	0.00001	1.847	-0.559	6.607
			0.853	0.00001	1.582	-0.569	8.578
			0.853	0.00001	1.289	-0.560	20.775
8	BRNA	Berlina Tbk	0.514	0.23340	0.461	-0.463	10.470
			0.514	0.23240	1.097	-0.226	3.002
			0.607	0.21870	0.995	0.021	3.470
9	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk	0.895	0.00352	3.025	-0.204	5.466
			0.895	0.00352	3.454	-0.098	5.829
			0.895	0.00352	3.067	-0.166	4.943
10	ASII	Astra International Tbk	0.501	0.00400	3.521	-0.052	26.301
			0.501	0.00400	4.479	-0.014	30.424
			0.501	0.00400	3.950	0.035	25.115
11	GJTL	Gajah Tunggal Tbk	0.617	0.00080	0.555	-0.154	2.724
			0.589	0.00080	2.273	-0.396	3.512

			0.597	0.00080	2.359	-0.537	3.045
12	PRAS	Prima Alloy Steel Tbk	0.452	0.06270	0.891	-1.404	-0.421
			0.452	0.05910	0.400	-0.318	1.089
			0.452	0.05910	0.555	-0.174	1.414
13	MYTX	Apac Citra Centertex Tbk	0.797	0.00001	3.351	24.545	-0.584
			0.797	0.00001	1.592	6.274	-0.915
			0.797	0.00001	5.173	9.868	-1.025
14	SSTM	Sunson Textile Manufacture Tbk	0.695	0.07510	0.934	-0.171	0.186
			0.895	0.07510	0.815	-0.637	-0.142
			0.890	0.08000	0.705	-0.504	-0.871
15	VOKS	Voksel Electric Tbk	0.429	0.00768	0.908	-0.260	2.030
			0.706	0.00768	0.970	-0.178	1.902
			0.487	0.00768	1.372	-0.296	8.637
16	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	0.501	0.00051	3.069	-0.099	3.002
			0.501	0.00061	2.550	-0.248	5.373
			0.501	0.00061	1.278	-0.249	7.767
17	SKLT	Sekar Laut Tbk	0.961	0.00120	0.913	-0.332	0.539
			0.961	0.00120	0.817	-0.294	1.999

			0.961	0.00120	0.787	-0.275	2.592
18	ULTJ	Ultra Jaya Milk Tbk	0.468	0.17970	1.406	-0.382	3.804
			0.466	0.17970	2.693	-0.267	5.777
			0.466	0.17970	2.224	-0.087	6.586
19	GGRM	Gudang Garam Tbk	0.731	0.00800	2.266	-0.479	11.695
			0.756	0.00800	3.631	-0.563	24.583
			0.756	0.00850	4.863	-0.722	27.030
20	PYFA	Pyridam Farma Tbk	0.539	0.23080	0.806	-0.221	3.478
			0.539	0.23080	0.880	-0.163	4.208
			0.539	0.23080	1.143	-0.463	7.066
21	LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk	0.775	0.00020	0.544	-0.363	1.567
			0.775	0.00020	0.678	-0.379	1.546
			0.775	0.00020	0.508	-0.484	1.588

