

Kebijakan Hutang dengan Pendekatan Agency Theory pada Perusahaan *Property* dan *Real Estate*

Paryanti, Arya Samudra Mahardhika
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Putra Bangsa

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari kepemilikan institusional, profitabilitas, *investment opportunity set* dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016-2018. Jumlah sampel yang diambil sebanyak 43 perusahaan dengan teknik *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan ditemukan bahwa variabel bebas yaitu kepemilikan institusional dan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sementara variabel profitabilitas dan *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, profitabilitas dan *free cash flow* tidak mempengaruhi kebijakan hutang.

Kata Kunci: Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, *Investment Opportunity Set*, *Free Cash Flow*, Kebijakan Hutang

Debt Policy with Agency Theory Approach on Property and Real Estate Companies

Abstract

The purpose of this research was to identify the influence of institutional ownership, profitability, investment opportunity set and free cash flow on debt policy. This research was conducted on property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2016-2018. The number of samples taken 43 companies with a purposive sampling techniques. Multiple linear regression was used to be data analysis. Summary of research conducted found that the independent variables namely institutional ownership and investment opportunity set have influence to debt policy. While profitability and free cash flow did not have effect on the debt policy. Institutional ownership have negative effect on debt policy, investment opportunity set have positive effect on debt policy, profitability and free cash flow have no effect on debt policy.

Keywords: *Institutional Ownership, Profitability, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Debt Policy.*

PENDAHULUAN

Sektor *property* dan *real estate* merupakan salah satu indikator dari pertumbuhan ekonomi suatu negara. Menurut Dahar *et al.* (2019), investasi pada sektor *property* dan *real estate* umumnya bersifat jangka panjang dan bertumbuh sejalan dengan pertumbuhan ekonomi. Akan tetapi, pertumbuhannya sangat sensitif terhadap indikator makro ekonomi, seperti pertumbuhan ekonomi, laju inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah. Sejak krisis ekonomi tahun 1998, banyak perusahaan pengembang mengalami kesulitan karena memiliki hutang yang didominasi oleh dollar Amerika dalam jumlah yang besar, yang telah dipinjamnya pada saat sebelum krisis ekonomi guna membangun *property*. Krisis ekonomi menyebabkan bunga kredit melonjak hingga 50% sehingga pengembang mengalami kesulitan untuk membayar cicilan kreditnya.

Menurut Indraswary *et al.* (2016), industri *property* dan *real estate* merupakan salah satu sektor yang memberikan sinyal jatuh atau sedang banggunya perekonomian suatu negara. Hal ini menandakan bahwa semakin banyak perusahaan yang bergerak dibidang sektor *property* dan *real estate* mengindikasikan semakin berkembangnya perekonomian di Indonesia. Sektor *property* dan *real estate* menjadi salah satu industri yang turut menjadi incaran investor di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dahar *et al.* (2019) menyatakan bahwa investasi di sektor *property* dan *real estate* merupakan salah satu investasi yang memiliki prospek yang baik. Maka dari itu, menurut CNBC 2018 *property* menjadi pilihan investor untuk mengamankan asetnya.

Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia (BEI) sampai dengan akhir tahun 2018 terdapat total 555 perusahaan yang telah mencatatkan sahamnya di pasar modal Indonesia (www.idx.co.id). Dari total tersebut termasuk di dalamnya terdapat 53 perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Hal tersebut menunjukkan bahwa salah satu bisnis investasi yang sedang *booming* di masyarakat Indonesia adalah menginvestasikan uang dalam bentuk tanah atau *property*. Dengan demikian, maka mengakibatkan industri sektor *property* dan *real estate* terus berkembang pesat dan semakin banyak perusahaan yang ikut andil dalam pemanfaatan peluang ini.

Dalam rangka mengembangkan perusahaan, manajemen berkeinginan mempunyai dana yang besar agar dapat melakukan ekspansi dan meningkatkan nilai perusahaan. Seiring perkembangan ekonomi dan tuntutan perkembangan usaha mengakibatkan pendanaan dari dalam perusahaan saja tidak cukup dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Manajemen perusahaan dituntut untuk mendapat tambahan dana yang bersumber dari luar perusahaan yaitu dari para kreditur selaku pihak ketiga atau berhutang.

