

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN DENGAN MODERASI PROFITABILITAS

Christie Arlim Setiawan* dan Nurainun Bangun

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara Jakarta

*Email: christiearlims09@gmail.com

Abstract: This research aims to examine the effect of institutional ownership, free cash flow and sales growth moderated by profitability on debt policies in the manufacturing and property sectors listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2017 - 2019. This research was conducted by taking 33 sample companies, using purposive sampling method and processed using SPSS version 25. Partial test results (t test) show that institutional ownership and free cash flow have no significant effect on debt policy, while sales growth and profitability which moderates institutional ownership and sales growth shows a significant effect on debt policy. The implication of this research is to increase supervision through institutional ownership towards debt policies that are created and regulated by management and the use of adequate free cash flow to avoid the use of external funding.

Keywords: *Institutional Ownership, Free Cash Flow, Sales Growth, Profitability, Debt Policy.*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan pertumbuhan penjualan yang dimoderasi oleh profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sektor manufaktur dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017 – 2019. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil 33 sampel perusahaan, dengan menggunakan metode *purposive sampling* dan diolah menggunakan SPSS versi 25. Hasil uji parsial (uji t) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan *free cash flow* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan pertumbuhan penjualan dan profitabilitas yang memoderasi kepemilikan institusional dan pertumbuhan penjualan menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Implikasi dari penelitian ini adalah peningkatan pengawasan melalui kepemilikan saham oleh institusional terhadap kebijakan hutang yang dibuat dan diatur oleh manajemen serta penggunaan *free cash flow* yang memadai untuk menghindari penggunaan pendanaan eksternal.

Kata Kunci: Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, Kebijakan Hutang.

LATAR BELAKANG

Hutang merupakan bagian penting dari sistem perekonomian sehingga hutang tidak diperbolehkan untuk digunakan sembarangan, karena akan menimbulkan biaya bunga yang harus ditanggung di kemudian hari. Maka itu diperlukan kebijakan oleh manajemen yang dapat mengatur pengelolaan hutang perusahaan. Apabila prediksi perhitungan hutang yang dibutuhkan meleset, maka akan berujung pada kerugian akibat ekspansi sehingga perusahaan dapat mengalami gagal bayar. Jerat hutang seakan menjadi hal yang tak bisa dilepas sebagian besar perusahaan di Indonesia. Perusahaan berhutang dengan harapan memperoleh efek pengungkit bagi kemajuan bisnisnya. Hal ini biasanya dilakukan ketika perusahaan siap melakukan ekspansi, dan membutuhkan tambahan modal.

Direktorat Tindak Pidana Ekonomi Khusus Badan Reserse Kriminal (Tipideksus Bareskrim) Mabes Polri mengungkapkan kasus pembobolan dana yang dilakukan oleh lima orang direksi dan manajer PT Sunprima Nusantara Pembiayaan (SNP) Finance dari sebanyak empat belas bank. Temuan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menyatakan bahwa SNP Finance memberikan informasi keliru sehingga merugikan pihak kreditor. OJK membekukan usaha SNP Finance sejak tanggal 14 Mei 2018 karena belum menyampaikan keterbukaan informasi kepada seluruh kreditor dan pemegang *Middle Term Notes (MTN)* sesuai pasal 53 POJK nomor 29/2014, SNP finance melanggar peraturan POJK Nomor 13/POJK.03/2017 Tentang Penggunaan Jasa Akuntan Publik Dan Kantor Akuntan Publik (Sumber: www.ojk.go.id).

