

BAB IV
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data

4.1.1 Deskriptif Objek Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur. Populasi dalam penelitian ini adalah Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2016-2018. Adapun pemilihan sampel ini menggunakan metode *purposive sampling* yang telah ditetapkan dengan beberapa kriteria. Pada penelitian ini alat analisis yang digunakan adalah program *SPSS 20*.

Tabel 4.1 menyajikan proses tahapan seleksi sampel berdasarkan kriteria tertentu yang ditetapkan.

Tabel 4.1
Prosedur Dan Hasil Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan Manufaktur di Indonesia pada Tahun 2016 - 2018	175
2	Perusahaan Manufaktur yang mengalami <i>delisting</i> pada Tahun 2016 - 2018	(4)
3	<i>Annual report</i> perusahaan manufaktur yang tidak lengkap selama periode 2016-2018	(41)
4	Perusahaan tidak memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam periode penelitian	(112)
5	Total Sampel	18
6	Total Sampel X 3 Tahun Penelitian	54

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2020

Jumlah Perusahaan Manufaktur yang terdapat di BEI pada periode 2016-2018 berjumlah 175 perusahaan. Perusahaan yang mengalami *delisting* pada tahun 2016-2018 berjumlah 4 perusahaan. Perusahaan yang tidak lengkap menerbitkan laporan keuangan periode 2016-2018 berjumlah 41 perusahaan. Perusahaan yang

tidak memiliki data lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian berjumlah 112 perusahaan. Jadi perusahaan yang menjadi sampel penelitian sebanyak 18 perusahaan dengan periode penelitian 3 tahun, sehingga total penelitian ini berjumlah 54 perusahaan.

4.2 Hasil analisis data

4.2.1 Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan analisis data yang menggambarkan data atau variabel yang digunakan dalam suatu penelitian. Pada penelitian ini, statistik deskriptif yang digunakan meliputi nilai minimum, nilai maksimum, mean dan standar deviasi. Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan kebijakan deviden dengan variabel dependen kebijakan hutang serta variabel moderating *free cash flow*. Statistik deskriptif dari variabel sampel perusahaan manufaktur selama periode 2016-2018 disajikan dalam tabel 4.2 sebagai berikut.

Tabel 4.2
Hasil Deskriptif Statistics
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Institusional	54	0,000712	2,451721	0,74330137	0,471323602
Kepemilikan Manajerial	54	0,000004	0,280761	0,04704093	0,077330630
Kebijakan Dividen	54	-3688072624	18181818182	1955588167.80	4157678483.523
Kebijakan Hutang	54	0,182570	0,650422	0,38599898	0,117848220
Free Cash Flow	54	-388842000000	19407000000000	1653102660306.43	3552644803198.180
Valid N (listwise)	54				

Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

Berdasarkan tabel 4.2 yang menyajikan gambaran data secara umum yang dikelola dengan program SPSS versi 20 statistik deskriptif yang meliputi minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi dapat dilihat bahwa penelitian sebanyak 18 perusahaan dengan periode penelitian 3 tahun, sehingga total penelitian ini berjumlah 54 perusahaan dan dapat dilakukan observasi. Dari tabel statistik deskriptif diatas dapat diketahui bahwa :

1. Kebijakan Hutang

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa variabel Y (Kebijakan Hutang) memiliki nilai minimum 0,182570 dan nilai maksimum 0,650422 yang artinya dari 54 sampel yang diteliti pengungkapan terendah adalah 0,18 atau 18,3% dan pengungkapan tertinggi 0,65 atau 65%. Sedangkan nilai *mean* adalah 0,38599898 atau 39% yang artinya dari 54 sampel yang diteliti 39% perusahaan manufaktur (2016 – 2018) telah mengungkapkan kebijakan hutang dengan *standard deviasi* sebesar 0,117848220.

