

## FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG DENGAN VARIABEL MODERATING PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Afri Sentosa S<sup>1</sup>, Melanthon Rumapea<sup>2\*</sup>

Prodi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Methodist Indonesia – Medan<sup>1,2</sup>

[aafri622@gmail.com](mailto:aafri622@gmail.com)

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2019. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen, kebijakan hutang sebagai variabel dependen dan *investment opportunity set* sebagai variabel moderating. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini dilakukan pada 24 perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel dari 171 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci: *Free cash flow*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan hutang, dan *Investment Opportunity Set*, Struktur Kepemilikan Saham.

### PENDAHULUAN

Suatu perusahaan yang ingin terus berkembang selalu ingin memperoleh keuntungan atau terhindar dari kerugian maka perusahaan membutuhkan dukungan informasi yang cepat dan berkesinambungan dalam bentuk laporan keuangan. Dalam pengertian yang sederhana laporan keuangan adalah alat yang paling penting untuk memperoleh informasi sehubungan dengan posisi keuangan dan hasil-hasil operasi yang telah dicapai oleh perusahaan yang bersangkutan (Munawir, 2002: 56). Setiap perusahaan memerlukan dana yang besar untuk tumbuh dan berkembang ditengah-tengah persaingan yang sangat ketat di era globalisasi dewasa ini. Dana tersebut dapat diperoleh dari cara dan sumber yang berbeda.

Masalah pendanaan perusahaan harus diputuskan dengan hati-hati karena setiap kebijakan pendanaan memiliki konsekuensi finansial yang berbeda. Keputusan pendanaan akan berkaitan dengan sumber dana dan penggunaan dana yang telah diperoleh. Sumber dana dapat berasal dari dalam (internal) ataupun dari luar (eksternal), kedua sumber pendapatan ini akan sangat berpengaruh kepada nilai perusahaan. Sumber dana internal berasal dari laba ditahan, sedangkan sumber dana eksternal berasal dari para kreditur yang disebut hutang dan dari pemilik yang disebut modal. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan juga akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya (Munawir, 2010). Struktur modal merupakan bauran antara proporsi sumber dana eksternal yang berupa hutang jangka panjang dan ekuitas.

Myers (2010) menyatakan bahwa perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal dari laba ditahan dan depresiasi terlebih dahulu, daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Hanya jika perusahaan tidak menggunakan dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya. Jika dana eksternal dibutuhkan maka perusahaan akan lebih cenderung menggunakan hutang daripada ekuitas.

Hutang menjadi salah satu alternatif sumber pendanaan perusahaan, dimana penggunaan hutang dapat menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Brigham and Houston (2011) menyatakan bahwa pendanaan hutang memiliki keunggulan yaitu bunga yang dibayarkan atas hutang dapat menjadi pengurang pajak, sementara dividen yang dibayarkan atas saham bukan pengurang pajak. Hal ini akan menurunkan biaya relatif hutang dan pengembalian atas hutang jumlahnya tetap, sehingga pemegang saham tidak ikut menerima laba perusahaan jika perusahaan meraih keberhasilan yang luar biasa. Namun hutang juga memiliki kelemahan yaitu penggunaan hutang dalam jumlah besar akan meningkatkan resiko keuangan perusahaan.

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen keuangan dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan dari pihak ketiga untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer menyangkut keputusan pendanaan, karena keputusan ini akan mempengaruhi nilai perusahaan sehingga berdampak pada kemakmuran pemegang saham. Semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan. Dengan adanya risiko perusahaan harus mampu membuat suatu

kebijakan hutang yang tepat agar hutang yang digunakan mampu membantu perusahaan untuk tumbuh dan berkembang sehingga tidak terjadi kegagalan dalam membayar hutang. Karena kegagalan dalam membayar pokok dan bunga pinjaman biasanya menyebabkan proses hukum dimana pemegang saham akan kehilangan kendali atas perusahaan atau sebagian dari perusahaan mereka dengan kata lain likuiditas perusahaan akan terancam (Damayanti, 2006).

Ada beberapa variabel yang memengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan diantaranya adalah, kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *free cash flow*, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis. Namun penelitian ini dibatasi hanya penelitian tentang *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham yang diukur dengan proksi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, serta *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*.

*Free cash flow* adalah aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham atau pemilik setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* (aktiva tetap) dan *working capital* (modal kerja) yang diperlukan untuk kelangsungan usahanya. Dengan kata lain, *free cash flow* adalah kas yang tersedia atas kebutuhan investasi yang menguntungkan (Sartono, 2011). *Free cash flow* memiliki manfaat bagi pemegang saham atau pemilik dan manajer. Kepemilikan manajemen (*management ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur komisaris (Gusti, 2013). Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan dapat merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambil sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara *opportunistic* lagi (Syadeli, 2013).