Modal perusahaan merupakan fondasi awal yang paling penting saat mendirikan suatu perusahaan untuk mendukung kegiatan operasionalnya dan membiayai seluruh pengeluaran yang dibutuhkan untuk mengembangkan bisnis. Modal yang dapat diperoleh perusahaan dibagi menjadi dua sumber yaitu sumber pendanaan eksternal yang berasal dari luar perusahaan seperti hutang dan sumber pendanaan internal yang berasal dari dalam perusahaan seperti laba ditahan. Pengelolaan dana yang efektif dapat meningkatkan penjualan perusahaan dan menghasilkan laba yang maksimal sehingga dapat menarik perhatian pemegang saham untuk memperoleh kepemilikan perusahaan. Suatu institusi yang melakukan *Initial Public Offering (IPO)* dapat melakukan penawaran saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk mendapatkan pembiayaan bagi kegiatan operasional perusahaannya. Jumlah modal yang digunakan tidak boleh melebihi atau lebih sedikit dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan agar tidak terjadi *financial distress* ataupun kehilangan pendapatan.

Tujuan utama dilakukannya penelitian ini adalah untuk menguji adanya pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan pertumbuhan penjualan dengan moderasi profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur dan properti di Indonesia. Penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi masukan bagi perusahaan untuk memperhatikan kebijakan hutang yang digunakan oleh manajemen pada operasionalisasi perusahaan dengan melihat faktor-faktor lain yang membentuk suatu kebijakan pendanaan perusahaan tersebut.

KAJIAN TEORI

Agency Theory. Berdasarkan teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan merupakan sebuah kontrak di mana pemegang saham (prinsipal) melibatkan pihak manajemen (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal dengan memberikan wewenang kepada agen untuk membuat suatu keputusan. Konflik keagenan muncul saat prinsipal dan agen mementingkan kepentingannya sendiri. Timbulnya asimetri informasi adalah ketika prinsipal mendapatkan lebih sedikit informasi mengenai perusahaan daripada agen sehingga prinsipal tidak dapat mengontrol tindakan agen secara efektif saat mengambil keputusan.

Pecking Order Theory. Teori pecking order dikembangkan dan dipopulerkan oleh Myers dan Majluf (1984) di mana mereka berpendapat bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan menggunakan modal dengan tata urutan (*pecking order*) tertentu dengan mengutamakan penggunaan dana internal dengan urutan preferensi dari pendanaan dengan risiko terendah seperti laba ditahan. Perusahaan menggunakan pendanaan eksternal seperti menerbitkan saham baru, hanya apabila sumber internal tidak mencukupi.

Trade-off Theory. Modigliani dan Miller (1958) yang mengemukakan bahwa struktur modal dengan asumsi tanpa pajak dan pasar sempurna tidak tergantung pada keputusan *leverage* karena beberapa faktor yang salah satunya adalah karena tidak ada pajak maupun *agency cost*. Modigliani dan Miller (1963) kemudian menambahkan faktor pajak ke dalam teori ini karena *trade-off theory* tanpa pajak dianggap tidak realistis. Pajak yang dibayarkan kepada pemerintah

merupakan aliran kas keluar dan untuk menghemat pajak, hutang dapat dimanfaatkan karena bunga yang timbul dari pinjaman hutang dapat digunakan menjadi pengurang pajak.

Kebijakan hutang merupakan suatu alternatif pendanaan eksternal dengan menggunakan hutang, yang melibatkan manajemen perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan kegiatan operasional bagi perusahaan dengan modal. Ketersediaan dana untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan merupakan salah satu faktor penting agar suatu lini usaha dapat tetap bertahan. Penggunaan hutang dapat meningkatkan risiko perusahaan sehingga keputusan manajer dalam menentukan kebijakan yang tepat merupakan hal yang kritis agar dapat meminimalisir risiko yang akan ditanggung oleh perusahaan. Kebijakan hutang merupakan salah satu sumber pendanaan perusahaan untuk kegiatan operasional yang pendanaannya diperoleh dari pihak eksternal (Narsa dan Isnalita 2017)

Kepemilikan Institusional merupakan kepemilikan jumlah saham suatu perusahaan oleh sebuah institusi. Konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham dapat diatasi dengan meningkatkan kepemilikan oleh institusi. Saham yang dimiliki institusional memiliki pengaruh dalam melakukan pemantauan yang efektif terhadap perilaku manajer perusahaan (Khafid & Arief, 2017). Kepemilikan institusi merupakan bentuk komitmen pemegang saham institusi dalam memonitor tindakan oportunistik manajemen secara efektif.