2. Kepemilikan Institusional

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Institusional memiliki nilai minimum sebesar 0,000712 dan nilai maksimum sebesar 2,451721 yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur (2016 – 2018). Nilai *mean* sebesar 0,74330137 menunjukkan bahwa rata – rata kepemilikan institusional dalam perusahaan dari 54 sampel adalah 0,74330137 dengan *standard deviasi* sebesar 0,471323602.

3. Kepemilikan Manajerial

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial memiliki nilai minimum sebesar 0,000004 dan nilai maksimum sebesar 0,280761 yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur (2016 – 2018). Nilai *mean* sebesar 0,04704093 menunjukkan bahwa rata – rata kepemilikan manajerial dalam perusahaan dari 54 sampel adalah 0,04704093 dengan *standard deviasi* sebesar 0,077330630.

4. Kebijakan Dividen

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa variabel Kebijakan Dividen memiliki nilai minimum sebesar -3688072624 dan nilai maksimum sebesar 18181818182 yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur (2016 – 2018). Nilai *mean* sebesar 195588167,80 menunjukkan bahwa rata – rata kebijakan dividen dalam perusahaan dari 54 sampel adalah 195588167,80 dengan *standard deviasi* sebesar 4157678483,523.

5. Free Cash Flow

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa Variabel Moderating *Free Cash Flow* memiliki nilai minimum sebesar -388842000000 dan nilai maksimum sebesar 1940700000000 yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur (2016 – 2018). Nilai *mean* sebesar 1653102660306,43 menunjukkan bahwa rata – rata *free cash flow*

dalam perusahaan dari 54 sampel adalah 1653102660306,43 dengan *standard deviasi* sebesar 3552644803198,180.

4.3 Uji Asumsi Klasik

Suatu model regresi disebut sebagai model yang baik jika model tersebut memenuhi beberapa asumsi yang sangat berpengaruh pada perubahan variabel dependen berikut ini adalah uji asumsi klasik yang telah dilakukan dalam penelitian ini :

4.3.1 Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah variabel dependen dan independen dalam satu model regresi berdistribusi normal atau tidak normal. Pengujian normalitas data dalam penelitian ini menggunakan uji statistik non-parametik *kolmogorov-smirnov* (K-S) dengan membuat hipotesis:

- H0 : data residual berdistribusi normal
- H1 : data residual tidak berdistribusi normal

Apabila nilai signifikannya lebih besar dari 0,05 maka H0 diterima sedangkan jika nilai signifikannya kurang dari 0,05 maka H0 ditolak.

Tabel 4.3
Hasil Uji Normalitas Data
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Kolmogorov-Smirnov Z	0,762
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,607

Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

Hasil uji normalitas menggunakan uji *one sample Kolmogrov-Smirnov* yang telah dipaparkan pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai signifikan statistik (*two-tailed*) sebesar 0,607 dengan nilai *Kolmogrov-Smirnov Z* sebesar 0,762. Dari hasil tersebut terlihat bahwa nilai signifikan (Sig) untuk variabel dependen pada uji *Kolmogrov-Smirnov* diperoleh $0,607 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa secara statistik penelitian ini memiliki data yang terdistribusi normal karena memiliki nilai signifikansi $>0,05$ dan penelitian ini dapat dilanjutkan.

4.3.2 Uji Multikolinieritas

Dalam penelitian ini, uji multikolinieritas bertujuan untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinieritas adalah dengan melihat besarnya korelasi antara variabel independen dan besarnya tingkat kolineritas yang masih dapat ditolerir, yaitu *tolerance value* < 0,10 atau VIF >10 maka terjadi multikolinieritas dan *tolerance value* > 0,10 atau VIF < 10 maka tidak terjadi multikolinieritas. Metode regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi maka variabel-variabel ini tidak ortogonal yaitu variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol (Ghozali,2011). Hasil dari uji multikolinieritas dilihat pada tabel 4.4 berikut ini:

Tabel 4.4
Hasil Uji Multikolinieritas
Coefficients^a

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
1		
Kepemilikan Institusional	0,975	1,026
Kepemilikan Manajerial	0,994	1,006
Kebijakan Dividen	0,978	1,022

Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

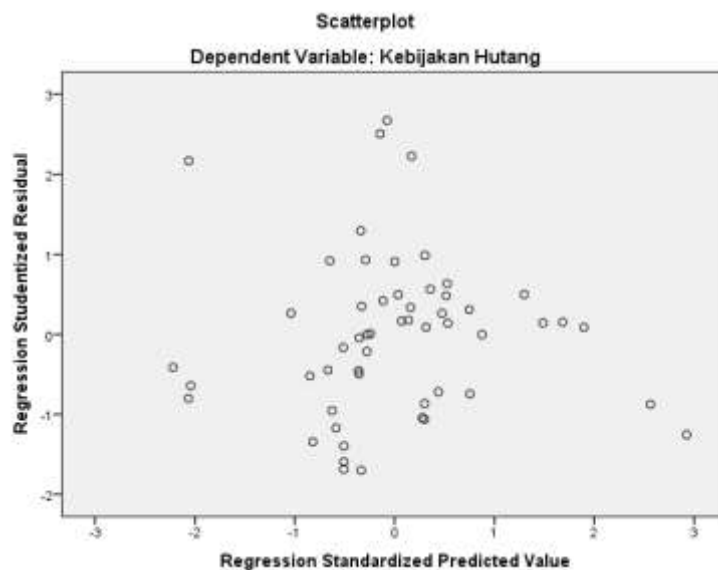
Berdasarkan hasil uji diatas, diketahui bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki nilai *tolerance* sebesar 0,975 dan nilai VIF sebesar 1,026 sedangkan variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai *tolerance* sebesar 0,994 dan nilai VIF sebesar 1,006, untuk variabel kebijakan dividen memiliki nilai *tolerance* sebesar 0,978 dan nilai VIF sebesar 1,022. Dari hasil diatas diperoleh kesimpulan bahwa seluruh nilai VIF di semua variabel penelitian lebih kecil dari 10. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam model regresi.

4.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Menurut Ghozali (2011) menyatakan bahwa uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah model regresi terjadi ketidakpastian *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik maka disebut

homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak heteroskedastisitas. Uji statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji *Scatterplot* untuk mendeteksi ada tidaknya heterokedastisitas apabila dalam grafik *Scatterplot* tidak ada pola yang jelas dan titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y (Ghozali, 2013). Hasil uji heterokedastisitas dapat dilihat pada gambar 4.1 sebagai berikut :

Gambar 4.1
Hasil Uji Heteroskedastisitas



Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

Gambar 4.1 menunjukkan hasil pengujian heteroskedastisitas pada tampilan grafik *Scatterplot* bahwa titik-titik tidak berkumpul dan menyebar secara acak baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Yang dimana jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit) atau jika tidak ada pola yang tidak terjadi heterokedastisitas. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi dalam penelitian ini.

4.3.4 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam metode regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya) (ghozali, 2013). Berikut ini hasil Uji

Autokorelasi menggunakan pengujian *durbin - watson* (Dw_test) adalah sebagai berikut.

Tabel 4.5
Hasil Uji Autokorelasi
Model Summary^b

<i>Durbin-Watson</i>	2,155
----------------------	-------

Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

Berdasarkan tabel diatas nilai *durbin – watson* sebesar 2,155 dengan nilai tabel menggunakan signifikan 5%. Jumlah sampel dalam penelitian sebanyak 18 perusahaan dengan observasi 3 tahun dan jumlah variabel independen sebanyak 3 ($K=3$ Jadi nilai $K-1=2$) maka tabel *durbin – watson* $d_l = 1,0461$ dan $d_u = 1,5353$ hal ini menunjukkan nilai *durbin – watson* sebagai berikut.

