PENGARUH PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, PERTUMBUHAN PENJUALAN, KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DENGAN *FREE CASH FLOW* SEBAGAI VARIABEL MODERATING

(Studi Empiris pada Sektor Semen yang Terdaftar di BEI)

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana Akuntansi
Program Studi Akuntansi

Oleh :

ELVIRA KURNIA DAMAYANTI

NIM : 2013310722

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS

SURABAYA

2017

PERSETUJUAN ARTIKEL ILMIAH

Nama	:	Elvira Kurnia Damayanti
Tempat, Tanggal Lahir	:	Gresik, 30 April 1995
NIM	:	2013310722
Jurusan	:	Akuntansi
Program Pendidikan	:	Sarjana
Konsentrasi	:	Akuntansi Keuangan
Judul	:	Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang dengan *Free Cash Flow* sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Sektor Semen yang Terdaftar di BEI)

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,
Tanggal : 26 September 2017

(Dra. Joicenda Nahumury, M.Si., Ak., CA)

Ketua Program Sarjana Akuntansi,
Tanggal : 26 September 2017

(Dr. Luciana Spica Almilia, SE., M.Si., QIA., CPSAK

PENGARUH PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, PERTUMBUHAN PENJUALAN, KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DENGAN *FREE CASH FLOW* SEBAGAI VARIABEL MODERATING
(Studi Empiris pada Sektor Semen yang Terdaftar di BEI)

Elvira Kurnia Damayanti
STIE Perbanas Surabaya
Email: elvirakurniad@gmail.com
JL. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to determine the influence of profitability, liquidity, sales growth, managerial ownership on debt policy with free cash flow as moderating variable of cement companies listed in Indonesia Stock Exchange 2007-2016. Population of this research is all cement companies that go public, listed on Indonesian Stock Exchange in the period 2007-2016. Sampling method used jenuh sampling method or sensus. This research used a sample of 37 or 5 cement companies. Types of data used in secondary data of Indonesian Stock Exchange (IDX). Analyze technique used multiple linear regression analyze. This result of this research with regression analyze are: profitability, liquidity significant influence and negative on debt policy. Sales growth significant influence and positive on debt policy. Managerial ownership no significant influence on debt policy. When free cash flow was used as moderating variable, managerial ownership had significant influence. Free cash flow, therefore, can be a moderating variable strengthening and weakening the influence of managerial ownership on debt policy.

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

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan menginginkan laba yang maksimal. Memperoleh laba yang maksimal membutuhkan pendanaan besar, baik pendanaan internal maupun eksternal. Pendanaan dari internal biasanya berasal dari saldo laba, sedangkan pendanaan eksternal berasal dari hutang dan atau menerbitkan saham di pasar modal. (Herawati, 2010). Pada keadaan tertentu perusahaan bisa memenuhi pembiayaan kegiatan operasionalnya menggunakan pendanaan internal. Akan tetapi jika berhubungan dengan bagaimana memenuhi kebutuhan perusahaan dan menentukan jumlah modal yang akan dikelola. Pada komposisi tertentu hutang akan meningkatkan produktivitas pertumbuhan perusahaan semakin besar maka pembiayaan operasional dan pembelanjaan semakin meningkat, maka perusahaan memutuskan untuk melakukan pendanaan yang berasal dari sumber dana eksternal yaitu dengan menggunakan hutang. (Fabozzi dalam Pradhana et.al, 2015)

Kebijakan hutang merupakan salah satu kebijakan yang sangat penting bagi perusahaan, karena menyangkut perolehan sumber dana untuk kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang perusahaan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya jika komposisi berlebihan, maka yang terjadi adalah penurunan nilai perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Berikut adalah perkembangan kebijakan hutang (DER) perusahaan sektor semen yang terdaftar di BEI tahun 2007 sampai tahun 2016.

