

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN
INVESTMENT OPPORTUNITY SET TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG
DENGAN FREE CASH FLOW SEBAGAI VARIABEL MODERASI
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2016)**

Umi Arifatur Rohmah¹⁾, Rita Andini²⁾, Ari Pranaditya³⁾

¹⁾ Mahasiswa Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Pandanaran Semarang

²⁾ Dosen Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Pandanaran Semarang

ABSTRACT

Debt policy can be decided by considering several things, such as the size of the free cash flow, the ownership structure by managerial or institutional, The greater the free cash flow available, the greater the company's ability to pay debts, dividends or investments. This research aims to see the effect of managerial ownership, investment policy and investment opportunity to BEI year 2014-2016.

Sampling is done by using purposive sampling method, with criteria of manufacturing company listed in Indonesia Stock Exchange, giving consolidated financial statements from year 2014-2016, company earnings profit from year 2014-2016, the financial statements of companies that use the rupiah currency and the company in rotation from 2014-2016, so obtained a sample of 48 manufacturing companies with a period of observation for three years. The analytical technique used is multiple linear regression.

The result of the research partially shows the managerial attitude toward the significance to the debt policy, whereas the investment decision and opportunity is not a major to the debt management relationship between business manager, investment to Debt policy variable. Variables of managerial ownership, dividend policy, investment opportunity set with free cash flow as moderating variables have a role of 7.6% together to be able to explain or explain the variable debt policy.

Keywords: *Managerial Ownership, Dividend Policy and Investment Opportunity Set, Debt Policy and Free Cash Flow*

PENDAHULUAN

Setiap entitas dalam menjalankan usahanya memerlukan dana yang besar untuk dapat tumbuh dan berkembang. Dana tersebut dapat diperoleh dari sumber yang berbeda yaitu dari dalam (internal) ataupun dari luar (eksternal). Sumber dana internal berasal

Kebijakan hutang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan fasilitas

dari modal pemilik dan laba ditahan sedangkan sumber dana eksternal berasal dari para kreditur dalam bentuk hutang. Hutang merupakan semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi (Munawir, 2010).

pendanaan dari luar (hutang) agar jumlah penggunaannya dapat meminimalisir

besarnya risiko yang harus ditanggung perusahaan. Semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan.

Terdapat beberapa beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang oleh perusahaan, salah satunya adalah struktur kepemilikan saham perusahaan, yakni kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial yang besar akan meningkatkan kinerja pengawasan sehingga mengurangi perilaku oportunistik dari manajer, sebaliknya kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut mempengaruhi nilai suatu perusahaan dan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut mempengaruhi nilai suatu perusahaan dan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dengan kelompok

Selain kebijakan hutang, kebijakan deviden juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Kebijakan deviden merupakan hal yang penting menyangkut apakah arus kas akan dibayarkan kepada para pemegang saham atau akan ditahan untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Jika dibayarkan kepada para pemegang saham, besarnya deviden yang dibagikan tergantung kepada kebijakan masing-masing perusahaan. Kebijakan deviden dalam suatu perusahaan merupakan hal yang kompleks karena melibatkan kepentingan banyak pihak.

Kebijakan hutang dapat diputuskan dengan mempertimbangkan beberapa hal, diantaranya dapat dilihat besar kecilnya *free cash flow* (aliran kas bebas) dan struktur kepemilikan saham oleh manajerial dan pihak institusional. *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan keputusan investasi dalam industrinya.

Hubungan antara kepemilikan manajerial, pembayaran dividen dan *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap kebijakan hutang perusahaan dapat dipengaruhi oleh *free cash flow*. Dalam hubungan ini *free cash flow* dapat berperan sebagai moderasi, yaitu memperlemah maupun memperkuat hubungan antara kepemilikan manajerial, dividen, dan utang.

mendapatkan perhatian dalam riset karena perusahaan-perusahaan tidak melaporkan

Sigit Hutomo dan Roland Perdana 2008).

Hal tersebut mengakibatkan adanya konflik keagenan atas *free cash flow* antara manajer dan *shareholder*, karena di dalam aliran kas bebas terkandung informasi mengenai gambaran kinerja perusahaan. Perusahaan yang memiliki nilai *free cash flow* yang positif dinilai dapat bertahan pada situasi yang buruk, dan sebaliknya perusahaan yang memiliki *free cash flow* negatif akan sulit bertahan pada kondisi kesulitan keuangan.