Semakin meningkatnya kepemilikan oleh manajemen akan menyebabkan manajemen semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku opportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah (Nengsi, 2015). Peranan struktur kepemilikan sangatlah penting dalam menjelaskan kebijakan hutang perusahaan, bahwa pilihan struktur modal tergantung pada siapa yang mengendalikan perusahaan, karena diperkirakan adanya rasio hutang yang lebih tinggi ketika para pemegang saham memegang kendali atas perusahaan. Sebaliknya diperkirakan adanya rasio hutang yang lebih rendah ketika manajemen mengendalikan perusahaan sebagai pengambil keputusan. Struktur kepemilikan dapat berupa investor individual, institusi pemerintah, dan institusi swasta. Persentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya persentase jumlah saham terhadap keseluruhan jumlah saham perusahaan. Struktur kepemilikan yang diharapkan mampu mengurangi *agency problem*, yaitu kepemilikan institusional. Kepemilikan saham yang terkonsentrasi oleh *institutional investor* akan lebih mengoptimalkan efektifitas pengawasan aktivitas manajemen karena besarnya dana yang ditanamkan (Nengsi, 2015).

Penelitian ini menggunakan *investment opportunity set* (IOS) sebagai variabel pemoderasi hubungan antara *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham dengan kebijakan hutang. *Investment opportunity set* (IOS) merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* yang positif (Hidayah, 2015). Sehingga IOS memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan karena IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang dimana IOS tersebut akan memengaruhi nilai suatu perusahaan

(Pagalung, 2003). Penelitian ini menggunakan variabel moderasi, variabel moderasi (*moderating*) merupakan variabel yang mempunyai efek kontijensi (*contingent*) yang kuat pada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Ketika variabel moderasi ada, maka ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dan sebaliknya, jika variabel moderasi tidak ada maka tidak terjadi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Berbeda dengan variabel moderasi, variabel intervensi (*intervening*) adalah jenis variabel yang memiliki hubungan tidak langsung antara variabel independen dengan variabel dependen. Variabel ini memiliki posisi diantara variabel dependen dengan variabel independen. Hal ini membuat variabel dependen tidak langsung terpengaruh terhadap variabel independen. Penelitian dengan pengukuran *Free Cash Flow* dan struktur kepemilikan saham sebagai variabel independen yang mempengaruhi hutang suatu perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Penelitian mengenai pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang telah dilakukan Gusti (2013). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, *investment opportunity set* memperlemah hubungan *free cash flow* dan kebijakan hutang, *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang, serta *investment opportunity set* memperkuat hubungan kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan penelitian Setiana dan Sibagariang (2013) yang menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh pada kebijakan hutang.

Penelitian Syadeli (2013) memperoleh hasil penelitian yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan

tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, yang berarti kepemilikan institusional dalam penelitian tidak dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan. Hasil yang sama diperoleh penelitian Nengsi (2015) yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Penelitian-penelitian terdahulu mengenai *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham menunjukkan adanya hasil penelitian yang tidak konsisten, sehingga penulis tertarik untuk meneliti kembali variabel-variabel tersebut. Peneliti tertarik untuk melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang menjual produknya yang dimulai dari proses produksi yang tidak terputus dari pembelian bahan baku dilanjutkan dengan proses pengolahan bahan baku sampai menjadi produk yang siap dan dijual dilakukan sendiri oleh perusahaan tersebut sehingga sumber dana yang ada akan terikat lama pada aktiva tetap.

Perusahaan manufaktur lebih membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan dan salah satunya adalah dengan menggunakan hutang. Selain itu, perusahaan manufaktur mempunyai risiko yang tinggi dalam aktivitas usahanya disebabkan adanya faktor-faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi proses pengambilan keputusan mengenai kebijakan-kebijakan yang akan diberlakukan sehingga menarik untuk diteliti. Penelitian ini mencoba untuk mengetahui seberapa besar pengaruh masing-masing variabel terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dengan demikian, perusahaan dapat mengetahui kebijakan yang harus diambil untuk kelangsungan usaha. Berdasarkan latar belakang di atas dapat diketahui bahwa terjadi *research gap* dari penelitian-penelitian sebelumnya dan adanya *fenomena gap*. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan masih terjadi adanya inkonsistensi antara variabel-variabel, yaitu pengaruh variabel *free cash*

*flow*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Atas dasar *research gap* dan *fenomena gap* yang terjadi, maka penelitian ini mengangkat perumusan masalah faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang.