Free Cash Flow merupakan tolak ukur bagi pemakai laporan keuangan dalam menilai kinerja perusahaan. Zuhria dan Riharjo (2016) menyatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk operasi atau investasi. Arus kas bebas mewakili sisa kas perusahaan setelah digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan membayar kegiatan investasi perusahaan. Arus kas bebas dijadikan sebagai acuan oleh investor dan kreditor saat mengharapkan *return* dalam bentuk dividen maupun pelunasan hutang.

Pertumbuhan Penjualan adalah peningkatan jumlah penjualan perusahaan dari satu periode ke periode lainnya. Keberhasilan penjualan suatu perusahaan pada masa lalu dapat dijadikan sebuah prediksi pertumbuhan untuk masa yang akan datang. Menurut Kasmir (2016: 107) pertumbuhan penjualan menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan penjualannya dibandingkan dengan total penjualan secara keseluruhan.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba selama satu periode akuntansi terkait dengan penjualan maupun aktiva tertentu. Profitabilitas yang dihasilkan dapat digunakan sebagai alat evaluasi oleh pihak manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan pada periode selanjutnya. Profitabilitas dalam penelitian Sulistiani dan Agustina (2019) menyatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba yang memungkinkan perusahaan untuk memperoleh pinjaman dalam jumlah yang lebih besar karena tidak terlalu berisiko bagi kreditor.

Kaitan Antar Variabel

Kepemilikan Institusional dengan Kebijakan Hutang. Teori pecking order menyatakan bahwa berinvestasi menggunakan dana internal memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan penggunaan dana eksternal. Pemegang saham lebih memilih perusahaan untuk menggunakan dana internal saat berinvestasi. Dana internal dalam perusahaan membuat keuntungan yang diterima perusahaan menjadi milik perusahaan sepenuhnya tanpa harus dibagikan kepada kreditor. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi, dkk (2017) menunjukkan pengaruh negatif signifikan antara kepemilikan institusional dan kebijakan hutang yang berarti meningkatnya tingkat kepemilikan institusional, tingkat kebijakan hutang akan berkurang dan sebaliknya. Sementara hasil penelitian Fitriyani dan Khafid (2019) menunjukkan pengaruh tidak signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

Free Cash Flow dengan Kebijakan Hutang. Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa penggunaan dana internal merupakan salah satu peran penting dalam menghindari asimetri informasi. *Free cash flow* yang tinggi dapat digunakan oleh manajemen untuk membayar hutang, membagikan deviden kepada pemegang saham, dan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan serta dapat di investasikan kembali sehingga perusahaan tidak perlu mencari lagi dana eksternal tambahan yang berasal dari hutang. Hutang juga dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Zuhria dan Riharjo (2016) yang menunjukkan pengaruh negatif signifikan antara *free cash flow* dan kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rezki dan Anam (2020) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pertumbuhan Penjualan dengan Kebijakan Hutang. Teori *trade-off* menyatakan bahwa perusahaan harus menyeimbangkan dan mengoptimalkan penggunaan hutangnya untuk keuntungan perusahaan dengan menyeimbangkan manfaat pendanaan dari hutang dengan beban bunga dan tingkat kebangkrutan yang lebih tinggi. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan cenderung menggunakan hutang karena perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan yang cepat harus meningkatkan aset modalnya. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani dan Agustina (2019). Namun, bertolak belakang dengan hasil penelitian Nurdani dan Rahmawati (2020).