TELAAH PUSTAKA

Landasan teori dan penelitian terdahulu.

Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori keagenan yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), menjelaskan adanya konflik kepentingan antara manajemen (*agent*) dengan *shareholder* (*principle*). Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal akan memunculkan adanya permasalahan antar kepentingan (*conflict of interest*). Sebagai agent dari pemilik, manajemen seharusnya bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena risiko yang kemungkinan akan diterima oleh manajemen, maka mereka dalam pengambilan keputusan juga mempertimbangkan kepentingannya. Perbedaan kepentingan ini akan memunculkan masalah-masalah keagenan (Hardiningsih, 2012).

secara eksplisit (Tarjo dan Hartono, 2003;

Pecking Order Theory

Pecking Order Theory dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984), menjelaskan suatu perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan pada adanya informasi asimetrik, yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dari pada para pemilik modal. Informasi asimetrik ini akan mempengaruhi pilihan antara penggunaan dana internal atau dana eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru atau dengan melakukan penerbitan equitas baru.

Kebijakan Hutang

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Hal tersebut juga didukung pendapat Setiawan dalam Susetio (2008), bahwa hutang adalah sebagai salah satu alat pendanaan yang merupakan sebuah *contractual claim* atas *cash flow* perusahaan (bukan sebuah fungsi dari kinerja operasinya. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam klaim hutang berarti kreditur berhak atas *cash flow*

setelah perusahaan memenuhi semua kewajiban lainnya.

Kepemilikan Manajerial

Menurut Shleifer dan Vishny (1986) dalam Siallagan, dkk (2007), kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Secara teoritis ketika kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen. Sehingga permasalahan keagenen diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. (Siallagan, dkk, 2007).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda yaitu pihak pertama, para pemegang saham dan pihak kedua, manajemen perusahaan itu sendiri

Investment Opportunity Set (IOS)

Menurut Putri (2013) kesempatan investasi atau *investment opportunity set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2011) selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan mungkin

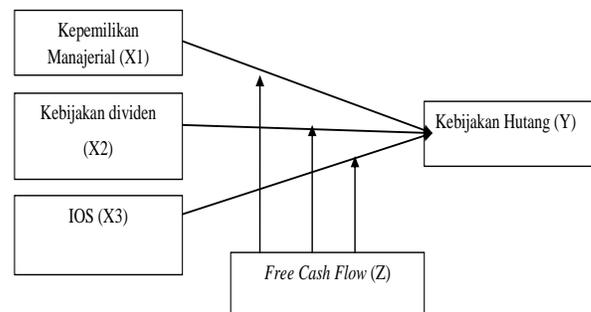
membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak uang. Hal ini menyatakan bahwa apabila kondisi perusahaan saat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi.

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajemen biasanya lebih suka untuk menginvestasikan lagi dana tersebut pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang diterimanya. Disisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut.

Kerangka Pemikiran

Gambar 1
Model Penelitian



HIPOTESIS PENELITIAN

- H 1 :Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang
- H 2 : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang
- H 3 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh terhadap kebijakan hutang
- H4 : *Free Cash Flow* mempengaruhi hubungan antara kepemilikan Manajerial dengan kebijakan hutang
- H5 : *Free Cash Flow* mempengaruhi hubungan antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang
- H6 : *Free Cash Flow* mempengaruhi hubungan antara Investmen Opportunity Set dengan kebijakan hutang

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, yaitu penelitian yang digunakan untuk meneliti populasi dan sampel tertentu, serta menggunakan pengumpulan data dengan instrument penelitian yang bertujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2014-2016. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, dengan kriteria:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI dan menyediakan laporan keuangan secara berturut-turut dari tahun 2014-2016.
2. Perusahaan yang mendapatkan laba secara berturut-turut dari tahun 2014-2016
3. Laporan keuangan perusahaan yang menggunakan mata uang Rupiah.
4. Perusahaan membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2014-2016.

Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 48.

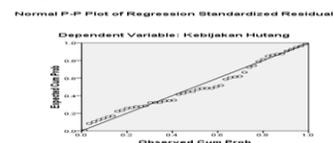
HASIL DAN ANALISIS

Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Ghozali, 2011).