Tabel 1.1
Perbandingan Kebijakan Hutang pada Perusahaan Sektor Semen
Periode Tahun 2007 – 2016

Kode Emiten	DER									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. SMCB	2.19	2.02	1.20	0.53	0.45	0.45	0.72	1.00	1.06	1.45
2. INTP	0.45	0.33	0.24	0.17	0.15	0.17	0.17	0.18	0.16	0.15
3. SMGR	0.27	0.30	0.25	0.28	0.35	0.46	0.42	0.37	0.39	0.45
4. SMBR	-	-	-	-	-	-	0.11	0.09	0.11	0.40
5. WTON	-	-	-	-	-	-	-	0.73	0.97	0.87

Sumber diolah dari www.idx.co.id

Tabel diatas menunjukkan perkembangan kebijakan hutang pada perusahaan Sektor Semen yang terdaftar di BEI tahun 2007 sampai dengan tahun 2016 berfluktuasi, menandakan bahwa jumlah hutang yang dimiliki perusahaan selalu mengalami perubahan. Salah satu perusahaan yang cenderung mengalami penurunan adalah PT. Indocement, presentase DER tersebut mengalami penurunan empat tahun berturut-turut dari tahun 2007 sampai tahun 2011 dan mengalami penurunan drastis sebesar 0,12 pada tahun 2007 sampai tahun 2008. Hal itu dikarenakan pihak perusahaan melakukan pembayaran hutang selain itu perusahaan lebih memanfaatkan modal sendiri dengan menerbitkan saham baru lebih dari 50% dari modal sebelumnya. DER yang rendah diharapkan dapat mengurangi tingkat kebangkrutan. (Rizal Nurman, 2014)

Berbeda dengan PT. Semen Indonesia yang menunjukkan presentase DER cenderung mengalami kenaikan yang drastis sebesar 0,11 pada tahun 2011 sampai tahun 2012. Hal ini menunjukkan semakin tinggi DER (debt to equity ratio), maka semakin rendah kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. (Rizal Nurman, 2014). Hutang tinggi disebabkan perusahaan menggunakan hutang lebih dominan dalam kegiatan operasional dibandingkan modal sendiri. Hal ini berdampak pada tingkat resiko yang tinggi dalam pengembalian hutang.

Berdasarkan penjabaran di atas tersebut maka penelitian ini diberi judul "Pengaruh Profitablitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang dengan *Free Cash Flow* sebagai variabel moderating".

KERANGKA TEORITIS HIPOTESIS

Pecking Order Theory

Teori urutan pendanaan (*pecking order theory*) diperkenalkan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961, dengan urutan pendanaannya sebagai berikut: laba ditahan, menjual obligasi dan paling akhir menerbitkan saham (Manurung, 2012 : 24).

Pecking order theory menerapkan urutan dalam keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004: 313 dalam Andina, 2013). Menurut Bringham dan Gapenski (1996) dalam Putri Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan penggunaan utang lebih disukai dibandingkan penerbitan saham karena pertama, pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari

biaya emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

Mamduh dan Hanafi (2013) mengemukakan bahwa perusahaan mempunyai urutan-urutan dalam penggunaan dana, yaitu:

1. Perusahaan lebih memilih dana internal, dimana dana internal didapat dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran dari peluang investasi.
3. Kebijakan deviden yang konstan, fluktuasi keuntungan dan peluang investasi yang tidak diprediksi, akan mengakibatkan aliran kas yang diterima perusahaan akan lebih besar dibandingkan pengeluaran investasi yang dilakukan perusahaan pada saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas lebih besar perusahaan akan membayar hutang atau membeli surat berharga, jika kas kas lebih kecil perusahaan akan menggunakan saldo kas atau menjual surat berharga.

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang

Perusahaan yang memiliki profitabilitas tetap dan pengeluaran investasi tetap maka perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang yang relatif rendah dan sebaliknya (Brigham dan Houston, 2011 : 186). Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menetapkan urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, dibandingkan menggunakan hutang ataupun menerbitkan saham.