Kepemilikan Institusional dengan Kebijakan Hutang dengan Profitabilitas sebagai variabel moderasi. Pemegang saham akan mempertimbangkan keuntungan yang dihasilkan perusahaan saat ingin membeli kepemilikan saham karena perusahaan dengan keuntungan yang besar cenderung memiliki kemungkinan kecil untuk mengalami resiko kebangkrutan. Kepemilikan institusional mempengaruhi hutang perusahaan karena pemegang saham menghendaki pihak kreditor untuk ikut serta dalam mengawasi tindakan oportunistik manajemen terhadap laba yang diperoleh atau hutang yang dipinjam untuk kegiatan operasional perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani dan Agustina (2019) menunjukkan bahwa profitabilitas gagal dalam memoderasi hubungan kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Namun pada

Pertumbuhan Penjualan dengan Kebijakan Hutang dengan Profitabilitas sebagai variabel moderasi. Kemampuan profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman hutang dalam jumlah yang lebih besar untuk menambahkan modal penjualan periode selanjutnya karena tidak memiliki risiko yang terlalu besar bagi kreditor. Penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani dan Agustina (2019) menemukan bahwa profitabilitas berhasil memoderasi hubungan negatif pertumbuhan penjualan dengan kebijakan hutang.

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan penelitian, kepemilikan institusional memiliki hubungan yang signifikan dengan kebijakan hutang (Pratiwi, dkk. 2017). Tetapi penelitian lain menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (Fitriyani dan Khafid, 2019) dan (Natasia dan Wahidahwati, 2015). H1: Kepemilikan Institusional berpengaruh secara negatif terhadap Kebijakan Hutang.

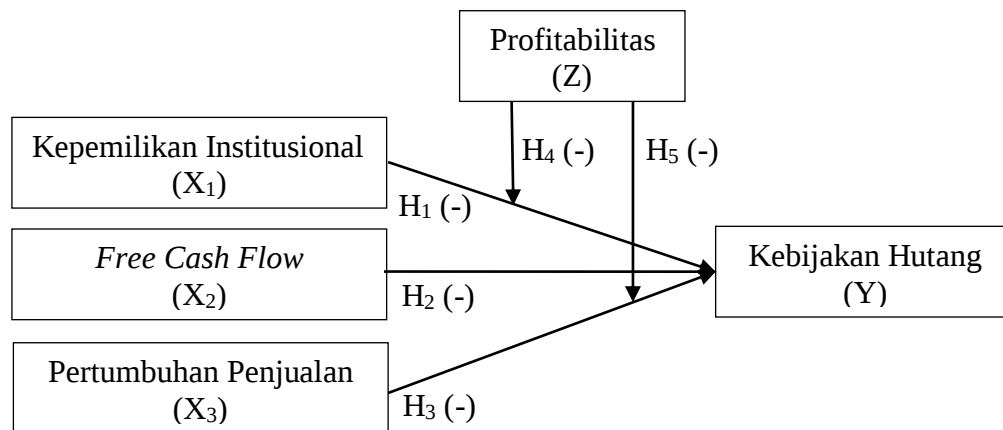
Berdasarkan penelitian, *free cash flow* memiliki hubungan yang signifikan dengan kebijakan hutang (Zuhria dan Riharjo, 2016). Tetapi penelitian lain menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (Rezki dan Anam, 2020). H2: *Free Cash Flow* berpengaruh secara negatif terhadap Kebijakan Hutang.

Berdasarkan penelitian, pertumbuhan penjualan memiliki hubungan yang signifikan dengan kebijakan hutang (Sulistiani dan Agustina, 2019). Tetapi penelitian lain menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (Nurdani

dan Rahmawati, 2020). H3: Pertumbuhan Penjualan berpengaruh secara positif terhadap Kebijakan Hutang.

Berdasarkan penelitian (Sulistiani dan Agustina, 2019), profitabilitas belum mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. H4: Profitabilitas memoderasi pengaruh positif Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang. Dengan menggunakan penelitian yang sama, (Sulistiani dan Agustina, 2019) menemukan bahwa profitabilitas dapat memperkuat pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang. H5: Profitabilitas memoderasi hubungan negatif Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Hutang, dimana pengaruh akan semakin lemah pada perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi.