Gambar 1
Uji Normalitas Data



Gambar 4.1
Uji normalitas

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Selain dengan *normal probability plot*, pendeteksian normalitas dapat dilakukan dengan uji statistic. Menguji normalitas residual dilakukan dengan uji statistik *non parametric kolmogorof-smirnov* (K-S) dengan level signifikansi $> 0,05$. Uji Kolmogorof Smirnov

akan diuji normalitas residual dan normalitas variabel. Di bawah ini hasil uji normalitas residual.

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas Residual

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		48
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.82584326
Most Extreme Differences	Absolute	.107
	Positive	.107
	Negative	-.061
Kolmogorov-Smirnov Z		.744
Asymp. Sig. (2-tailed)		.637

a. Test distribution is Normal.

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Berdasarkan tabel 2 hasil uji kolmogorof smirnov menunjukkan bahwa nilai Asymp 0,637 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa data residual terdistribusi normal.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi muncul karena observasi yang beruntun sepanjang waktu yang berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi yang lain. hal ini sering ditemukan dalam data runtut waktu atau *time series* karena gangguan pada seorang individu atau kelompok cenderung mempengaruhi gangguan pada individu atau kelompok yang sama pada periode berikutnya.

Berikut adalah hasil Output dari uji autokorelasi pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 3
Hasil Uji Autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.440 ^a	.194	.076	.88421	2.009

a. Predictors: (Constant), Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial_Free Cash Flow, Kebijakan Dividen_Free Cash Flow, Investment Opportunity Set

b. Dependent Variable: Kebijakan Hutang

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Hasil uji autokorelasi didapatkan hasil DW test (*Durbin Watson test*) sebesar 2,009 ($du=1,8927$; $4-du =2,1073$). Hal ini berarti model regresi di atas tidak terdapat masalah autokorelasi, karena angka DW test berada diantara du tabel dan $(4-du)$ tabel, oleh karena itu model regresi ini dinyatakan layak untuk dipakai.

Tabel 4
Hasil Uji Multikoleniaritas

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	Kepemilikan Manajerial	.325	3.081
	Kebijakan Dividen	.129	7.757
	Investment Opportunity Set	.438	2.208
	Kepemilikan Manajerial_Free Cash Flow	.324	3.087
	Kebijakan Dividen_Free Cash Flow	.271	4.030
	Investment Opportunity Set_Free Cash Flow	.421	4.753

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Dari tabel diatas terlihat setiap variabel bebas mempunyai nilai tolerance $\geq 0,1$ dan nilai VIF ≤ 10 . Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel bebas dalam model regresi ini.

Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Heteroskedastisitas menunjukkan penyebaran variabel bebas. Penyebaran yang acak menunjukkan model regresi yang baik atau dengan kata lain tidak terjadi heteroskedastisitas. Menguji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji glejser yaitu dengan menguji tingkat signifikansi. Glejser mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual terhadap variabel bebas (Ghozali, 2011).

Tabel 5
Uji Heterokedastisitas

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.587	2.567		.618	.540
Kepemilikan Manajerial	-.157	.121	-.322	-1.298	.201
Kebijakan Dividen	.014	.032	.176	.448	.657
Investment Opportunity Set	.113	.329	.249	.344	.732
Kepemilikan Manajerial_Free Cash Flow	.249	.196	.315	1.269	.212
Kebijakan Dividen_Free Cash Flow	.092	.251	.193	.365	.717
Investment Opportunity Set_Free Cash Flow	-.300	.325	-.904	-.925	.360

a. Dependent Variable: abs_res

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai signifikansi setiap variabel independen (Kepemilikan Manajerial, Kebijakan dividen, dan *Investment Opportunity Set* dengan *Free Cash Flow* sebagai variabel moderating) diatas 0,05. Hal ini dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi ini.

Goodness of Fit Model (Uji Kelayakan Model)

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas (Kepemilikan Manajerial, Kebijakan dividen, dan *Investment Opportunity Set* dengan *Free Cash Flow* sebagai variabel moderating) yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Kebijakan Hutang). Menguji apakah model linear tersebut sudah tepat atau belum, maka dilihat membandingkan probabilitas dari hasil perhitungan uji F.