Adapun Tujuan Penelitian dalam penelitian ini adalah sebagai berikut, untuk mengetahui dan menguji secara empiris pengaruh *free cash* terhadap kebijakan hutang, untuk mengetahui dan menguji secara empiris pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, untuk mengetahui dan menguji secara empiris pengaruh *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* terhadap hubungan antara *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang.

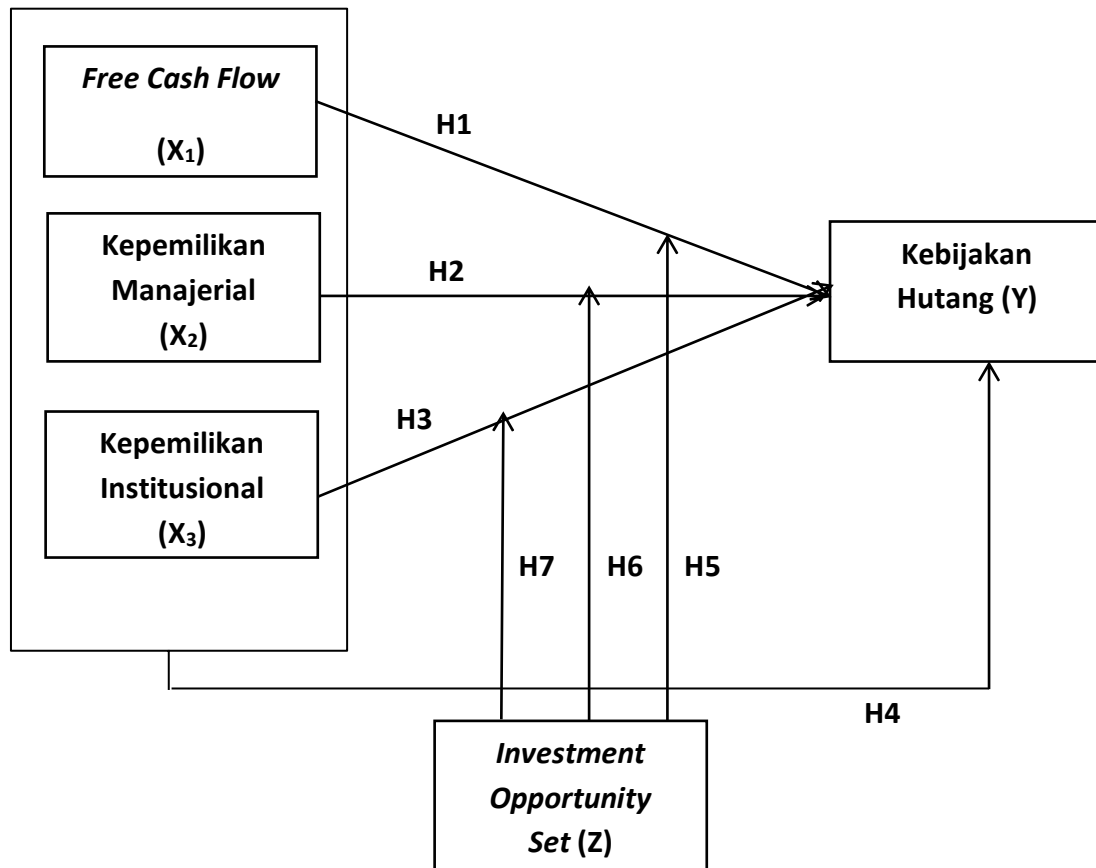
Kontribusi Penelitian ini adalah sebagai berikut, hasil penelitian ini diharapkan sebagai bahan masukan bagi perusahaan dalam mengevaluasi kebijakan yang telah ada dan akan dilaksanakan di masa yang akan datang, bagi akademisi hasil temuan empiris penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan literatur manajemen keuangan, serta memperkaya referensi bagi pembaca, penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi bahan perbandingan bagi penelitian-penelitian selanjutnya.

## TEORI DAN PENGEMBANGAN

**HIPOTESIS**

**Penulisan Hipotesis**

Kerangka Berpikir penelitian ini adalah



manajerial berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Mohd *et al*

sebagai berikut :

**Gambar1**

**Kerangka Berpikir**

Sumber :Diolah Oleh Peneliti

*Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang, Aliran kas bebas atau *free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross *et, 2000*). Damayanti (2006) membuktikan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ini berarti bahwa *free cash flow* yang tinggi mempengaruhi jumlah penggunaan hutang yang tinggi pula.

Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang, Muhammad Faisal (2004) membuktikan bahwa kepemilikan

(1998) bahwa kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan meningkatkan resiko sehingga manajer akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang.

Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang, Hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini konsisten dengan Moh'd *et al* (1998) bahwa para investor institusional pada industri manufaktur yang terdaftar di BEI sadar bahwa keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham.