Tabel 4.6
Nilai *Durbin – Watson*

Keterangan	Hasil Angka	Sesuai / Tidak Sesuai
$d < d_l$	$2,155 > 1,0461$	Tidak Sesuai
$d > d_l$	$2,155 > 1,0461$	Sesuai
$d_l \leq d \leq d_u$	$1,0461 \leq 2,155 \leq 1,5353$	Tidak Sesuai
$d > 4 - d_l$	$2,155 < 2,9539$	Tidak Sesuai
$d < 4 - d_u$	$2,155 < 2,4647$	Sesuai
$4 - d_u \leq d \leq 4 - d_l$	$2,4647 \geq 2,155 \leq 2,9539$	Tidak Sesuai
$d < d_l$	$2,155 > 1,0461$	Tidak Sesuai
$d > 4 - d_l$	$2,155 < 2,9539$	Tidak Sesuai
$d_u < d < 4 - d_u$	$1,5353 < 2,155 < 2,4647$	Sesuai
$4 - d_u \leq d \leq 4 - d_l$	$2,4647 \geq 2,155 \leq 2,9539$	Tidak Sesuai

Dari hasil tabel diatas diperoleh kesimpulan bahwa nilai yang sesuai dan terhindar dari uji autokorelasi yaitu $d > d_l$ dimana $2,155 > 1,0461$ yang artinya bahwa tidak ada autokorelasi yang bersifat positif.

4.4 Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi digunakan untuk menguji *goodness of-fit* dari model regresi yang diperoleh dari nilai *R Square*. Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam

menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2013). Hasil uji koefisien determinasi (R^2) dapat dilihat pada tabel model *summary* sebagai berikut.

Tabel 4.7
Hasil Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R2*)
***Model Summary*^b**

<i>R Square</i>	0,318
-----------------	-------

Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

Nilai *R Square* untuk variabel kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen dengan *free cash flow* sebagai variabel moderating mempunyai peranan sebesar 0,318 yang berarti 31,8% secara bersama-sama untuk dapat menjelaskan atau menerangkan variabel kebijakan hutang. Sedangkan sisanya sebesar 68,2% (100% - 31,8%) dijelaskan oleh variabel lain yang mempengaruhi kebijakan hutang.

4.5 Analisis Model Regresi Linier Berganda

Pengujian dilakukan menggunakan uji regresi linier berganda dengan $\alpha=5\%$. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.8.

Tabel 4.8
Hasil Analisis Model Regresi Linier Berganda
***Coefficients*^a**

Model	B
(Constant)	0,409
Kepemilikan Institusional	-0,071
Kepemilikan Manajerial	0,153
Kebijakan Dividen	1,508
X1M	-1,697
X2M	2,456
X3M	-4,899

Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

Model regresi berdasarkan hasil analisis di atas adalah:

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_1 \cdot M + \beta_5 X_2 \cdot M + \beta_6 X_3 \cdot M + e$$

$$Y = 0,409 + -0,071 X_1 + 0,153 X_2 + 1,508 X_3 + -1,697 X_1 \cdot M + 2,456 X_2 \cdot M + -4,899 X_3 \cdot M + e$$