Berikut disajikan kerangka pemikiran yang digunakan pada penelitian ini:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

METODOLOGI

Desain penelitian yang digunakan adalah metode penelitian deskriptif kuantitatif. Menurut Sugiyono (2017), metode penelitian deskriptif ini dilakukan untuk mengetahui keberadaan variabel mandiri, baik hanya pada satu variabel bebas atau lebih tanpa membuat perbandingan variabel itu sendiri dan mencari hubungan dengan variabel lain. Objek penelitian ini adalah tiga variabel independen yakni kepemilikan institusional (X_1), *free cash flow* (X_2) dan pertumbuhan penjualan (X_3), variabel moderasi profitabilitas (Z) dan variabel dependen kebijakan hutang (Y). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2019.

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* yang artinya tidak seluruh populasi akan diambil untuk diteliti sehingga sampel yang digunakan harus memenuhi kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah (1) Perusahaan manufaktur dan properti yang secara konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2017 sampai 2019. (2) Perusahaan manufaktur dan properti yang tidak melakukan *Initial Public Offering* (IPO) pada tahun 2017 sampai 2019. (3) Perusahaan manufaktur dan properti yang menyajikan data laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember. (4) Perusahaan manufaktur dan properti yang menyajikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah. (5) Perusahaan manufaktur dan properti yang tidak mengalami kerugian selama tahun 2017 sampai 2019. (6) Perusahaan manufaktur dan properti yang tidak memiliki arus kas negatif selama tahun 2017 sampai 2019. (7) Perusahaan manufaktur dan properti yang memiliki kepemilikan saham institusional selama tahun 2017 sampai 2019.

Sampel yang digunakan setelah disortir dengan ketentuan kriteria yang telah dibuat yaitu sebanyak 29 perusahaan dari populasi 193 perusahaan manufaktur dan 4 perusahaan dari populasi

sebanyak 94 perusahaan sektor properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sehingga diperoleh sebanyak 99 sampel selama kurun waktu 2017-2019.

Tabel 1. Ringkasan Operasionalisasi Variabel

No.	Variabel	Sumber	Ukuran	Skala
1.	Kebijakan Hutang	(Nurdani and Rahmawati 2020)	$\frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$	Rasio
2.	Kepemilikan Institusional	(Pratiwi, et al. 2017)	$\frac{\text{share of institutional ownership}}{\text{Total shares issued}} \times 100\%$	Rasio
3.	Free Cash Flow	(Zuhria and Riharjo 2016)	$CFO - CFI$	Interval
4.	Pertumbuhan Penjualan	(Sulistiani and Agustina 2019)	$\frac{\text{sales year}_t - \text{sales year}_{t-1}}{\text{sales year}_{t-1}}$	Rasio
5.	Profitabilitas	(Sulistiani and Agustina 2019)	$\frac{\text{Net profit after tax}}{\text{Total Asset}}$	Rasio

Penelitian ini menggunakan SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*) versi 25.0 untuk melakukan uji statistik deskriptif dan Uji Asumsi Klasik, Uji Parsial (Uji t), Uji Signifikansi Keseluruhan (Uji F), Uji Regresi Linear Berganda dan Uji Koefisien Determinasi (Uji R²).