Tabel 6
Hasil Uji F
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.710	6	1.285	2.644	.020 ^b
	Residual	32.055	41	.782		
	Total	39.765	47			

a. Predictors: (Constant), Investment Opportunity Set_Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial_Free Cash Flow, Kebijakan Dividen_Free Cash Flow, Investment Opportunity Set

b. Dependent Variable: Kebijakan Hutang

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Berdasarkan tabel 6 nilai F hitung sebesar 2,644 dengan tingkat signifikansi $0,020 < 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model tersebut merupakan model yang fit.

Koefisien Determinasi

Koefisien Determinasi pada intinya adalah mengukur seberapa jauh kemampuan model pada Variabel Bebas (X) dalam menerangkan Variabel Terikat (Y), (Ghozali, 2011):

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Summary ^a					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.440 ^a	.194	.076	.88421	2.009

a. Predictors: (Constant), Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Free Cash Flow, Kebijakan Dividen, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set

b. Dependent Variable: Kebijakan Hutang

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Tabel 7 di atas, angka koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) sebesar 0,076. Hal ini berarti bahwa variabel Kepemilikan Manajerial, Kebijakan dividen, dan *Investment Opportunity Set* dengan *Free Cash Flow* sebagai variabel moderating mempunyai peranan 7,6% secara bersama-sama untuk dapat menjelaskan atau menerangkan variabel Kebijakan Hutang. Sedangkan sisanya sebesar 92,4% (100% - 7,6%) dijelaskan oleh variabel lain yang mempengaruhi Kebijakan Hutang.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda bertujuan untuk menganalisis seberapa pengaruh variabel Kepemilikan Manajerial, Kebijakan dividen, dan *Investment Opportunity Set* dengan *Free Cash Flow* sebagai variabel moderating terhadap Kebijakan Hutang. Berikut adalah hasil analisis linier berganda:

Tabel 8
Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
	B	Std. Error	Beta
1			
(Constant)	-4.177	1.762	
Kepemilikan Manajerial	.218	.083	.644
Kebijakan Dividen	-.029	.022	-.508
Investment Opportunity Set	-.291	.226	-.925
Kepemilikan Manajerial, Free Cash Flow	-.141	.135	-.259
Kebijakan Dividen, Free Cash Flow	.046	.172	.139
Investment Opportunity Set, Free Cash Flow	.339	.223	1.472

a. Dependent Variable: Kebijakan Hutang

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis 1 sampai dengan 6 diuji dengan uji parameter individual (uji statistik t) yang bertujuan untuk mengetahui besarnya pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial (individu) terhadap variabel dependen.

Tabel 9
Hasil Uji Hipotesis (Uji t)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1					
(Constant)	-4.177	1.762		-2.370	.023
Kepemilikan Manajerial	.218	.083	.644	2.616	.012
Kebijakan Dividen	-.029	.022	-.508	-1.300	.201
Investment Opportunity Set	-.291	.226	-.925	-1.288	.205
Kepemilikan Manajerial, Free Cash Flow	-.141	.135	-.259	-1.051	.299
Kebijakan Dividen, Free Cash Flow	.046	.172	.139	.265	.793
Investment Opportunity Set, Free Cash Flow	.339	.223	1.472	1.520	.136

a. Dependent Variable: Kebijakan Hutang

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2018

Pengujian Hipotesis 1

Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai t-hitung Kepemilikan Manajerial (X_1) adalah sebesar 2,616 dan nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,012. Hal ini menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial (X_1) berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Sehingga hipotesis pertama dalam penelitian ini diterima.

Pengujian Hipotesis 2

Nilai t-hitung Kebijakan Dividen (X_2) adalah sebesar -1,300 dan nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,201. Hal ini menunjukkan bahwa variabel Kebijakan Dividen (X_2) tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Sehingga hipotesis kedua dalam penelitian ini ditolak.

Pengujian Hipotesis 3

Nilai t-hitung IOS (X_3) adalah sebesar -1,288 dan nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,205. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *Investment Opportunity Set* (X_3) tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Sehingga hipotesis ketiga dalam penelitian ini ditolak.

Pengujian Hipotesis 4

Nilai t-hitung interaksi Kepemilikan Manajerial dengan *Free Cash Flow* adalah sebesar -1,051 dan nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,299. Hal ini menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial dengan *Free Cash Flow* sebagai moderating tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Sehingga hipotesis keempat dalam penelitian ini ditolak.