Setiap perusahaan pasti membutuhkan hutang untuk alternatif pendanaan selain dari modal sendiri atau dari laba ditahan, untuk itu diperlukan suatu keputusan untuk menetapkan kebijakan hutang yang tidak merugikan perusahaan di masa yang akan datang. Kebijakan hutang atau *debt policy* merupakan keputusan perusahaan untuk memperoleh dana dari pihak ketiga untuk melakukan investasi. Sheisarvian *et al.*(2015) menyatakan bahwa pembuatan kebijakan hutang tidak mudah karena dalam suatu perusahaan terdapat banyak pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda-beda, sehingga dalam pembuatan keputusan tidak akan terlepas dari konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan. Konflik keagenan terjadi antara manajer dengan pemegang saham. Menurut Prathiwi dan Yadnya (2017), konflik keagenan tersebut dapat diminimalisir dengan suatu mekanisme pengawasan, tetapi diperlukan biaya keagenan hutang atau yang disebut *agency cost*.

Perusahaan yang menarik untuk diteliti adalah perusahaan sub sektor *property* dan *real estate*. Fenomena yang terjadi pada perusahaan *property* dan *real estate* menunjukkan nilai dari sisi kebijakan hutang. Berikut disajikan tabel *debt to equity ratio* pada sampel perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018 :

Tabel 1. Rata-rata kebijakan hutang (DER) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memiliki total aset terbesar periode 2016-2018

No.	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan	DER		
			2016	2017	2018
1	APLN	Agung Podomoro Land Tbk.	1,58	1,50	1,42
2	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk.	1,81	1,42	1,19

INOVASI

3	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	0,57	0,57	0,72
4	CTRA	Ciputra Development Tbk.	1,03	1,05	1,06
5	DILD	Intiland Development Tbk.	1,34	1,08	1,18
6	LPKR	Lippo Karawaci Tbk.	1,07	0,90	0,98
7	PWON	Pakuwon Jati Tbk.	0,88	0,83	0,63
Rata-rata			1,18	1,05	1,03

Berdasarkan Tabel 1. dapat dilihat bahwa rata-rata nilai DER perusahaan *property* dan *real estate* mengalami penurunan dari periode tahun 2016 hingga tahun 2018. Nilai rata-rata DER tertinggi terjadi pada tahun 2016 yaitu sebesar 1,18 dan yang terendah terjadi pada tahun 2018 yaitu sebesar 1,03. Menurut Permada (2019), rata-rata DER standar industri sebesar 0,90. Dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan *property* dan *real estate* memiliki rata-rata DER yang cukup tinggi dan melebihi standar industri selama tiga tahun berturut-turut. Hal ini menandakan bahwa perusahaan *property* dan *real estate* masih berada dalam kondisi yang kurang baik. Hal ini disebabkan karena semakin tinggi rasio hutang, maka semakin tinggi pula risiko yang akan diterima oleh perusahaan. Penelitian ini menarik untuk diteliti karena rata-rata *debt to equity ratio* perusahaan selama tiga tahun melebihi batas wajar rasio hutang pada perusahaan *property* dan *real estate*.

Menurut Indraswary *et al.* (2016); Trisnawati (2016); Prathiwi dan Yadnya (2017); Putra dan Ramadhani (2017); Soraya dan Permanasari (2017); ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, diantaranya adalah kepemilikan institusional, profitabilitas, *investment opportunity set* dan *free cash flow*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa tidak hanya hutang saja yang penting dalam struktur modal namun presentase dari kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dan institusional juga penting. Investor institusional dapat mengawasi perilaku *opportunistic* manajemen perusahaan terutama berkaitan dengan kebijakan hutang.

Sandy *et al.* (2015) mendefinisikan kepemilikan saham institusional adalah prosentase saham yang dimiliki institusi di atas lima persen (5%) dan tidak termasuk dalam golongan kepemilikan saham oleh manajer. Menurut Kazemian dan Sanusi (2015), kepemilikan institusional memiliki kemampuan, sumber daya dan kemampuan untuk memonitor manajer. Adanya kepemilikan institusional menyebabkan perilaku manajer lebih terkontrol dengan baik oleh pihak pemegang saham eksternal. *Monitoring* yang efektif dari pihak institusional terhadap kinerja manajemen dapat menyebabkan penggunaan hutang menurun karena manajemen akan berhati-hati dalam memperoleh pinjaman.