*Free cash flow* terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Moderating, Hubungan

antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan dapat dipengaruhi oleh *investment opportunity set* atau set kesempatan berinvestasi. Set kesempatan berinvestasi dapat memperlemah maupun memperkuat (sebagai variabel moderating) hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Penelitian yang dilakukan Tarjo dan Jogiyanto (2003) menganalisis perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS tinggi, ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Kecilnya *free cash flow* mengakibatkan kemampuan perusahaan menggunakan hutang akan rendah. Sehingga dengan adanya kesempatan berinvestasi (IOS) yang dimiliki perusahaan akan memperlemah hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang perusahaan.

Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel *Moderating*, Seperti yang diungkapkan oleh Tarjo (2003), jika kepemilikan manajerial meningkat akan mempengaruhi pengambilan keputusan terhadap hutang perusahaan, terutama apabila diketahui IOS tinggi maka kebijakan hutang akan rendah. Jika set kesempatan investasi (IOS) rendah maka hutang akan tinggi.

Jadi adanya set kesempatan berinvestasi (IOS) yang tinggi akan memperkuat hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Saat kepemilikan manajerial meningkat akan mengurangi tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan walaupun kesempatan untuk melakukan investasi tinggi. Karena pihak manajerial akan lebih memilih untuk mengambil kesempatan untuk berinvestasi dan mendapatkan keuntungan daripada mengambil risiko yang tinggi dengan menggunakan hutang. Namun pada saat kesempatan untuk berinvestasi rendah, pihak manajerial akan meningkatkan penggunaan hutang karena tidak memiliki kesempatan untuk berinvestasi.

Kepemilikan Institusional terhadap

Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel *Moderating*, Sama halnya dengan kepemilikan manajerial, tingginya kepemilikan institusional juga akan mengurangi tingkat hutang yang akan digunakan perusahaan walaupun pada saat IOS tinggi (Tarjo, 2003). Pihak institusional yang bertindak sebagai pengawas akan membuat manajer merasa diawasi sehingga bekerja lebih efektif untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional akan semakin tinggi tingkat pengawasan dan tingkat hutang pun akan semakin rendah. Saat IOS tinggi penggunaan hutang perusahaan akan tetap rendah karena perusahaan akan lebih memilih untuk berinvestasi daripada menggunakan hutang. Namun pada saat IOS rendah perusahaan akan menggunakan tingkat hutang yang tinggi.

Adanya kepemilikan institusional juga akan memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Semakin tinggi tingkat pengawasan oleh pihak institusional akan semakin rendah penggunaan hutang perusahaan oleh manajer karena perusahaan akan lebih cenderung mengambil kesempatan untuk berinvestasi untuk mendapatkan keuntungan.

Atas dasar uraian diatas, maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut :

**H<sub>1</sub> : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang**

**H<sub>2</sub> : Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang**

**H<sub>3</sub> : Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang**

**H<sub>4</sub> : *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional berpengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap Kebijakan Hutang**

**H<sub>5</sub> : Hubungan pengaruh *Free Cash Flow* dan Kebijakan Hutang diperlemah oleh *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel *Moderating***

**H<sub>6</sub> : Hubungan pengaruh Kepemilikan**

## Manajerial terhadap Kebijakan Hutang diperkuat oleh *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel *Moderating*

### H<sub>7</sub> : Hubungan pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang diperkuat oleh *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel *Moderating*

#### METODE PENELITIAN

Berdasarkan tujuan dan hipotesis yang telah dikemukakan di atas maka penelitian ini digolongkan penelitian kausatif (*causal comparative*). Penelitian *causal comparative* atau *causal comparative research* adalah salah satu dari jenis penelitian kuantitatif. Penelitian *causal comparative* merupakan salah satu metode penelitian yang erat dengan metode penelitian korelasi. Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki kemungkinan hubungan sebab akibat dengan melalui pengamatan terhadap akibat yang ada kemudian menelusuri kembali faktor yang mungkin menjadi penyebabnya dengan melalui sebuah data tertentu. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mengambil data yang terdapat di website *Indonesia Stock Exchange* (IDX), yaitu beberapa laporan keuangan perusahaan yang akan diteliti. Bursa Efek Indonesia dipilih karena BEI merupakan pasar modal terbesar di Indonesia. Penelitian ini mengambil sampel periode 2017-2019 karena merupakan tahun yang paling terkini. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh melalui dokumen-dokumen yang berhubungan dengan objek yang diteliti. Data yang digunakan dalam penelitian ini secara keseluruhan adalah data kuantitatif dan kualitatif yang dinyatakan dalam bentuk angka.

Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2017- 2019 serta literatur yang terkait dengan penelitian ini. Adapun sumber data dalam penelitian ini adalah laporan tahunan (annual report) dan

laporan keuangan yang diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia (BEI) [www.idx.com](http://www.idx.com).