Hasil penelitian Geovana (2015), Kusrini (2012), Citak dan Ersoy, et al (2012), Paydar dan Bardai, et al (2012) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pradhana et al, (2014), Byan Adrianto (2013), dan Putri Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyebutkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan hutang

Perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi, berarti memiliki aset lancar yang cukup untuk membayar hutang jangka pendek, sehingga cenderung akan menurunkan total hutangnya. (Susanti, 2016). Besarnya jumlah aset lancar yang dimiliki oleh perusahaan tersebut, membuat perusahaan lebih menggunakan pendanaan internal dibandingkan sumber pendanaan eksternal.

Hasil penelitian Khafidza Risqiana (2009) menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kusrini (2012) dan Paydar dan Bardai, et al (2012) yang menyebutkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang

Pertumbuhan penjualan mencerminkan tingkat produktivitas yang siap beroperasi dan memiliki daya saing perusahaan dalam pasar, sehingga semakin tinggi pertumbuhan penjualan maka semakin tinggi penerimaan perusahaan. (Kaaro, 2001 dalam Andina, 2013). Perusahaan yang memiliki penerimaan

tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi.

Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal yang berasal dari laba dan pendapatan dari penjualan. (Rakhmawati, 2008 dalam Gantino, 2014). Perusahaan yang memiliki earnings yang stabil akan selalu dapat memenuhi kewajiban financialnya, sebaliknya perusahaan yang memiliki earnings yang tidak stabil akan menanggung risiko tidak dapat membayar beban bunga.

Akan tetapi, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi menandakan bahwa perusahaan mengalami ekspansi sehingga kebutuhan dana perusahaan semakin besar (Susanti, 2016). Contohnya PT. Semen Indonesia telah memulai pembangunan dua unit pabrik baru di Padang, Sumatera Barat dan di Rembang, Jawa Tengah, dengan kapasitas masing-masing sebesar 3,0 juta ton. Kedua unit pabrik baru tersebut ditargetkan selesai pada kwartal IV 2016 mendatang. (id.beritasatu.com)

Hal ini mendorong keinginan untuk mendapatkan dana dari luar perusahaan sangat tinggi, karena kemungkinan dana perusahaan yang berasal dari internal tidak mencukupi seluruh kebutuhan kegiatan operasional perusahaan sehingga semakin besar tingkat penjualan, maka semakin besar hutang. (Yeniatie dan Nicken Destriana, 2010)

Hasil penelitian Geovana (2015) dan M. Syafiudin Hidayat (2013) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pradhana et al, (2014) yang menyebutkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang

Nuraini Desty Nurmasari (2015) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajer cenderung lebih berhati-hati dalam bertindak untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Manajer cenderung berhati-hati dalam penggunaan hutang sebab mereka juga akan menanggung risiko atas hutang tersebut. Oleh karena itu manajer akan berusaha menekan jumlah hutang serendah mungkin.

Tingginya kepemilikan saham oleh manajer dalam membiayai perusahaan tidak lagi dengan hutang tapi dengan menerbitkan saham. Hasil dari penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menetapkan bahwa urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. (Mamduh, 2004 dalam Andina, 2013).

Tindakan ini disisi lain tidak menguntungkan dibandingkan jika perusahaan menggunakan dana dari kreditur karena pertama, biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh pemodal, dan membuat harga saham akan turun (Mamduh, 2004 dalam Gantino, 2014). Hal ini disebabkan antara lain kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajemen dengan pihak pemodal. Dapat disimpulkan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial perusahaan maka semakin rendah kebijakan hutang.