Selain kepemilikan institusional, profitabilitas juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Sheisarvian *et al.* (2015) menyatakan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan atas kegiatan usaha perusahaan selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan bersih pada laporan laba rugi saat akhir tahun. Pada tingkat profitabilitas yang rendah, perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasional, namun pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini disebabkan karena perusahaan diasumsikan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber dana internal dan menggunakan hutang dalam tingkat yang rendah, tetapi saat profitabilitas perusahaan rendah, perusahaan akan menggunakan hutang yang tinggi.

Selain profitabilitas, *investment opportunity set* juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. *Investment opportunity set* merupakan set kesempatan berinvestasi yang dapat dijadikan alat kontrol untuk menentukan kebijakan hutang dalam perusahaan. *Investment opportunity set* dijadikan dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh. Wariantio dan Rusiti (2014) menyatakan bahwa *investment opportunity set* merupakan kesempatan perusahaan untuk tumbuh. Megawati dan Kurnia (2015) menyatakan bahwa set peluang investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Selain *investment opportunity set*, *free cash flow* juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Menurut Akbar dan Ruzikna (2017), semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Jadi saat perusahaan memiliki *free cash flow*

yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dalam mendanai perusahaannya.

Menurut *agency theory*, perbedaan kepentingan adalah dasar dari timbulnya konflik antara manajemen dan pemilik perusahaan, terutama yang terkait dengan pendanaan. Terjadinya konflik yang timbul akibat terjadinya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang terkait dengan kebijakan hutang perusahaan, akan menimbulkan suatu biaya yang digunakan untuk *monitoring* manajemen perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *property* dan *real estate*.

Perusahaan *property* dan *real estate* adalah perusahaan yang bergerak dibidang pengembangan jasa dengan memfasilitasi pembangunan kawasan-kawasan yang terpadu dan dinamis. Alasan memilih perusahaan *property* dan *real estate* karena semakin banyaknya pengembangan di sektor perumahan, apartemen, pusat-pusat perbelanjaan dan gedung perkantoran sehingga banyak perusahaan yang mengalami kenaikan hutang sebagai salah satu bentuk pengembangan usaha sehingga membutuhkan tambahan dana dari luar yaitu hutang. Kebijakan hutang (DER) merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen untuk memperoleh sumber pembiayaan yang diperuntukkan bagi aktivitas operasional perusahaan.

Kajian Pustaka

Agency Theory

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa teori keagenan (*agency theory*) adalah suatu teori yang menjelaskan hubungan kerjasama antara pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan. Pemilik perusahaan (*principal*) mendelegasikan wewenang kepada manajemen perusahaan untuk mengelola perusahaan dan mengambil keputusan. Semua hak dan tanggung jawab pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan akan ditentukan dalam kontrak hubungan pekerjaan. Sedangkan agent merupakan pihak yang bertindak sebagai pembuat keputusan di dalam perusahaan demi menambah kesejahteraan dari *principal*.

Menurut *agency theory*, perbedaan kepentingan adalah dasar dari timbulnya konflik antara manajemen dan pemilik perusahaan, terutama yang terkait dengan pendanaan. Kebijakan hutang merupakan salah satu kebijakan pendanaan dalam perusahaan. Pembuatan kebijakan hutang tidak mudah karena dalam suatu perusahaan terdapat banyak pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda-beda, sehingga dalam pembuatan keputusan tidak akan terlepas dari konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan. Terjadinya konflik yang timbul akibat terjadinya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang terkait dengan kebijakan hutang perusahaan, akan menimbulkan suatu biaya yang digunakan untuk *monitoring* manajemen perusahaan.