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan oleh peneliti adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2019 dengan jumlah populasi sebanyak 171 perusahaan.

Sampel penelitian diambil secara *purposive sampling* dimana sampel dipilih secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu (Indriantoro dan Soepomo, 2011:131). Adapun pertimbangan pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI yang memiliki kriteria-kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2017-2019
2. Perusahaan manufaktur yang menerbitkan Laporan Keuangan yang telah diaudit selama tahun pengamatan 2017-2019
3. Perusahaan yang memiliki Kepemilikan Manajerial
4. Perusahaan yang memiliki Kepemilikan Institusional.

Berdasarkan kriteria tersebut, perusahaan yang menjadi sampel penelitian terdiri dari 24 perusahaan dari 171 populasi dengan tiga tahun pengamatan, sehingga total sampel adalah 72.

#### Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Kebijakan hutang dikonfirmasi dengan rasio hutang (*debt ratio*). Rasio ini menggambarkan besarnya aktiva perusahaan didanai oleh hutang (Weston dan Copeland, 2000:228).  $DER = \text{Total Hutang} / \text{Ekuitas}$  *Investment Opportunity Set*, Adapun proksi yang dipakai dalam penelitian ini adalah rasio *market to book value of asset* (MBVA).

$MBVA = (\text{Aset} - \text{Ekuitas} + (\text{Lbr Saham Beredar} \times \text{Closing Price})) / \text{Total Aset}$

*Free Cash Flow*,  $FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it}$

Kepemilikan Manajerial, KM = Jml Saham Manajer dan Komisaris/Total Saham. Kepemilikan Institusional, KI = Jml Saham Institusi/Tota Saham.

Metode yang digunakan adalah analisis kuantitatif yang diolah dengan menggunakan SPSS 26. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan SPSS 26 yaitu :

Statistik Deskriptif, Uji Asumsi Klasik, Uji Normalitas, Uji Multikolinearitas, Uji Autokorelasi, Uji Heterokedastisitas, Uji Hipotesis, Uji Analisis Regresi Linear Berganda, Uji Koefisien Determinan ( $R^2$ ), Uji Signifikan Simultan (Uji F), Uji Signifikan Parameter Individual (Uji T), Uji Hipotesis dengan Menggunakan Variabel Moderating,

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dapat memberikan gambaran mengenai nilai *minimum*, *maximum*, *mean* dan *std. deviaton*. Melalui nilai tersebut dapat diketahui bagaimana keadaan suatu perusahaan. Berikut ini adalah hasil olahan statistik deskriptif melalui pengujian SPSS.

**Tabel 1**  
**Descriptive Statistics**

	N	Mini mu m	Max imu m	Mea n	Std. Deviat ion
Free Cash Flow (FCF)	72	59	438	2421	61449
			0179	72,46	3,029
Kepemilikan manajerial	72	,00	7,06	,1840	,83698
Kepemilikan institusional	72	,02	1,00	,7145	,21319
Investment Opportunity Set (IOS)	72	,37	231	53,9	283,1
			1,13	947	6199
Kebijakan hutang (DER)	72	,40	,55	,4693	,03207
Valid N (listwise)	72				

Sumber : Output SPSS 26

### Uji Normalitas

**Tabel 2**

### Uji Normalitas

#### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		72
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,02694466
Most Extreme Differences	Absolute	,072
	Positive	,061
	Negative	-,072
Test Statistic		,072
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 <sup>c,d</sup>

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

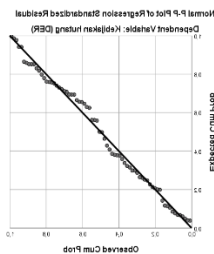
c. Lilliefors Significance Correction.



d. This is a lower bound of the true significance.  
 Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS, 26

Dari pengolahan data pada Tabel 4.2 diperoleh besarnya nilai *Kolmogorov-Smirnov* adalah 0,072 dan signifikan pada 0,200. Nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, maka  $H_a$  diterima yang berarti data residual berdistribusi normal.

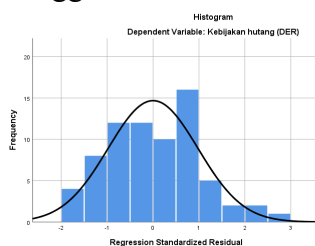
Sementara dilihat dari grafik *P-P Plot*, data dikatakan terdistribusi normal jika penyebaran data menggambarkan titik-titik yang menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal pada *normal probability plot*. Kedua grafik ini menunjukkan bahwa normalitas data terpenuhi. Hal ini bisa dilihat dalam tampilan grafik *normal probability plot* sebagai berikut :



**Gambar 2 Kurva P-P Plot Regression Standardized Residual**

Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS 26

Peneliti juga membuat grafik histogram untuk menguji normalitas data dengan juga menggunakan SPSS 26 sebagai berikut :



**Gambar 3 Grafik Histogram**

Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS 26.