Hasil penelitian M. Syafiudin Hidayat (2013), Hardiningsih dan Meita Oktaviani (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan

penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Soesetio (2008) dan Diana dan Irianto (2008) yang menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Putri Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang

Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam satu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan dividen. (White et al, 2003 dalam Setiana, 2013)

Berdasarkan *pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya, sehingga jika perusahaan mempunyai dana internal yang cukup maka perusahaan tidak akan menggunakan dana eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya. Perusahaan yang mempunyai *free cash flow* yang tinggi dapat dikatakan bahwa perusahaan mempunyai dana internal berlebih yang belum digunakan untuk investasi dan aktivitasnya, sehingga perusahaan akan semaksimal mungkin memanfaatkan dana internal tersebut untuk mencukupi kebutuhannya. (Hardiningsih dan Meita Oktaviani, 2012).

Namun, adanya dana berlebih membuat pemegang saham menghendaki untuk membagikannya dalam bentuk deviden. Perusahaan yang menetapkan kebijakan untuk melakukan pembagian deviden, maka perusahaan akan memerlukan dana pengganti untuk melakukan investasi, sehingga memungkinkan perusahaan memutuskan untuk menggunakan hutang.

Jensen (1984) dalam Setiana (2013) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar cenderung mempunyai tingkat hutang yang lebih tinggi. Kemungkinan munculnya *asimetric information* antara pemegang saham dengan para manajer menyebabkan perusahaan memilih menggunakan hutang dalam membiayai kegiatannya.

Hasil penelitian Hardiningsih dan Meita Oktaviani (2012) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putri Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyebutkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *free cash flow* dalam hubungan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang

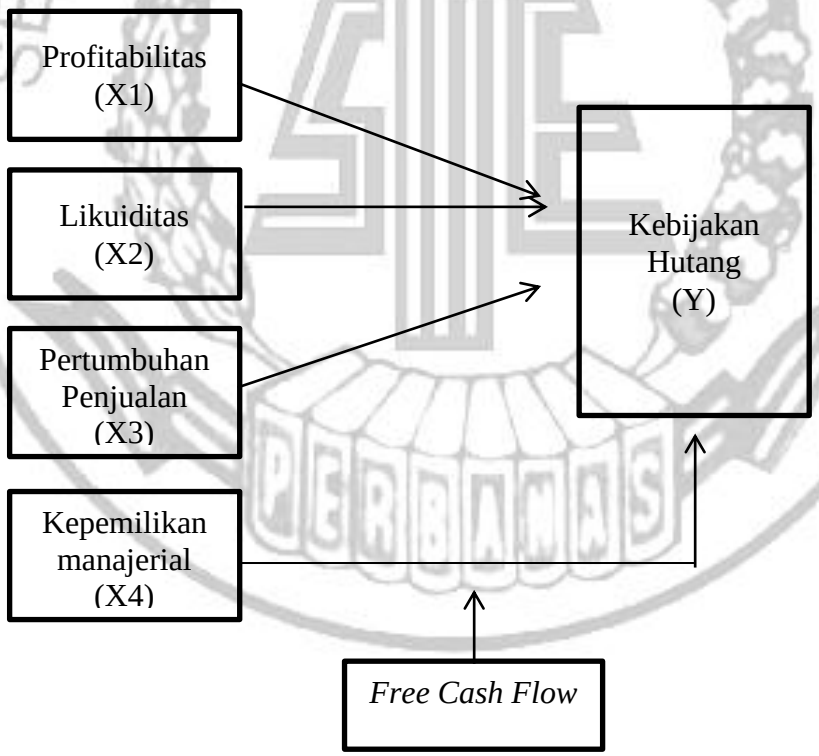
Peningkatan penggunaan hutang dapat mengurangi masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham (Jensen, 1986 dalam Sukma 2013). Hutang dapat mengurangi aliran kas bebas (*free cash flow*) yang berlebihan. Penggunaan hutang akan mengurangi aliran kas bebas yang menyebabkan berkurangnya uang pada manajer karena perusahaan harus membayar bunga hutang dan pokok pinjaman. Keadaan ini akan membatasi keinginan manajer menggunakan aliran kas untuk menambah pendapatan mereka dan melakukan investasi yang berlebihan (*overinvestment*). (Sukma, 2013).