Menurut Myers (1984), *pecking order theory* merupakan penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Ketika manajemen ingin mendanai sebuah proyek baru, mereka akan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu. Menurut Soraya dan Permanasari (2017), jika pendanaan internal tidak mencukupi, maka manajer akan membutuhkan dana eksternal seperti hutang. Menurut Dewa *et al.* (2019), perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Kondisi ini tidak disebabkan karena mereka memiliki target *debt ratio* yang rendah, namun karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung memiliki hutang yang lebih besar karena dana internalnya tidak cukup untuk melakukan kegiatan operasional perusahaan dan hutang merupakan sumber pendanaan dari luar yang lebih disukai.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang atau *debt policy* merupakan keputusan perusahaan untuk memperoleh dana dari pihak ketiga untuk melakukan investasi. Sheisarvian *et al.* (2015) menyatakan bahwa pembuatan kebijakan hutang tidak mudah karena dalam suatu perusahaan terdapat banyak pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda-beda, sehingga dalam pembuatan keputusan tidak akan terlepas dari konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan. Menurut Rodoni dan Ali (2014), manajer selaku pengelola perusahaan harus memilih kombinasi sumber dana perusahaan dengan teliti karena setiap sumber dana memiliki konsekuensi *financial* yang berbeda-beda, termasuk hutang yang dirasakan lebih berisiko mengancam likuiditas perusahaan.

Kepemilikan Institusional

Akbar dan Ruzikna (2017) menyatakan bahwa kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Menurut Soraya dan Permanasari (2017), untuk menghindari kemungkinan para pemegang saham institusional menjual sahamnya, manajemen perusahaan perlu berhati-hati dalam membuat keputusan. Pihak manajemen perusahaan juga harus menunjukkan prospek yang baik dimasa depan kepada para pemegang saham institusional.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan saham institusional yang semakin tinggi, menyebabkan kontrol eksternal terhadap perusahaan semakin kuat, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan. *Agency Theory* menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang semakin tinggi pada perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan. Hal ini disebabkan karena timbulnya suatu pengawasan oleh lembaga institusi lain seperti bank dan asuransi terhadap kinerja perusahaan. Apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar untuk mendanai proyek yang beresiko tinggi mempunyai kemungkinan kegagalan, maka pemegang saham institusional tersebut dapat langsung menjual saham yang dimilikinya. Penjelasan tersebut didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Soraya dan Permanasari (2017); Trisnawati (2016); Purnianti dan Putra (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Profitabilitas

Selain kepemilikan institusional, profitabilitas juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Kasmir (2015) menyatakan bahwa rasio profitabilitas adalah rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan atau laba dalam suatu periode tertentu. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan yang ditunjukkan dari laba yang dihasilkan dari penjualan atau dari pendapatan investasi. Sudaryo dan Pratiwi (2016) menyatakan bahwa perusahaan harus memperhatikan profitabilitasnya, karena untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan berada dalam keadaan untung atau laba. *Pecking order theory* menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan justru tingkat hutang akan semakin kecil, hal itu dikarenakan perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi memiliki sumber dana internal yang tinggi pula sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu. Sebaliknya, suatu perusahaan yang tingkat profitabilitasnya rendah cenderung memiliki hutang yang lebih tinggi. Penjelasan tersebut didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Sheisarvian *et al.* (2015) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Investment Opportunity Set

Selain profitabilitas, *investment opportunity set* juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Menurut Purnami dan Artini (2016), *investment opportunity set* merupakan suatu kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan-pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *net present value* positif. Perusahaan yang memiliki peluang investasi yang semakin meningkat maka penggunaan hutang juga akan semakin meningkat. Adanya peluang investasi tinggi tentunya akan dimanfaatkan oleh perusahaan, namun perusahaan akan membutuhkan dana yang cukup besar juga untuk memanfaatkan kesempatan investasi tersebut. Penjelasan tersebut didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Megawati dan Kurnia (2015) menyatakan bahwa *investment opportunity set* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Free Cash Flow

Selain *investment opportunity set*, *free cash flow* juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Brigham & Houston (2014) mendefinisikan *free cash flow* (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 aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Menurut Oktariyani dan Hasanah (2019), semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia yang salah satunya bisa dimanfaatkan untuk kebijakan hutang perusahaan. Jadi, saat perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dalam mendanai perusahaannya. Penjelasan tersebut didukung hasil penelitian