Pada histogram terlihat bahwa variabel Kebijakan Hutang berdistribusi normal yang ditunjukkan oleh distribusi data tersebut tidak condong (*skeweness*) ke kiri atau ke kanan.

**Uji Multikolinearitas**  
**Tabel 3**

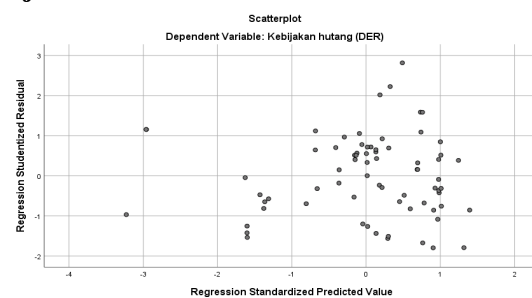
**Uji Multikolinearitas**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
Free Cash Flow (FCF)	,964	1,037
Kepemilikan manajerial	,796	1,256
Kepemilikan institusional	,771	1,297

a. Dependent Variable: Kebijakan hutang (DER)  
 Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS, 26

Tabel 3 menunjukkan bahwa penelitian ini bebas dari adanya gejala multikolinearitas. Hal ini dapat dilihat dengan membandingkan nilai *tolerance* dan VIF. Masing-masing variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini memiliki nilai *tolerance* yang lebih besar dari 0,10.

**Uji Heterokedastisitas**



**Gambar 4 Grafik Scatterplot**

Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS 26

Dari grafik scatterplot pada Gambar 4, terlihat bahwa titik-titik menyebar di atas, di bawah dan disekitaran angka nol. Selain itu penyebaran titik tidak membentuk sebuah pola. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa pada penelitian ini tidak terjadi heterokedastisitas.

**Uji Autokorelasi**

**Tabel 4**  
**Uji Autokorelasi**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,542 <sup>a</sup>	,294	,263	,02753	1,838

a. Predictors: (Constant), Kepemilikan institusional, Free Cash Flow (FCF), Kepemilikan manajerial

b. Dependent Variable: Kebijakan hutang (DER)

Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS, 26

Berdasarkan Tabel 4, hasil uji autokorelasi dengan *Durbin-Watson* menunjukkan angka sebesar 1,838. Karena angka tersebut terletak diantara -2 dan +2 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi adanya autokorelasi dalam penelitian ini.

**Uji Signifikansi Parsial (Uji t-test)**

**Tabel 5**

**Uji t-test**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,415	,013		31,708	,000	
	Free Cash Flow (FCF)	-1,531E-8	,000	-,293	-2,827	,006	,964
	Kepemilikan manajerial	,002	,004	,048	,417	,678	,796
	Kepemilikan institusional	,080	,017	,535	4,607	,000	,771

a. Dependent Variable: Kebijakan hutang (DER)

Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS, 26

**Uji Signifikansi Simultan (Uji-F)**

**Tabel 6**

**Uji F**

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,021	3	,007	9,448	,000 <sup>b</sup>
	Residual	,052	68	,001		
	Total	,073	71			

a. Dependent Variable: Kebijakan hutang (DER)

b. Predictors: (Constant), Kepemilikan institusional, Free Cash Flow (FCF), Kepemilikan manajerial

Sumber : Diolah dengan SPSS, 26.

Berdasarkan hasil SPSS tersebut dapat dilihat bahwa nilai sig. 0,000 < 0,05. Selain itu nilai  $F_{hitung} = 9,448$  sedangkan nilai  $F_{tabel}$  untuk  $df = n - k$ ,  $df1 = k - 1$ , dan banyak data adalah 72 dimana  $\alpha = 5\%$  maka diperoleh  $F_{tabel} = 2,740$ .

Dengan demikian  $F_{hitung} > F_{tabel}$  ( $9,448 > 2,740$ ). Berdasarkan hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian  $H_4$  diterima.

**Uji Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**

**Tabel 7**

**Uji Koefisien Determinasi**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,542 <sup>a</sup>	,294	,263	,02753	1,838

a. Predictors: (Constant), Kepemilikan institusional, Free Cash Flow (FCF), Kepemilikan manajerial

b. Dependent Variable: Kebijakan hutang (DER)

Sumber : Diolah dengan SPSS, 26

Tabel 6 menunjukkan bahwa terjadi korelasi atau hubungan yang signifikan antara *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan kebijakan hutang sebagai variabel dependen. Hal ini terlihat dari nilai R sebesar 0,542 atau 54,20%. Hal ini menjelaskan bahwa korelasi variabel bebas terhadap variabel terikat adalah cukup kuat ( $0,80 - 1,00 =$  sangat kuat,  $0,60 - 0,79 =$  kuat,  $0,40 - 0,59 =$  cukup kuat,  $0,20 - 0,39 =$  rendah,  $0,00 - 0,19 =$  sangat rendah).