Persamaan regresi tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Konstanta (α) sebesar 0,409 menunjukkan bahwa apabila kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen diasumsikan tetap atau sama dengan 0, maka besarnya nilai kebijakan hutang adalah 0,409.
2. Nilai koefisien variabel kepemilikan institusional sebesar -0,071 menunjukkan bahwa setiap penurunan satu satuan variabel kepemilikan institusional menyebabkan kebijakan hutang menurun sebesar -0,071 dengan asumsi variabel lainnya tetap atau sama dengan nol.
3. Nilai koefisien variabel kepemilikan manajerial sebesar 0,153 menunjukkan bahwa setiap kenaikan satu satuan variabel kepemilikan manajerial menyebabkan kebijakan hutang meningkat sebesar 0,153 dengan asumsi variabel lainnya tetap atau sama dengan nol.
4. Nilai koefisien variabel kebijakan dividen sebesar 1,508 menunjukkan bahwa setiap kenaikan satu satuan variabel kebijakan dividen menyebabkan kebijakan hutang meningkat sebesar 1,508 dengan asumsi variabel lainnya tetap atau sama dengan nol.
5. Koefisien variabel *free cash flow* dan kepemilikan institusional sebesar -1,697 nilai ini menunjukkan bahwa setiap penurunan satu satuan *free cash flow* dan kepemilikan institusional dapat memperlemah hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang dan menurunkan nilai kebijakan hutang sebesar -1,697 dengan asumsi variabel lainnya tetap atau sama dengan nol.
6. Koefisien variabel *free cash flow* dan kepemilikan manajerial sebesar 2,456 nilai ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan satu satuan *free cash flow* dan kepemilikan manajerial dapat memperkuat hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan meningkatkan nilai kebijakan hutang sebesar 2,456 dengan asumsi variabel lainnya tetap atau sama dengan nol.

7. Koefisien variabel *free cash flow* dan kebijakan dividen sebesar -4,899 nilai ini menunjukkan bahwa setiap penurunan satu satuan *free cash flow* dan kebijakan dividen dapat memperlemah hubungan antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang dan menurunkan nilai kebijakan hutang sebesar -4,899 dengan asumsi variabel lainnya tetap atau sama dengan nol.

4.6 Uji F (Kelayakan Model)

Uji kelayakan model F digunakan untuk melihat apakah model dalam penelitian layak atau tidak digunakan dalam menganalisis riset yang digunakan. Uji F dilakukan dengan membandingkan nilai F_{hitung} dengan F_{tabel} dengan melihat bila signifikansi F pada output hasil regresi menggunakan SPSS dengan signifikan 0,05. Hasil tabel F pada penelitian sebagai berikut.

Tabel 4.9
Hasil Uji F (Kelayakan Model)
ANOVA^a

F Hitung	3,647
Sig.	0,005

Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

Berdasarkan tabel 4.9 menunjukkan bahwa F_{hitung} sebesar 3,647 dengan tingkat signifikansi 0,005. Hal ini menandakan bahwa model regresi dapat digunakan atau layak untuk memprediksi kebijakan hutang, karena signifikansi tersebut dapat dilihat nilai signifikansi < alpha ($\alpha = 5\%$) atau $0,005 < 0,05$.

4.7 Uji Statistik t

Menurut Ghazali (2013) uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 ($\alpha = 5\%$). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan beberapa kriteria:

1. Jika nilai signifikan > 0,05 maka hipotesis ditolak (koefisien regresi tidak signifikan). Ini berarti variabel independen tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

2. Jika nilai signifikan $< 0,05$ maka hipotesis diterima (koefisien regresi signifikan). Hal ini berarti variabel dependen tersebut tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

Hasil uji parsial (uji t) dalam penelitian ini ditunjukkan pada table berikut :

Tabel 4.10
Hasil Uji Statistik t
Coefficients^a

Model	T Statistik	
	t	Sig.
(Constant)	12,892	0,000
Kepemilikan Institusional	-2,322	0,025
Kepemilikan Manajerial	0,631	0,531
Kebijakan Dividen	3,259	0,002
X1M	-0,172	0,864
X2M	0,068	0,946
X3M	-1,030	0,308

Sumber : Hasil olah Data melalui SPSS ver.20, 2020

Berdasarkan output pada tabel diatas, pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang (H1)
Hasil untuk variabel Kepemilikan Institusional (X1) menunjukkan bahwa dengan signifikan $0,025 < 0,05$ maka jawaban hipotesis yaitu H_{a1} diterima dan menolak H_{o1} yang menyatakan bahwa :
“Terdapat Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang”.
2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang (H2)
Hasil untuk variabel Kepemilikan Manajerial (X2) menunjukkan bahwa dengan signifikan $0,531 > 0,05$ maka jawaban hipotesis yaitu H_{a2} ditolak dan menerima H_{o2} yang menyatakan bahwa :
“Tidak Terdapat Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang”.

3. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang (H3)
 Hasil untuk variabel Kebijakan Dividen (X3) menunjukkan bahwa dengan signifikan $0,002 < 0,05$ maka jawaban hipotesis yaitu H_{a3} diterima dan menolak H_{a3} yang menyatakan bahwa :
“Terdapat Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang”.
4. *Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang (H4)
 Hasil untuk variabel *Free Cash Flow* Memoderasi Kepemilikan Institusional (X1M) menunjukkan bahwa dengan signifikan $0,864 > 0,05$ maka jawaban hipotesis yaitu H_{a4} ditolak dan menerima H_{o4} yang menyatakan bahwa :
“Free Cash Flow Memoderasi Tidak Mempengaruhi Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang”.
5. *Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang (H5)
 Hasil untuk variabel *Free Cash Flow* Memoderasi Kepemilikan Manajerial (X2M) menunjukkan bahwa dengan signifikan $0,946 > 0,05$ maka jawaban hipotesis yaitu H_{a5} ditolak dan menerima H_{o5} yang menyatakan bahwa :
“Free Cash Flow Memoderasi Tidak Mempengaruhi Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang”.
6. *Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang (H6)
 Hasil untuk variabel *Free Cash Flow* Memoderasi Kebijakan Dividen (X3M) menunjukkan bahwa dengan signifikan $0,308 > 0,05$ maka jawaban hipotesis yaitu H_{a6} ditolak dan menerima H_{o6} yang menyatakan bahwa :
“Free Cash Flow Memoderasi Tidak Mempengaruhi Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang”.

Secara keseluruhan hasil penelitian dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 4.11
Hasil Hipotesis Penelitian

Hipotesis	Keterangan	Hasil
H1	Terdapat Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang	Diterima
H2	Tidak Terdapat Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang	Ditolak
H3	Terdapat Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang	Diterima
H4	<i>Free Cash Flow</i> Memoderasi Tidak Mempengaruhi Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang	Ditolak
H5	<i>Free Cash Flow</i> Memoderasi Tidak Mempengaruhi Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang	Ditolak
H6	<i>Free Cash Flow</i> Memoderasi Tidak Mempengaruhi Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang	Ditolak

4.8 Pembahasan

4.8.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa kepemilikan Institusional signifikan. Dengan demikian hipotesis pertama (H1) dari penelitian ini **diterima**.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional akan menjamin kemakmuran pemegang saham.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Zulhawati (2004), Masdupi (2005) menemukan bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan total biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*). Hasil ini menunjukkan kepemilikan institusional memiliki wewenang lebih besar dibandingkan

dengan pemegang saham kelompok lain untuk cenderung memilih proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Senada dengan penelitian Anggraeni, dkk (2015) juga menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan institusional dengan hutang, karena kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh *debtholder*. Kepemilikan institusional yang lebih mementingkan stabilitas pendapatan karena berkurangnya *agency conflict* dalam perusahaan.

4.8.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis kedua (H2) dari penelitian ini **ditolak**.

Kepemilikan manajerial (*insider*) atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan *insider* dengan pihak eksternal dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insiders* dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan. Penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan saham. Oleh karena itu, kepemilikan manajerial dengan hutang berhubungan negatif. Peningkatan proporsi kepemilikan manajerial akan menurunkan

penggunaan hutang. Sebaliknya, penurunan proporsi kepemilikan manajerial meningkatkan penggunaan hutang. Penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan beban perusahaan meningkat. Hal ini berarti risiko perusahaan semakin tinggi sehingga manajer cenderung mengurangi hutang untuk memperkecil risiko.

4.8.3 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa kebijakan dividen signifikan. Dengan demikian hipotesis ketiga (H3) dari penelitian ini **diterima**.