yang dilakukan oleh Indraswary *et al.* (2016) menyatakan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan utang.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Obyek dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, profitabilitas, *investment opportunity set*, *free cash flow* dan kebijakan hutang. Subyek penelitian ini adalah perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melaporkan laporan keuangannya secara rutin periode 2016-2018. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak pada sub sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2016-2018. Jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 53 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* merupakan teknik penentuan sampel dengan menggunakan pertimbangan atau kriteria tertentu. Perusahaan yang memenuhi syarat dari kriteria penentuan sampel sebanyak 43 perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada periode 2016 – 2018. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data kuantitatif. Cara pengumpulan data yang digunakan adalah dokumentasi, yaitu dengan cara mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji data sekunder yang berupa laporan keuangan perusahaan *property* dan *real estate* yang dipublikasikan oleh BEI melalui Indonesian IDX periode Tahun 2016-2018, yang dapat diakses melalui website www.idx.co.id.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2. Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation
INST	129	.00000	.99990	75.10992	.5822474	.26082185
ROA	129	-.09242	.35890	5.27674	.0409050	.06048208
MVE/BVE	129	.06780	12.91350	188.75135	1.4631888	2.01322325
FCF	129	-.27897	.12566	.71519	.0055441	.06113177
DER	129	.02875	3.70096	101.64608	.7879541	.69081448
Valid N (listwise)	129					

Berdasarkan Tabel 2. memperlihatkan hasil uji statistik deskriptif masing– masing variabel sebagai berikut : Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai minimum sebesar 0,00000 yang dimiliki oleh PT. Binakarya Jaya Abadi Tbk. (BIKA) pada tahun 2016, 2017 dan 2018. Selain itu, nilai paling rendah (*minimum*) adalah sebesar 0,00000 juga dimiliki oleh PT. Pikko Land Development Tbk. (RODA) pada tahun 2016 dan 2017. Nilai paling tinggi (*maximum*) adalah sebesar 0,99990 yang dimiliki oleh PT. Intiland Development Tbk (DILD) pada tahun 2017. Kepemilikan institusional memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 0,5822474 dengan standar deviasi sebesar 0,26082185. Variabel profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar -0,09242 yang dimiliki oleh PT. Metro Realty Tbk. (MTSM) pada tahun 2018. Nilai paling tinggi (*maximum*) adalah sebesar 0,35890 yang dimiliki oleh PT. Fortune Mate Indonesia Tbk. (FMII) pada tahun 2016. Profitabilitas memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 0,0409050 dengan standar deviasi sebesar 0,06048208. Variabel *investment opportunity set* memiliki nilai minimum sebesar 0,06780 yang dimiliki oleh PT. Indonesia Prima Property Tbk. (OMRE) pada tahun 2016. Nilai paling tinggi (*maximum*) adalah sebesar 12,91350 yang dimiliki oleh PT. Plaza Indonesia Realty Tbk. (PLIN) pada tahun 2017. *Investment opportunity set* memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 1,4631888 dengan standar deviasi sebesar 2,01322325. Variabel *free cash flow* memiliki nilai minimum sebesar -0,27897 yang dimiliki oleh PT. Lippo Cikarang Tbk. (LPCK) pada tahun 2017. Nilai paling tinggi (*maximum*) adalah sebesar 0,12566 yang dimiliki oleh PT. Fortune Mate Indonesia Tbk. (FMII) pada tahun 2016. *Free cash flow* memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 0,0055441 dengan standar deviasi sebesar 0,06113177. Variabel kebijakan hutang memiliki nilai minimum sebesar 0,02875 yang dimiliki oleh PT. Eureka Prima Jakarta Tbk. (LCGP) pada tahun 2018. Nilai paling tinggi (*maximum*) adalah sebesar 3,70096 yang dimiliki oleh PT. Plaza Indonesia Realty Tbk (PLIN) pada tahun 2017. Kebijakan hutang memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 0,7879541 dengan standar deviasi sebesar 0,69081448.

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		129
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.32125417
Most Extreme Differences	Absolute	.045
	Positive	.045
	Negative	-.033
Test Statistic		.045
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. This is a lower bound of the true significance.

Berdasarkan Tabel 3. di atas, hasil uji normalitas menggunakan *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan bahwa data berdistribusi normal dengan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,200 yang berada diatas 0,05 yang berarti data residual terdistribusi secara normal.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Coefficients^a

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
Ln_INST	.912	1.097
Ln_ROA	.770	1.299
Ln_MVE	.912	1.097
Ln_FCF	.809	1.236

a. Dependent Variable: Ln_DER

Berdasarkan Tabel 4., dapat diketahui bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *Tolerance* > 0,10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Hasil perhitungan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama yaitu tidak ada satu variabel independen yang memiliki nilai VIF < 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi pada penelitian ini.