Lampiran 3

Data Outlier

No.	Kode	ZINST	ZINSDR	ZIOS	ZFCF	Zhutang
1	DPNS	-0.09155	0.02173	-0.24665	-0.249	7.06358
		-0.00522	0.0679	-0.28575	-0.28007	0.19883
		-0.08616	0.70405	-0.15895	-0.28295	-0.48256
2	ALMI	0.84186	-0.52344	-0.41637	-0.39775	-0.24821
		0.84186	-0.52524	-0.39657	-0.45328	-0.23622
		0.84186	-0.52524	-0.39141	-0.40753	-0.22559
3	JPRS	0.01096	1.04419	-0.35996	-0.25619	-0.03746
		0.01096	1.04419	-0.24066	-0.22166	-0.10597
		0.01096	1.04419	-0.30255	-0.30712	-0.15321
4	LMSH	-1.9422	2.17766	-0.38525	-0.34999	-0.22298
		-1.9422	2.17766	-0.31786	-0.22281	-0.2007
		-1.9422	2.17766	-0.34216	-0.26885	-0.16137
5	PICO	1.3922	-0.69683	-0.35447	-0.03436	-0.23859
		1.3922	-0.69683	-0.37943	-0.03206	-0.23793
		1.3922	-0.69683	-0.38459	-0.03925	-0.23868
6	UNVR	0.90661	-0.70573	3.30706	0.12274	2.63222
		0.90661	-0.70573	4.69646	0.08361	1.06624
		0.90661	-0.70573	4.88149	0.18287	1.10995
7	SRSN	1.16559	-0.70573	-0.17443	-0.2559	-0.20544
		0.9228	-0.70573	-0.21852	-0.25878	-0.19243
		0.9228	-0.70573	-0.26728	-0.25619	-0.1119
8	BRNA	-0.90627	1.92208	-0.40505	-0.22828	-0.17993
		-0.90627	1.91082	-0.29923	-0.16009	-0.22924
		-0.40449	1.75657	-0.3162	-0.08902	-0.22615
9	YPAS	1.1494	-0.66621	0.02158	-0.15376	-0.21297
		1.1494	-0.66621	0.09297	-0.12326	-0.21057
		1.1494	-0.66621	0.02857	-0.14283	-0.21642
10	ASII	-0.97641	-0.6608	0.10412	-0.11003	-0.07542
		-0.97641	-0.6608	0.26352	-0.09909	-0.0482
		-0.97641	-0.6608	0.1755	-0.085	-0.08325
11	GJTL	-0.35053	-0.69683	-0.38941	-0.13938	-0.23107
		-0.50161	-0.69683	-0.10355	-0.209	-0.22587
		-0.45844	-0.69683	-0.08924	-0.24957	-0.22895
12	PRAS	-1.24079	0.00012	-0.3335	-0.49903	-0.25184
		-1.24079	-0.04042	-0.4152	-0.18656	-0.24187
		-1.24079	-0.04042	-0.38941	-0.14513	-0.23972

13	MYTX	0.62065	-0.70573	0.07583	6.96704	-0.25291
		0.62065	-0.70573	-0.21686	1.71009	-0.2551
		0.62065	-0.70573	0.379	2.74416	-0.25582
14	SSTM	0.07031	0.13973	-0.32635	-0.14427	-0.24783
		1.1494	0.13973	-0.34615	-0.27834	-0.24999
		1.12243	0.1949	-0.36445	-0.24008	-0.25481
15	VOKS	-1.36488	-0.61937	-0.33067	-0.16987	-0.23565
		0.12966	-0.61937	-0.32036	-0.14628	-0.2365
		-1.05194	-0.61937	-0.25347	-0.18023	-0.19204
16	INDF	-0.97641	-0.7001	0.02891	-0.12355	-0.22924
		-0.97641	-0.69897	-0.05745	-0.16642	-0.21358
		-0.97641	-0.69897	-0.26911	-0.16671	-0.19778
17	SKLT	1.50551	-0.69233	-0.32984	-0.19059	-0.2455
		1.50551	-0.69233	-0.34582	-0.17966	-0.23586
		1.50551	-0.69233	-0.35081	-0.17419	-0.23194
18	ULTJ	-1.15446	1.31745	-0.24781	-0.20498	-0.22394
		-1.16525	1.31745	-0.03366	-0.17189	-0.21092
		-1.16525	1.31745	-0.1117	-0.1201	-0.20558
19	GGRM	0.26455	-0.61577	-0.10471	-0.23288	-0.17185
		0.39944	-0.61577	0.12242	-0.25705	-0.08676
		0.39944	-0.61014	0.32742	-0.3028	-0.07061
20	PYFA	-0.77138	1.8928	-0.34765	-0.15865	-0.2261
		-0.77138	1.8928	-0.33533	-0.14196	-0.22128
		-0.77138	1.8928	-0.29157	-0.22828	-0.20241
21	LMPI	0.50195	-0.70359	-0.39124	-0.19951	-0.23871
		0.50195	-0.70359	-0.36895	-0.20411	-0.23885
		0.50195	-0.70359	-0.39723	-0.23432	-0.23857