Pengujian Hipotesis 5

Nilai t-hitung interaksi Kebijakan Dividen dengan *Free Cash Flow* adalah sebesar 0,265 dan nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,793. Hal ini menunjukkan bahwa variabel Kebijakan Dividen dengan *Free Cash Flow* sebagai moderating tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Sehingga hipotesis kelima dalam penelitian ini ditolak.

Pengujian Hipotesis 6

Nilai t-hitung interaksi *Investment Opportunity Set* dengan *Free Cash Flow* adalah sebesar 1,520 dan nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,136. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *Investment Opportunity Set* dengan *Free Cash Flow* sebagai

moderating tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Sehingga hipotesis keenam dalam penelitian ini ditolak.

PENUTUP

Kesimpulan

1. Kepemilikan Manajerial berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang.
2. Kebijakan Dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang.
3. *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang.
4. *Free Cash Flow* bukan merupakan variabel moderating terhadap interaksi hubungan antara variabel Kebijakan Manajerial dengan kebijakan hutang
5. *Free Cash Flow* bukan merupakan variabel moderating terhadap interaksi hubungan antara Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Hutang
6. *Free Cash Flow* bukan merupakan variabel moderating terhadap interaksi hubungan antara variabel *Investment Opportunity Set* terhadap variabel Kebijakan Hutang

Keterbatasan

1. Hasil penelitian tidak bisa digeneralisasikan, karena peneliti menggunakan populasi perusahaan sektor manufaktur. Penelitian selanjutnya menggunakan populasi semua sektor perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. sehingga hasil penelitian dapat digeneralisasikan.

2. Periode data penelitian hanya 3 tahun, sehingga akan hasil penelitian akan berbeda jika menggunakan kurun waktu yang panjang

Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, maka dapat disampaikan beberapa saran yaitu sebagai berikut

1. Besar kecilnya *free cash flow* menunjukkan informasi mengenai kondisi dan kinerja keuangan perusahaan oleh karena itu Perusahaan perlu mencermati pentingnya *free cash flow*.
2. Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) sebesar 0,076. Artinya bahwa kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, *investment opportunity set* dengan *Free Cash Flow* sebagai variabel moderating mempunyai peranan 7,6% secara bersama-sama untuk dapat menjelaskan atau menerangkan variabel kebijakan hutang. Sedangkan sisanya sebesar 92,4% (100% - 7,6%) dijelaskan oleh variabel lain yang mempengaruhi kebijakan hutang, sehingga disarankan untuk penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel-variabel lain dalam penelitian ini, seperti variabel kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, likuiditas dan profitabilitas.

DAFTAR PUSTAKA

- Adi Putra, A. A., dan Lestari,. P.V, 2010, *Pengaruh Kebijakan Dividen, Likuiditas, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan*, E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana
- Agustiana, Alifia Putri. 2015, *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Collateralizable Assets dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris: Bursa Efek Indonesia 2010-2013)*. http://journal.Bakrie.ac.id/index.php/jurnal_ub/article/view/872.
- Agus, Sartono. 2011. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE
- Ariyanti, 2013, *Insider Ownership, Dividend dan Kebijakan Hutang: Peran Moderasi Free Cash Flow*. JRAK, Volume 9, No. 1, Pebruari 2014.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2011, *Dasar-dasar Manajemen Gapenski, 1996, Intermediate Financial Management, Fifth Edition*, New York: The Dryden Press.
- Brigham, F.E., and Daves, R.P, 2007. *Intermediate Financial management*. Eight Edition. Mc. Graw Hill
- Brealy & Myers. 1996, *Fundamentals of Corporate Finance, International Edition*, USA: McGraw-Hill Inc.
- Djabid, A.W., 2009, *Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang: Sebuah Perspektif Agency Theory*, Jurnal Keuanan dan Perbankan, Vol 13, No. 2, Mei 2008, Hal 249-259
- Fahmi, dkk, 2015, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividend an Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang*, Jurnal Administrasi Bisnis, Vol.