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedasitas

			Unstandardized Residual
Spearman's rho	Ln_INST	Correlation Coefficient	-.055
		Sig. (2-tailed)	.534
		N	129
	Ln_ROA	Correlation Coefficient	.087
		Sig. (2-tailed)	.325
		N	129
	Ln_MVE	Correlation Coefficient	-.002
		Sig. (2-tailed)	.986
		N	129
	Ln_FCF	Correlation Coefficient	-.020
		Sig. (2-tailed)	.826
		N	129
Unstandardized Residual		Correlation Coefficient	1.000
		Sig. (2-tailed)	.
		N	129

Berdasarkan Tabel 5., dapat diketahui bahwa nilai signifikansi atau *Sig. (2-tailed)* variabel kepemilikan institusional (X1) sebesar 0,534, variabel profitabilitas (X2) sebesar 0,325, variabel *investment opportunity set* (X3) sebesar 0,986 dan variabel *free cash flow* (X4) sebesar 0,826. Karena nilai empat variabel independen tersebut lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala heteroskedastisitas pada penelitian ini.

Tabel 6. Hasil Uji Autokorelasi

Runs Test	
	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-.00235
Cases < Test Value	64
Cases >= Test Value	65
Total Cases	129
Number of Runs	68
Z	.443
Asymp. Sig. (2-tailed)	.658

a. Median

Berdasarkan Tabel 6., menunjukkan bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,658 lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi pada penelitian ini. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linear berganda dengan bantuan SPSS 25.0. Hasil persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 7. sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
(Constant)	.571	.082		6.959	.000
Ln_INST	-.344	.169	-.181	-2.039	.044
Ln_ROA	-.662	.589	-.109	-1.125	.263
Ln_MVE	.178	.057	.276	3.107	.002
Ln_FCF	-.431	.509	-.080	-.845	.400

a. Dependent Variable: Ln_DER

Berdasarkan Tabel 7., dapat dikembangkan persamaan regresi linear berganda dalam penelitian ini sebagai berikut :

$$Y = 0,571 - 0,344 X_1 - 0,662 X_2 + 0,178 X_3 - 0,431 X_4 + e$$

Berdasarkan Tabel 7., pengaruh variabel kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang ditemukan koefisien regresi sebesar -0,344 dan $Sig.t = 0,044 < 0,05$, maka hipotesis diterima, ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif secara parsial terhadap kebijakan hutang. Pengaruh variabel profitabilitas terhadap kebijakan hutang ditemukan koefisien regresi sebesar -0,662 dan $Sig.t = 0,263 > 0,05$, yang artinya hipotesis ditolak, ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan hutang. Pengaruh variabel *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang ditemukan koefisien regresi 0,178 dan $Sig.t = 0,002 < 0,05$, maka hipotesis diterima, ini berarti kepemilikan institusional berpengaruh positif secara parsial terhadap kebijakan hutang. Pengaruh variabel *free cash flow* terhadap kebijakan hutang ditemukan koefisien regresi -0,431 dan $Sig.t = 0,400 > 0,05$, maka hipotesis ditolak, ini menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan hutang.

Tabel 8. Hasil Uji Kelayakan Model

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1.553	4	.388	3.645	.008 ^b
Residual	13.210	124	.107		
Total	14.764	128			

a. Dependent Variable: Ln_DER

b. Predictors: (Constant), Ln_FCF, Ln_INST, Ln_MVE, Ln_ROA

Berdasarkan Tabel 8., hasil yang diperoleh nilai signifikansi 0,008 dan nilai F_{hitung} sebesar 3,645 > F_{tabel} sebesar 2,44, sehingga model ini layak digunakan sebagai penelitian. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, profitabilitas, *investment opportunity set* dan *free cash flow* berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan hutang.

Tabel 9. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.568 ^a	.323	.301	.16069

a. Predictors: (Constant), Ln_FCF, Ln_INST, Ln_MVE, Ln_ROA

Berdasarkan Tabel 9. menunjukkan hasil adjusted R^2 sebesar 0,301, yang berarti bahwa sebesar 30,1 persen perubahan kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI selama periode 2016–2018 dipengaruhi oleh variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, *investment opportunity set* dan *free cash flow*, sedangkan sisanya sebesar 69,9 persen dipengaruhi oleh variabel lain di luar model regresi.