HASIL Uji STATISTIK

Hasil pengujian statistik deskriptif menunjukkan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*) dan nilai standar deviasi setiap variabel. Variabel kebijakan hutang memiliki nilai minimum sebesar 0,3010 dimiliki oleh perusahaan PT Industri Jamu Dan Farmasi Sido Muncul Tbk pada tahun 2017. Nilai maksimum variabel kebijakan hutang adalah sebesar 1,7057 yang dimiliki oleh perusahaan Unilever Indonesia Tbk pada tahun 2019. Variabel kebijakan hutang memiliki nilai *mean* sebesar 0,843729. Nilai standar deviasi variabel kebijakan hutang adalah sebesar 0,3019892. Kepemilikan institusional menunjukkan nilai minimum sebesar 0,1398 dimiliki oleh Arwana Citramulia Tbk pada tahun 2017. Nilai maksimum variabel kepemilikan institusional adalah sebesar 0,9246 dimiliki oleh perusahaan Darya-Varia Laboratoria Tbk pada tahun 2017 dan 2018. Nilai *mean* variabel kepemilikan institusional adalah sebesar 0,660730. Nilai standar deviasi variabel kepemilikan institusional adalah sebesar 0,1805826. *Free cash flow* menunjukkan nilai minimum sebesar 10,3756 dimiliki oleh Sekar Laut Tbk pada tahun 2017. Nilai maksimum variabel *free cash flow* adalah sebesar 13,3574 dimiliki oleh PT Semen Baturaja (Persero) Tbk pada tahun 2019. Nilai *mean* variabel *free cash flow* adalah sebesar 11,967345. Nilai standar deviasi variabel *free cash flow* adalah sebesar 0,6941620. Pertumbuhan penjualan menunjukkan nilai minimum sebesar 0,0005 dimiliki oleh PT Siantar Top Tbk pada tahun 2018. Nilai maksimum variabel pertumbuhan penjualan adalah sebesar 1,6952 dimiliki oleh PT Impack Pratama Industri Tbk pada tahun 2018. Nilai *mean* variabel pertumbuhan penjualan adalah sebesar 0,122487. Nilai standar deviasi variabel pertumbuhan penjualan adalah sebesar 0,1828264. Profitabilitas menunjukkan nilai minimum sebesar 0,0009 dimiliki oleh Kimia Farma Tbk pada tahun 2019. Nilai maksimum variabel profitabilitas adalah sebesar 0,5267 dimiliki oleh Multi Bintang Indonesia Tbk pada tahun 2017. Nilai *mean* variabel profitabilitas adalah sebesar 0,102094. Nilai standar deviasi variabel profitabilitas adalah sebesar 0,0987511.

Uji Asumsi Klasik dilakukan terlebih dahulu sebelum melakukan pengujian hipotesis. Uji asumsi klasik terdiri dari Uji Normalitas, Uji Multikolinieritas, Uji Heteroskedastisitas dan Uji Autokorelasi. Hasil pengujian normalitas pada penelitian ini menggunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov*. Nilai Asymp. Sig. (2-tailed) yang diperoleh adalah sebesar 0,200 dimana nilai ini lebih besar daripada nilai yang signifikansi telah ditetapkan yaitu 0,05 (5%) ($0,200 > 0,05$) sehingga model regresi dalam penelitian ini memenuhi syarat uji normalitas. Hasil pengujian multikolinearitas pada model regresi menunjukkan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* lebih kecil dari 10 dan nilai *tolerance* lebih besar daripada 0,1 sehingga seluruh variabel independen dalam model regresi penelitian ini terbebas dari masalah multikolinearitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat grafik *scatterplot* dan menggunakan uji Glejser. Titik pada grafik *scatterplot* tidak terdapat pola tertentu dan titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 dan 1. Nilai signifikansi yang diperoleh variabel kepemilikan institusional pada uji Glejser lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,310, variabel *free cash flow* memperoleh nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,564, variabel pertumbuhan penjualan memperoleh nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,130, variabel kepemilikan institusional dengan interaksi profitabilitas memperoleh nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,068 dan variabel pertumbuhan penjualan dengan interaksi profitabilitas memperoleh nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,052. Dari hasil yang telah diperoleh, dapat disimpulkan bahwa setiap variabel penelitian tidak menunjukkan gejala heteroskedastisitas. Hasil pengujian autokorelasi dilakukan dengan melakukan uji *Durbin-Watson* yang menunjukkan nilai *dW* antara 0 sampai 1,5 yaitu sebesar 0,722 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini terdapat autokorelasi positif. Hasil yang diperoleh sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi, dkk (2017).