Di sisi lain, penggunaan hutang akan mengurangi aliran kas bebas yang menyebabkan kas yang tersedia untuk dibayarkan pada pemegang saham semakin berkurang karena digunakan untuk membayar hutang dan bunga pokok pinjaman sehingga mengurangi kekayaan pemegang saham atau berkurangnya dana investasi ke dalam proyek yang menghasilkan return positif. (Sukma, 2013). Jumlah hutang yang meningkat tentunya akan dikontrol dengan peningkatan *free cash flow* sehingga

meningkatkan risiko yang akan ditanggung pemegang saham sehingga dapat menurunkan kepemilikan manajerial di perusahaan.

Pada saat kondisi aliran kas bebas perusahaan terbatas, manajer akan mengambil keputusan untuk melakukan investasi agar menaikan pendapatan perusahaan yang akhirnya menaikkan aliran kas bebas perusahaan. Namun karena keterbatasan aliran kas bebas perusahaan, maka manajer mengambil inisiatif untuk meminjam dana dari pihak ketiga (kreditor). (Sukma, 2013). Para pemegang saham akhirnya menyetujui manajer mengambil kebijakan hutang untuk mendanai investasi perusahaan sehingga semakin rendah aliran kas bebas perusahaan maka penggunaan hutang akan semakin tinggi. Namun ketika hasil investasi menghasilkan aliran kas bebas yang meningkat dan manajer tetap mengambil kebijakan hutang justru membuat manajer yang menjadi sekaligus pemegang saham mengurangiproporsi kepemilikannya. (Sukma, 2013).

Hal tersebut dikarenakan pemegang saham merasa tidak memerlukan dana dari pihak ketiga karena dana dari internal perusahaan sudah cukup untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan selanjutnya. Selain itu kenaikan penggunaan hutang membuat risiko yang akan ditanggung kepemilikan manajerial juga akan semakin meningkat. Jika manajer tidak dapat melakukan pembayaran atas bunga dan cicilan atas pokok pinjaman yang berakibat perusahaan mengalami krisis financial. (Sukma, 2013). Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

Hipotesis Penelitian

H_1 : Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang

H_2 : Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_3 : Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_4 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_5 : *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H_6 : *Free cash flow* mempengaruhi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Rancangan penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif. Data kuantitatif adalah penelitian yang menggunakan data berupa angka yang diolah dengan menggunakan teknik perhitungan statistik. (Siregar, 2013 : 17). Teknik analisis yang digunakan berupa analisis regresi linier berganda sedangkan teknik pengambilan sampel menggunakan sampling jenuh atau sensus yaitu teknik penentuan sampel bila semua anggota populasi digunakan sebagai sampel. (Sugiyono, 2015: 85)

Data yang digunakan adalah data sekunder berupa bukti, catatan-catatan atau laporan historis yang tersusun dalam arsip data yang telah dipublikasikan oleh perusahaan. Data sekunder yang diperlukan adalah laporan keuangan tahunan PT Semen Indonesia, PT. Indocement Tunggal Prakarsa, PT. Semen Baturaja, PT. Holcim Indonesia dan PT. Wijaya Karya Beton yang terdaftar di BEI tahun 2007 sampai tahun 2016.

Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel moderating. Adapun masing-masing variabel tersebut kebijakan hutang (variabel dependen) dan profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, kepemilikan manajerial (variabel independen) serta *free cash flow* (variabel moderating).

Definisi Operasional Variabel

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu kebijakan yang sangat penting bagi perusahaan, karena menyangkut perolehan sumber dana untuk kegiatan operasional perusahaan. (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Kebijakan hutang berhubungan dengan memenuhi kebutuhan perusahaan dan menentukan jumlah modal yang akan dikelola. Kebijakan hutang dapat diukur dengan DER (Debt to Equity Ratio). Fahmi (2011: 182) menyatakan bahwa DER dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Ekuitas}\ x\ 100\ \%$$

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui semua kemampuan, dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang, dan sebagainya. (Harahap, 2015 : 304).