Hasil penelitian ini dapat membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018. Hasil penelitian ini juga menyatakan bahwa dengan persentase kepemilikan institusional yang tinggi, yaitu rata-rata 58,22 persen dari struktur modal saham suatu perusahaan, maka pihak institusional termasuk pemegang saham mayoritas dalam struktur kepemilikan saham suatu perusahaan. Pihak institusional sebagai pemegang saham mayoritas akan lebih konservatif dalam mengambil keputusan mengenai pendanaan yang berasal dari hutang. Hal ini berarti semakin tinggi kepemilikan institusional maka investor akan semakin efektif dalam memonitori perilaku manajemen.

Menurut *agency theory*, adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh pemilik saham institusional yang akan mengurangi *agency cost of debt*. Soraya dan Permanasari (2017) menyatakan bahwa semakin besar persentase jumlah saham yang dimiliki pihak institusional akan membuat perusahaan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan. Penggunaan hutang yang besar dapat menyebabkan pihak institusional melakukan pengawasan yang lebih ketat terhadap perusahaan. Hal tersebut dikarenakan kekhawatiran mereka atas penggunaan hutang yang dapat menyebabkan kerugian perusahaan yang berdampak pada harga saham yang dimiliki oleh pihak institusional. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Soraya dan Permanasari (2017); Trisnawati (2016); Purnianti dan Putra (2016); Indraswary *et al.* (2016) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini dapat membuktikan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018. Hal ini berarti tinggi rendahnya profitabilitas yang dimiliki perusahaan tidak akan menentukan apakah kebijakan hutang perusahaan akan tinggi atau rendah. Hal ini disebabkan karena perusahaan dapat menggunakan *internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan sehingga perusahaan tidak memerlukan hutang. Ramadhani dan Barus (2018) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena banyaknya aset perusahaan yang tidak produktif sehingga laba bersih yang dihasilkan atas total aset yang dimiliki perusahaan tidak digunakan untuk investasi jangka panjang melainkan hanya untuk kegiatan operasional perusahaan yaitu penjualan. *Pecking order*

theory menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki sumber dana internal yang cukup sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ramadhani dan Barus (2018) yang menyatakan bahwa variabel profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini dapat membuktikan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Megawati dan Kurnia (2015) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini dapat membuktikan bahwa ketika *investment opportunity set* yang dimiliki perusahaan tinggi maka perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutang nya. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan akan memilih pendanaan sesuai dengan urutan risikonya. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal daripada dana eksternal. Jika dana internal perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan lebih menyukai pendanaan dengan menerbitkan hutang daripada penerbitan saham baru. Karena, biaya emisi untuk penerbitan saham baru akan lebih besar daripada biaya penerbitan hutang. Selain itu, penerbitan saham baru akan mempengaruhi struktur kepemilikan dalam perusahaan tersebut. Manajer juga khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh investor, sehingga akan membuat harga saham akan turun. Dengan demikian, semakin tinggi *investment opportunity set* yang dimiliki perusahaan maka membuka peluang penggunaan hutang yang semakin besar juga.

Hasil penelitian ini dapat membuktikan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (2016); Akbar dan Ruzikna (2017) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini berarti tinggi rendahnya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tidak akan menentukan apakah kebijakan hutang perusahaan akan tinggi atau rendah. Karena semakin banyak tersedianya *free cash flow* perusahaan tidak membutuhkan pendanaan dari luar berupa hutang.