- Ferdinand, Augusty, 2006, *Metode Penelitian Manajemen*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Ferdiansya, Muhammad Suahril dan Isnurhudi, 2013, “ *Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal Kerja pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia: Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya* Vol. 11, No. 2, Juni 2013
- Fransiska. 2015. *Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014*. Journal Riset Mahasiswa. ISSN: 2337-56xx. Vol. xx, Nomor: xx
- Ghozali, Imam, 2011, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*, Edisi Ketiga, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Gusti, Bertha Fitriyani, 2013, “ *Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang dengan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderating*”, Skripsi, Universitas Negeri Padang, Padang. Tidak dipublikasikan
- Hardiningsih dan Oktaviani, 2012, *Determinan Kebijakan Hutang, Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Mei 2012, Hal. 11-24
- Hidayat, A. 2013, *Pengaruh Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)*, Skripsi, Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang. Padang
- Indriantoro, Nur., Bambang Supomo, 2009. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Pertama, Yogyakarta : BPFY Yogyakarta
- Jansen dan Meckling.1976, “*Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*’. *Journal of Fiancial Economics*. Vol. 4, hal. 305-360
- Jensen, Michael C, 1986,. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review* 76 (2), 323-329
- Kasmir, 2010, *Pengantar manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Cetakan Ketiga, Kencana Pranada Media Group, Jakarta
- Kieso, Donald E., and Weygandt, JerryJ., and Warfield, Terry D. 2006, *Intermediate Accounting*. 11th Edition. John Wiley & Sons Inc., USA
- Masdupi, 2005.” *Analiis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan.*” *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Vol.20, No.01. Desember . 56-69
- Munawir. S. (2010).*Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Murtiningtyas. 2012, *Kebijakan Dividen, Kepemilikan manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang*. *Accounting analysis Journal*. 1 (2) (2012)
- Myers, S.C., Majluf, N.1984, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have*, *Journal of Financial Economics*, 13 (2): 187-221
- Nasution, S, 2011, *Metode Research*. Bumi Aksara. Jakarta
- Norpratiwi, A.M.V. (2012). *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan*

- Perusahaan*). Jurnal Akuntansi dan Manajemen, Vol. 8. No. 1, Hal 9-22
- Patricia, 2014. *Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan manajerial, Set Kesempatan Investasi dan Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*. Skripsi. Universitas Diponegoro. Tidak dipublikasikan
- Purba. DIMITA. H.P. 2016, Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Struktur Modal terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan *Property* dan *Realestate* di BEI, Jurnal Ekonom Universitas Methodist Indonesia.
- Putri, D.A. 2013. *Pengaruh Investment Opportunity Set, Kebijakan Huang dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen*, Jurnal manajemen, Vol. 2 (2):11-22
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jordan, B.D. 2000, *Fundamentals Of Corporate Finance*, New York: Mc Graw-Hill
- Santosa, 2013, *Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*, http://Journal.bakrie.ac.id/index.php/jurnal_ub/article/view/163
- Sarwono, Jonathan. 2011. Teori dan Praktik Riset Pemasaran dengan SPSS. Yogyakarta : ANDI
- Shleifer, A. dan Vishny, R.W. 1986, *Large Shareholders and Corporate Control*, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, pp.461-488
- Singarimbun, Masri dan Effendi, 2011. Metodologi Penelitian Survei, LP3ES, Jakarta
- Susanti, 2013, *Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan*, Jurnal Ilmu Manajemen. Volume 1 Nomor 3 Mei 2013
- Supranto, 2009, Statistik Teori dan Aplikasi Edisi Ketujuh, Jakarta: Erlangga
- Susanto Yulius Kurnia, 2011, *Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang*, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, STIE Trisakti. Vol. 13, No. 13 Hlm. 195-210
- Suwaldiman dan Ahmad Aziz, 2006."Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen", Jurnal Kajian Bisnis dan Manajemen
- Syafii, 2011. Bank Syariah dari Teori ke Praktek, Jakarta: Gema Insani Press
- Tarjo dan Hartono, J. 2003, *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia*". Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, 278-293
- Tjandra, Ronowati, 2005, *Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kebijakan Dividen dengan Pemoderasi Pilihan Prosedur Akuntansi pada Perusahaan Yang Go Public di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Bisnis dan Manajemen, Vol. 5, No. 1, 2005:65-78
- Yaniatie dan Nicken Destriana, 2010, *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Nonkeuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol.12, No. 1:1-16