Perusahaan akan mengurangi kebijakan dividen karena sebagian besar keuntungan digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. Bagi para investor atau pemegang saham, dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperolehnya selain keuntungan lain yang berupa *capital gain*. Secara umum dividen dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing - masing pemegang saham. Kebijakan dividen ini akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) yang menghasilkan pengaruh yang signifikan dan Positif antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang ditetapkan tersebut (Murni dan Andriana 2007). Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa Kebijakan dividen adalah suatu bagian dari monitoring perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika pihak manajemen memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Pihak manajemen akan menahan pembayaran dividen jika saham yang dimiliki oleh pihak manajemen semakin banyak. Perusahaan yang mempunyai *dividend payout ratio* tinggi akan menyukai pendanaan dengan modal sendiri (Fidyati 2003).

Disamping itu, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Hal ini akan membuat manager semakin berhati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang.

4.8.4 *Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* memoderasi tidak mempengaruhi Kepemilikan Institusional terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa penelitian tersebut tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis ke empat (H4) dari penelitian ini **ditolak**.

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan jumlah saham perusahaan oleh lembaga keuangan non bank dimana lembaga tersebut mengelola dana atas nama orang lain. Kepemilikan institusional mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau menentang kebijakan manajer. penggunaan hutang yang tinggi juga akan meningkatkan risiko kebangkrutan, maka manajer perlu berhati-hati karena risiko hutang bersifat *nondiversifiable*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (Karinaputri, 2012) sesuai dengan teori *trade-off* yang menjelaskan dengan penggunaan hutang yang optimal akan mengurangi biaya kebangkrutan dan kebijakan hutang ini tentunya sudah dimonitor oleh institusi. Senada dengan penelitian Mokhtari dan Makerani (2013) yang menyatakan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang serta aliran kas bebas.

4.8.5 *Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* memoderasi tidak mempengaruhi Kepemilikan Manajerial terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan

bahwa penelitian tersebut tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis ke Lima (H5) dari penelitian ini **ditolak**.

Kepemilikan manajerial (*insider*) atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan *insider* dengan pihak eksternal dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Faisal (2002) terdapat hubungan negatif antara *insiders ownership* dengan kebijakan hutang. Hutang dapat mengurangi aliran kas bebas (*free cash flow*) yang berlebihan. Penggunaan hutang akan mengurangi aliran kas karena perusahaan harus membayar bunga hutang dan pokok pinjaman. Penurunan aliran kas menyebabkan berkurangnya uang yang ada pada manajer. Keadaan ini akan membatasi keinginan manajer menggunakan aliran kas untuk menambah pendapatan mereka dan melakukan investasi yang berlebihan (*overinvestment*). Dengan jumlah *free cash flow* yang meningkat tentunya akan dikontrol dengan peningkatan hutang sehingga meningkatkan risiko yang akan ditanggung pemegang saham sehingga dapat menurunkan kepemilikan manajerial (*insider ownership*) di perusahaan.

4.8.6 Free Cash Flow Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* memoderasi tidak mempengaruhi kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa penelitian tersebut tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis ke enam (H6) dari penelitian ini **ditolak**.

Adanya peningkatan hutang karena untuk mengontrol penggunaan *free cash flow* dalam investasi oleh manajer, akan membuat kemungkinan dividen yang akan dibayarkan ke pemegang saham semakin kecil. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Jogiyanto (2010) Hasil analisis menunjukkan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah, ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Penggunaan aliran kas bebas (*free cash flow*) untuk membayar bunga dan pokok pinjaman kurang disetujui oleh pemegang saham, karena mereka menghendaki aliran kas tersebut dapat dibagikan sebagai dividen untuk menambah kekayaan mereka atau diinvestasikan kembali ke dalam proyek - proyek yang menghasilkan *return* positif. Tingginya *free cash flow* di perusahaan mendorong tingginya pendistribusian dividen yang kemudian mempengaruhi nilai perusahaan.