Setelah seluruh syarat Uji Asumsi Klasik terpenuhi, maka dapat dilakukan langkah selanjutnya yakni Uji signifikansi keseluruhan (Uji F), Uji R^2 , Uji analisis regresi berganda dan Uji parsial (Uji t). F hitung yang diperoleh dalam penelitian ini adalah sebesar 2.880 dengan nilai signifikansi dibawah 0.05 yaitu sebesar 0,018 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi layak digunakan dalam penelitian.

Nilai *adjusted R²* adalah sebesar 0,088 atau sebesar 8,8% yang menunjukan kemampuan variabel independen yaitu kepemilikan institusional (INS), *free cash flow (FCF)*, pertumbuhan penjualan (SG), kepemilikan institusional dengan interaksi profitabilitas (INS_ROA) dan pertumbuhan penjualan dengan interaksi profitabilitas (SG_ROA) dalam menjelaskan variabel dependen yaitu kebijakan hutang (DER). Variabel independen dalam penelitian ini hanya dapat menjelaskan sebesar 8,8% variabel dependen sehingga dapat disimpulkan bahwa kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen pada penelitian ini lemah.

Tabel 2. Hasil Uji Analisis Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0.597	0.553		1.079	0.283
INS	-0.084	0.180	-0.050	-0.464	0.644
Log_FCF	0.022	0.045	0.050	0.484	0.629
SG	0.892	0.297	0.540	3.005	0.003
INS_ROA	1.518	0.516	0.404	2.941	0.004
SG_ROA	-17.437	5.021	-0.644	-3.473	0.001

Hasil nilai koefisien regresi pada penelitian menunjukkan model persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$Y = 0,597 - 0,084X_1 + 0,022X_2 + 0,892X_3 + 1,518X_1 * Z - 17,437X_3 * Z + e$$

Keterangan:

Y = kebijakan hutang

X₁ = kepemilikan institusional

X₂ = free cash flow

X₃ = pertumbuhan penjualan

Z = profitabilitas

e = error

Tabel 3. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis (Uji t)

Hipotesis	Pernyataan	Signifikansi	Hasil
H ₁	Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang	0,644	H ₁ ditolak
H ₂	<i>Free cash flow</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang	0,629	H ₂ ditolak
H ₃	Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang	0,003	H ₃ diterima
H ₄	Kepemilikan institusional dengan moderasi profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang	0,004	H ₄ diterima
H ₅	Pertumbuhan Penjualan dengan moderasi profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang	0,001	H ₅ diterima

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 25.0

DISKUSI

Berdasarkan hasil yang diperoleh pada penelitian ini, pemangku kepentingan tidak dapat meningkatkan pengawasan atas tindakan manajemen terutama mengenai kebijakan hutang perusahaan karena manajer menggunakan hutang untuk kepentingannya sendiri agar kinerjanya dinilai baik oleh pemegang saham. Namun, pemegang saham mempertimbangkan lagi investasinya dengan melihat tingkat profitabilitas yang dihasilkan perusahaan dan cara perusahaan tersebut mengelola hutangnya. Dengan adanya kepemilikan institusional dalam sebuah perusahaan, tata kelola perusahaan tersebut dapat dinilai baik jika manajer dapat mengelola aset dan modalnya dengan baik untuk menarik para investor. Perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan pengelolaan kegiatan operasionalnya, sehingga apabila perusahaan mempunyai *free cash flow* yang cukup maka perusahaan tidak akan menggunakan hutang untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya. Penjualan yang stabil cenderung membutuhkan dana tambahan eksternal yang lebih besar untuk dijadikan modal bagi perusahaan untuk mengembangkan lini bisnisnya, sehingga peluang untuk menggunakan hutang semakin besar. Tingkat profitabilitas yang tinggi dari hasil penjualan, mampu mengurangi penggunaan hutang. Laba yang diperoleh perusahaan memperkuat alasan mengapa pertumbuhan penjualan yang tinggi tidak membutuhkan tingkat hutang yang tinggi pula. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan menggunakan hutang hanya saat menambahkan modal penjualan dan lebih memilih untuk menggunakan pendanaan internal saat laba yang dihasilkan besar.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian atas hipotesis dapat disimpulkan sebagai berikut. (1) Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. (2) *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. (3) Pertumbuhan penjualan berpengaruh secara positif