Pengukuran profitabilitas diukur dengan menggunakan *Return On Total Asset* (ROA). Mamduh dan Halim (2016 : 81) menyatakan bahwa ROA dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$ROA = \frac{Laba\ bersih\ setelah\ pajak}{Total\ Aset}$$

Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya dengan melihat aset lancar perusahaan relatif terhadap utang lancarnya. (Harahap, 2015 : 301). Harahap (2015) menyatakan bahwa pengukuran likuiditas menggunakan *Current Ratio* atau rasio lancar sebagai berikut :

$$CR = \frac{Aset\ Lancar}{Liabilitas\ Jangka\ Pendek}$$

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan merupakan tingkat stabilitas jumlah penjualan yang dilakukan oleh perusahaan untuk setiap periode tahun buku. (Brigham dan Houston, 2001 dalam Andina, 2013).

Harahap (2015) menyatakan bahwa pengukuran pertumbuhan penjualan dirumuskan seperti berikut :

$$Pertumbuhan\ Penjualan\ = \frac{Penjualan\ t - Penjualan\ t - 1}{Penjualan\ t - 1}$$

Keterangan :
Penjualan t = Penjualan tahun sekarang
Penjualan t -1 = Penjualan tahun kemarin

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan, dalam hal ini adalah manajer, direksi dan dewan komisaris. (Setiana, 2013)

Masdupi (2005) dalam Putri Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa pengukuran kepemilikan manajerial dirumuskan sebagai berikut :

$$MOWN\ = \frac{\sum Kepemilikan\ saham\ manajerial}{\sum Lembar\ saham\ beredar}\ x\ 100\ \%$$

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditur yang tidak diperlukan oleh modal kerja atau investasi pada aset tetap. (Ross et al, 2000 dalam Ariyanti, 2013)

Free cash flow dihitung dengan menggunakan rumus Kieso, 2014: 203 sebagai berikut :

FCF =
Net Cash Provided by Operating Activities - Capital Expenditures - Dividends

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan sektor industri semen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007 - 2016. Metode yang digunakan dalam pengambilan sampel ini adalah sampling jenuh atau sensus. Sugiyono (2015: 85) menyatakan bahwa sampling jenuh adalah teknik penentuan sampel bila semua anggota populasi digunakan sebagai sampel. Hal ini sering dilakukan bila jumlah populasi relatif kecil, kurang dari 30 orang, atau penelitian yang ingin membuat generalisasi dengan kesalahan yang sangat kecil. Istilah lain sampel jenuh adalah sensus, dimana semua anggota populasi dijadikan sampel.

Penelitian ini menggunakan sampling jenuh karena hanya 5 perusahaan sektor semen yang terdaftar di BEI sehingga menggunakan metode sensus. Adapun jumlah sampel selama tahun penelitian sebagai berikut :

Tabel 3.1 Sampel Penelitian Teknik Analisis Data

Keterangan	Tahun	Perusahaan	Jumlah
Perusahaan sektor semen yang terdaftar di BEI	2007	3	3 sampel
	2008	3	3 sampel
	2009	3	3 sampel
	2010	3	3 sampel
	2011	3	3 sampel
	2012	3	3 sampel
	2013	4	4 sampel
	2014	5	5 sampel
	2015	5	5 sampel
	2016	5	5 sampel
Total data perusahaan sektor semen yang terdaftar di BEI tahun 2007 – 2016			37 sampel

Analisis Deskriptif

Pada analisis ini digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, maksimum, minimum. (Ghozali, 2016 :19).