Nilai *R Square* diperoleh sebesar 0,294 yang berarti 29,40% variasi atau perubahan dalam kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

Sisanya 70,60% dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

**Pengujian *Investment Opportunity Set* dalam Memoderasi Hubungan antara *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang.**

**Tabel 7**  
**Uji Moderating I**

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,670	,257		2,604	,011		
	Kebijakan hutang (DER)	,556	,028	,920	19,586	,000	1,000	1,000

a. Dependent Variable: MODERATING1

Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS, 26

Berdasarkan hasil SPSS tersebut dapat dilihat nilai  $t_{hitung}$  pada penelitian ini positif dan nilai tersebut signifikan dimana  $0,000 < 0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel *Investment opportunity set* mampu memoderasi hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Variabel *investment opportunity set* memperkuat hubungan antara variabel *free cash flow* dan kebijakan hutang, dilihat dari nilai  $t_{hitung}$  yang positif.

**Pengujian *Investment Opportunity Set* dalam Memoderasi Hubungan antara Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang**

**Tabel 8**  
**Uji Moderating II**

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,748	,241		7,240	,000		
	Kebijakan hutang (DER)	,389	,027	,868	14,602	,000	1,000	1,000

a. Dependent Variable: MODERATING2

Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS, 26

Berdasarkan hasil SPSS tersebut dapat dilihat nilai  $t_{hitung}$  pada penelitian ini positif dan nilai tersebut signifikan dimana  $0,000 < 0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel *Investment opportunity set* mampu memoderasi hubungan antara Kepemilikan manajerial

terhadap kebijakan hutang. Variabel *investment opportunity set* memperkuat hubungan antara variabel kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang, dilihat dari nilai  $t_{hitung}$  yang positif.

**Pengujian *Investment Opportunity Set* dalam Memoderasi Hubungan antara Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang**

**Tabel 9**  
**Uji Moderating III**

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,917	,250		7,685	,000		
	Kebijakan hutang (DER)	,384	,028	,857	13,928	,000	1,000	1,000

a. Dependent Variable: MODERATING3

Sumber : Diolah oleh peneliti dengan SPSS, 26

Berdasarkan hasil SPSS tersebut dapat dilihat nilai  $t_{hitung}$  pada penelitian ini positif dan nilai tersebut signifikan dimana  $0,000 < 0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel *Investment opportunity set* mampu memoderasi hubungan antara Kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Variabel *investment opportunity set* memperkuat hubungan antara variabel kepemilikan institusional dan kebijakan hutang, dilihat dari nilai  $t_{hitung}$  yang positif.

**Pembahasan dan Hasil**

**H<sub>1</sub> : *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.**

Nilai signifikansi untuk *free cash flow* adalah sebesar  $0,006 < 0,05$ , nilai  $t_{hitung}$  untuk variabel *free cash flow* = -2,827 dan  $t_{tabel}$  untuk  $df = n - k = 68$  dimana  $\alpha = 5\%$  sehingga diketahui nilai  $t_{tabel} = 1,668$ , maka  $t_{hitung} < t_{tabel}$  ( $-2,827 < 1,668$ ). Dari hasil di atas, dapat disimpulkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang.

**Dengan demikian H<sub>1</sub> diterima.**

**H<sub>2</sub> : Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.**

Nilai signifikansi untuk kepemilikan manajerial adalah sebesar  $0,678 > 0,05$ , nilai  $t_{hitung}$  untuk variabel kepemilikan manajerial =  $0,417$  dan  $t_{tabel}$  untuk  $df = n - k = 68$  dimana  $\alpha = 5\%$  sehingga diketahui nilai  $t_{tabel} = 1,668$ , maka  $t_{hitung} < t_{tabel}$  ( $0,417 < 1,668$ ). Dari hasil diatas dapat disimpulkan bahwa variabel Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

**Dengan demikian H<sub>2</sub> ditolak.**

**H<sub>3</sub> : Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang.**

Nilai signifikansi untuk kepemilikan institusional adalah sebesar  $0,000 < 0,05$ , nilai  $t_{hitung}$  untuk variabel kepemilikan institusional =  $4,607$  dan  $t_{tabel}$  untuk  $df = n - k = 68$  dimana  $\alpha = 5\%$  sehingga diketahui nilai  $t_{tabel} = 1,668$ , maka  $t_{hitung} > t_{tabel}$  ( $4,607 > 1,668$ ). Dari hasil diatas dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