terhadap kebijakan hutang. (4) Profitabilitas berhasil memoderasi hubungan positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. (5) Profitabilitas berhasil memoderasi hubungan negatif pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu, variabel yang digunakan dibatasi dengan 3 variabel independen dengan 1 variabel moderasi. Selain itu sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya sebanyak 33 sampel dikarenakan proksi pertumbuhan penjualan. Kurun waktu penelitian hanya 3 tahun dan populasi yang digunakan hanya perusahaan manufaktur dan perusahaan properti. Saran untuk penelitian selanjutnya menambah jumlah sampel penelitian dengan cara menambah periode penelitian dan cakupan populasi, dan menambah variabel-variabel lain yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

DAFTAR PUSTAKA

- Anam, Hairul, and Yuliana Rezki. 2020. "PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN DAN FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN UTANG." *Jurnal Akuntansi dan Bisnis* 9.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial Behavior, agency cost and ownership structure." *Journal of Finance Economics* 3 305 - 360.
- Kasmir. 2016. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Khafid, Muhammad, and Sandy Arief. 2017. "Managerial Ownership, Corporate Governance and Earnings Quality: The Role of Institutional Ownership as Moderating Variable." *PERTANIKA JOURNALS SOCIAL SCIENCES & HUMANITIES* 241-254.
- Khafid, Muhammad, and Ulfi Nihayah Fitriyani. 2019. "Profitability Moderates the Effects of Institutional Ownership, Dividend." *Accounting Analysis Journal* 45-51.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *American Economic Review* 433 - 443.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review* 261 - 297.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have." *Journal of Financial Economic*, Vol. 13(2) 187 – 221.
- Narsa, Niluh Putu Dian Rosalina H, and Isnalita. 2017. "SAK-ETAP sebagai solusi overload standar akuntansi bagi usaha mikro, kecil, menengah, dan koperasi." *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, Vol. 1 No. 1 44-65.
- Natasia, Weka, and Wahidahwati. 2015. "Factors that Influence Debt Policy Companies Listed on the Stock Exchange." *Journal of Accounting Science & Research*, 4 (12) 1-22.
- Nurdani, Ria, and Ika Yustina Rahmawati. 2020. "The Effect of Firm Sizes, Profitability, Dividend Policy, Asset Structure, Sales Growth and Free Cash Flow on Debt Policy (On Manufacturing Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange 2015-2018)." *AMAR (Andalas Management Review)* Vol. 4 No. 1 100 - 119.
- n.d. *Otoritas Jasa Keuangan*. www.ojk.go.id.
- Pratiwi, Denok, Isti Fadah, Nurhayati, and Yustri Baihaqi. 2017. "DETERMINANT DEBT POLICY (STUDY IN MANUFACTURING COMPANY SUBSECTORS FOOD AND DRINK LIST IN INDONESIAN STOCK EXCHANGE)." *The 3rd International Conference on Economics, Business, and Accounting Studies (ICEBAST) 2017* 45 - 55.
- n.d. *PT. Bursa Efek Indonesia*. www.idx.co.id/.
- Sugiyono. 2017. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta, CV.
- Sulistiani, Ana, and Linda Agustina. 2019. "Determinants of Debt Policy with Profitability as a Moderating Variable." *Accounting Analysis Journal* 8 (3) 184 - 190.

- Zuhria, Siti Fatimatul, and Ikhsan Budi Riharjo. 2016. "PENGARUH PROFITABILITAS, FREE CASH FLOW, PERTUMBUHAN PENJUALAN,," *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 21.
- Zurriah, Rezki, and Masta Sembiring. 2018. "PENGARUH FREE CASH FLOW DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG: STUDI PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI JAKARTA ISLAMIC INDEX." *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 4 (2) 31-39.