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2016 : 154). Dalam menguji normalitas menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov dengan menggunakan tarif yang signifikan yaitu sebesar 0,05 atau 5%. Apabila hasil signifikansi lebih besar (>) dari 0,05 maka data terdistribusi normal. Apabila hasil signifikansi lebih kecil (<) dari 0,05 maka data tersebut tidak terdistribusi secara normal.

Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. (Ghozali, 2016 : 103). Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas di dalam model regresi dapat dilakukan dengan uji Variance Inflation Factor (VIF). Jika VIF > dari 10 maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadilah persoalan multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. (Ghozali, 2016 : 107). Pengujian ini menggunakan uji *Durbin-Watson.* Berikut adalah keputusan ada tidaknya autokorelasi.

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tdk ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
Tdk ada autokorelasi positif	No decision	$dl \leq d \leq du$
Tdk ada korelasi negatif	Tolak	$4 - dl < d < 4$
Tdk ada korelasi negatif	No decision	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tdk ada autokorelasi,	Tdk ditolak	$du < d < 4 - du$
Positif atau negatif		

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi Heteroskesdatisitas. (Ghozali, 2016 : 134). Uji yang digunakan adalah uji Glejser. Dimana uji Glejser dapat dilakukan dengan cara meregresikan variabel independen terhadap nilai absolut. Apabila probabilitas signifikan variabel independen di atas tingkat kepercayaan 5% maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Analisis Linier Berganda

Pengujian ini penting dilakukan karena untuk memastikan bahwa data yang akan diuji harus bebas dari penyimpangan agar hasil dari pengujian hipotesis dapat diyakini kebenarannya. (Rr. Iramani, 2014: 97). Berikut adalah model pengujian analisis linier berganda :

$$\mathbf{Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e}$$

Keterangan :

Y = kebijakan hutang

α = konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = koefisien regresi

X_1 = variabel profitabilitas

X_2 = variabel likuiditas

X_3 = variabel pertumbuhan penjualan

X_4 = variabel kepemilikan manajerial

X_5 = variabel moderasi (*Free Cash Flow)*

e = standar eror

Uji Statistik F

Ghozali (2016: 96) menyatakan bahwa uji statistik F menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel independen atau terikat. Apabila nilai signifikan ≤

0.05, berarti secara simultan variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Jika nilai (Sig ≥ 0.05), maka variabel independen tidak mempunyai pengaruhterhadap variabel dependen.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi (R^2) antara nol sampai dengan satu ($0 \leq R^2 \leq 1$). Hal ini berarti apabila nilai $R^2 = 0$ menunjukkan tidak ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, bila R^2 semakin besar mendekati satu menunjukkan semakin kuatnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dan sebaliknya jika R^2 mendekati 0 maka semakin kecil pengaruh variabel independen terhadap dependen. (Ghozali, 2016: 95)

Uji statistik t (Uji Signifikansi Parsial)

Ghozali (2016: 97) menyatakan bahwa uji statistik t menunjukkan seberapa jauh pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial dalam menerangkan variasi variabel dependen. Cara melakukan uji t apabila tingkat signifikansi < 0.05, maka variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen (hipotesis diterima). Sedangkan tingkat signifikansi > 0.05, maka variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen (hipotesis ditolak).

Uji Residual

Ghozali (2016: 228) menyatakan bahwa analisis residual dilakukan untuk menguji pengaruh deviasi (penyimpangan) dari suatu model.