SIMPULAN

Berdasarkan pembahasan yang telah diuraikan, maka diperoleh simpulan bahwa, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Saran yang dapat diberikan pada penelitian ini, berdasarkan pada hasil analisis, pembahasan dan simpulan adalah sebagai berikut: 1.) diharapkan investor sebelum memutuskan untuk berinvestasi di perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dapat mempertimbangkan dan menganalisa informasi mengenai komposisi hutang perusahaan (hutang jangka panjang atau hutang jangka pendek). Hal ini dikarenakan hutang dapat meningkatkan risiko. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal. 2.) diharapkan investor dapat memperhatikan variabel kepemilikan institusional dan *investment opportunity set* yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang sebelum memutuskan untuk berinvestasi di perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, 3.) diharapkan perusahaan agar dapat mengurangi rasio hutang perusahaan agar risiko perusahaan semakin berkurang dan investor tertarik untuk menanamkan sahamnya kepada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, 4.) diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan dalam upaya pemilihan keputusan pendanaan perusahaan serta memberikan gambaran mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Bagi perusahaan hendaknya lebih memfokuskan pada kepemilikan institusional dan *investment opportunity set* yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Akbar, D., & Ruzikna, R. (2017). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Free Cash Flow, Struktur Aset, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Sub Sektor Otomotif dan Komponen yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Bei). *Jurnal Online Mahasiswa Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Riau*, 4(2).

- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2014. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 10. Jakarta : Salemba Empat.
- CNBC Indonesia 2018 : www.cnbcindonesia.com. Diakses pada tanggal 2 Oktober 2019 pukul 08:20.
- Dahar, R., Yanti, N. S. P., & Rahmi, F. (2019). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Return On Equity Terhadap Nilai Perusahaan Property and Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Dharma Andalas*, 21(1).
- Indonesia Stock Exchange: www.idx.co.id. Diakses pada tanggal 2 Oktober 2019 pukul 11:20.
- Indraswary, H. U., Raharjo, K., & Andini, R. (2016). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar di BEI tahun 2010-2014. *Journal Of Accounting*, 2(2).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4).
- Kasmir. 2015. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : Raja Grafindo Persada.
- Kazemian, S., & Sanusi, Z. M. (2015). *Earnings management and ownership Structure*. *Procedia Economics and Finance*, 31.
- Megawati dan Kurnia. (2015). Pengaruh Insider Ownership, Investment Opportunity Set (Ios), Pertumbuhan Perusahaan Dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Kajian Manajemen Bisnis*, 4(1).
- Myers, Stewart C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 39.
- Myers, Stewart C. (1984). Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39.
- Oktariyani, O., & Hasanah, A. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Likuiditas dan Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 3(1).
- Permada, D. N. R. (2019). Pengaruh Quick Ratio, Der, dan Working Capital Turnover terhadap Pertumbuhan Laba PT Wijaya Karya Tbk tahun 2007–2017. *Jurnal SEKURITAS (Saham, Ekonomi, Keuangan dan Investasi)*, 2(3).
- Prathiwi, D. I., & Yadnya, I. P. (2017). Pengaruh free cash flow, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. *E-Jurnal Manajemen*, 6(1).
- Purnami, K. D. A., & Artini, L. G. S. (2016). Pengaruh Investment Opportunity Set, Total Asset Turn Over dan Sales Growth Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Manajemen*, 5(2).
- Purnianti, N. K. A., & Putra, I. W. (2016). Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Non Keuangan. *E-Jurnal Akuntansi*, 14(1).
- Putra, D., & Ramadhani, L. (2017). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Jasa yang Listing di BEI Tahun 2013-2015. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 8(1).
- Ramadhani, S., & Barus, A. C. (2018). Kebijakan Hutang pada Perusahaan Sektor Utama yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil: JWEM*, 8(2).
- Rodoni, Ahmad dan Herni Ali. 2014. *Manajemen Keuangan Modern*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Sandy, Syeldila, dan Lukviarman Luki. (2015). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Tax Avoidance: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur. *JAAI*, 19(2).
- Sheisarvian, R. M. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 22(1).
- Soraya, S., & Permasari, M. (2017). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan non keuangan publik. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 19(1).

-
- Sudaryo, Yoyo & Ika Yanuar Pratiwi. (2016). Pengaruh Struktur Modal dan Likuiditas terhadap Profitabilitas dan Dampaknya terhadap Kinerja Keuangan (Studi Kasus pada Perusahaan Property, Real Estate and Building Construction yang Terdaftar Di BEI LQ45 Periode 2007-2014). *Jurnal Indonesia Membangun*, 15(2).
- Trisnawati, I. (2016). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia. *Jurnal bisnis dan akuntansi*, 18(1).
- Wariantio, P., & Rusiti, C. (2014). Pengaruh ukuran perusahaan, struktur modal, likuiditas dan investment opportunity set (IOS) terhadap kualitas laba pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. *Modus*, 26(1).