**Dengan demikian H<sub>3</sub> diterima.**

**H<sub>4</sub> : Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional berpengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap Kebijakan Hutang.**

Berdasarkan hasil SPSS tersebut dapat dilihat bahwa nilai sig.  $0,000 < 0,05$ . Selain itu nilai  $F_{hitung} = 9,448$  sedangkan nilai  $F_{tabel}$  untuk  $df = n - k$ ,  $df_1 = k - 1$ , dan banyak data adalah 72 dimana  $\alpha = 5\%$  maka diperoleh  $F_{tabel} = 2,740$ . Dengan demikian  $F_{hitung} > F_{tabel}$  ( $9,448 > 2,740$ ). Berdasarkan hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

**Dengan demikian H<sub>4</sub> diterima**

**H<sub>5</sub> : Hubungan pengaruh Free Cash Flow dan Kebijakan Hutang diperlemah oleh Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderating.**

**SIMPULAN**

Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki pengaruh *Free Cash Flow*,

Berdasarkan hasil SPSS tersebut dapat dilihat nilai  $t_{hitung}$  pada penelitian ini positif dan nilai tersebut signifikan dimana  $0,000 < 0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel *Investment opportunity set* mampu memoderasi hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Variabel *investment opportunity set* memperkuat hubungan antara variabel *free cash flow* dan kebijakan hutang, dilihat dari nilai  $t_{hitung}$  yang positif.

**Dengan demikian H<sub>5</sub> ditolak.**

**H<sub>6</sub> : Hubungan pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang diperkuat oleh Investment Opportunity Set (IOS) sebagai Variabel Moderating.**

Berdasarkan hasil SPSS tersebut dapat dilihat nilai  $t_{hitung}$  pada penelitian ini positif dan nilai tersebut signifikan dimana  $0,000 < 0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel *Investment opportunity set* mampu memoderasi hubungan antara Kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Variabel *investment opportunity set* memperkuat hubungan antara variabel kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang, dilihat dari nilai  $t_{hitung}$  yang positif.

**Dengan demikian H<sub>6</sub> diterima.**

**H<sub>7</sub> : Hubungan pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang diperkuat oleh Investment Opportunity Set (IOS) sebagai Variabel Moderating.**

Berdasarkan hasil SPSS tersebut dapat dilihat nilai  $t_{hitung}$  pada penelitian ini positif dan nilai tersebut signifikan dimana  $0,000 < 0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel *Investment opportunity set* mampu memoderasi hubungan antara Kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Variabel *investment opportunity set* memperkuat hubungan antara variabel kepemilikan institusional dan kebijakan hutang, dilihat dari nilai  $t_{hitung}$  yang positif.

**Dengan demikian H<sub>7</sub> diterima.**

Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai

variabel moderating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Sampel penelitian sebanyak 24 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2017-2019. Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling*. Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan di bab empat, maka peneliti mengambil kesimpulan sebagai berikut :

1. *Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang sebagaimana ditunjukkan oleh nilai signifikan  $t$  sebesar  $0,006 < 0,05$ . Berdasarkan hasil analisis data tersebut maka dapat disimpulkan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang.

**Dengan demikian H<sub>1</sub> diterima.**

2. Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang sebagaimana ditunjukkan oleh nilai signifikan  $t$  sebesar  $0,678 > 0,05$ . Berdasarkan hasil analisis data tersebut maka dapat disimpulkan Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang.

**Dengan demikian H<sub>2</sub> ditolak.**

3. Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang sebagaimana ditunjukkan oleh nilai

signifikan  $t$  sebesar  $0,000 < 0,05$ . Berdasarkan hasil analisis data tersebut maka dapat disimpulkan Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang.

**Dengan demikian H<sub>3</sub> diterima.**

4. *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional ditunjukkan oleh nilai signifikansi  $t$  sebesar Nilai sig.  $0,000 < 0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional secara simultan berpengaruh terhadap terhadap kebijakan hutang.

**Dengan demikian H<sub>4</sub> diterima.**

5. *Investment Opportunity Set* memperkuat hubungan antara variabel *Free Cash Flow* dan Kebijakan Hutang, dilihat dari nilai  $t_{\text{hitung}}$  yang positif.

**Dengan demikian H<sub>5</sub> ditolak.**

6. *Investment Opportunity Set* memperkuat hubungan antara variabel Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang, dilihat dari nilai  $t_{\text{hitung}}$  yang positif.

**Dengan demikian H<sub>6</sub> diterima.**

7. *Investment Opportunity Set* memperkuat hubungan antara variabel Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang, dilihat dari nilai  $t_{\text{hitung}}$  yang positif.

**Dengan demikian H<sub>7</sub> diterima.**