Fokusnya adalah ketidakcocokan (*lack of fit*) yang dihasilkan dari deviasi hubungan linier antar variabel independen dengan ditunjukkan nilai residual di dalam regresi. Cara melakukan uji residual dengan disebut sebagai variabel moderating apabila memiliki nilai koefisien parameternya negatif dan signifikan < 0,05.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Tabel 2
Hasil Analisis Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	37	.09	2.19	.5422	.50439
ROA	37	-.014	.257	.12876	.071124
CR	37	.460	12.990	3.29270	2.858250
SG	37	-.191	.422	.11473	.137693
MOWN	37	.0000000	.0070408	.000236249	.0011816289
FCF	37	-2,652,978,000,000	3,634,440,112,193	225,638,071,684.86	1,444,368,354,916.167

Sumber : Lampiran 14, Hasil *Output* SPSS

Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada Tabel 2, dari keseluruhan data yang diuji dapat diketahui bahwa data yang bersifat homogen, penyebaran data baik yaitu variabel kebijakan hutang (DER), profitabilitas (ROA), dan likuiditas (CR) dikarenakan nilai standar deviasi lebih kecil daripada nilai mean.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas pada tabel 2 menunjukkan bahwa nilai signifikansi dari hasil uji normalitas sebesar 0,290 > 0.05.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima, sehingga data residual berdistribusi normal.

Uji Multikolonieritas

Hasil dari uji multikoloniearitas terbukti bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *tolerance* < 0,10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya > 95% dan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF > 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolonieritas antar variabel independen dalam model regresi.

Uji Autokorelasi

Hasil dari uji autokorelasi terbukti bahwa Nilai *Durbin-Watson* menunjukkan sebesar 1,977 dengan batas atas (du) sebesar 1,7950 dan batas bawah (dl) sebesar 1,1901, yang artinya nilai *Durbin-Watson* terletak diantara 1,7950 ≤ 1,977 ≤ 4-1,7950 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi positif atau negatif.

Uji Heteroskedastisitas

Hasil dari uji heteroskedastisitas terbukti bahwa hasil perhitungan nilai signifikansi variabel ROA, CR, SG, MOWN, FCF tidak ada satupun variabel independen yang signifikan mempengaruhi variabel dependen dengan nilai AbsUt. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas signifikannya diatas tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

Uji Statistik F

Tabel 3
Hasil Uji Statistik F

Model	Sig
Regression	0,000

Sumber : Hasil *Output* SPSS

Dari tabel 3 diperoleh bahawa nilai signifikan 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa nilai signifikansi < 0,05, yang berarti H_0 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa satu variabel yang berpengaruh terhadap *yield* obligasi dan model regresi fit.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 4
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.815[a]	.664	.610	.31516

Sumber : Hasil *Output* SPSS

Dari tabel 4 diperoleh bahwa nilai R sebesar 0,815 atau 81,5% yang artinya hubungan variabel independen memiliki korelasi yang kuat (>80% - 90%). Nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,610 atau 61%, hal ini berarti bahwa variasi variabel kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, kepemilikan manajerial, dan *free cash flow*. Sedangkan sisanya 39% dijelaskan oleh variabel lain ataupun model lain diluar variabel independen yang diteliti.

Uji Hipotesis (t-Test)

Tabel 5
Hasil Uji Statistik T

Variabel	Unstandardized Koefisien Regresi (β)	T	Sig.
ROA	-4.337	-4.978	0.000
CR	-.055	-2.698	0.011
SG	1.042	2.368	0.024
MOWN	25.662	.524	0.604
FCF	-1.002E-013	-.005	0.996

Sumber: Hasil *Output* SPSS

Hasil pengujian hipotesis pada Tabel 5 menunjukkan variabel ROA, CR, SG signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Dapat disimpulkan, hipotesis diterima. Sedangkan MOWN dan FCF tidak signifikan terhadap kebijakan hutang sehingga dapat disimpulkan, hipotesis ditolak.

Uji Residual

Tabel 6
Hasil Uji Residual

Model	T	Sig.
DER	-1,522	0,137

Sumber : Hasil *Output* SPSS

Dari tabel 6 diperoleh bahwa nilai koefisien regresi kebijakan hutang sebesar 0,137 menunjukkan nilai lebih besar dari 0,05 (tidak signifikan) dan koefisien betanya negatif sebesar -1,522, sehingga *free cash flow* tidak mampu memoderasi antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Pembahasan

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Jika perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi, berarti mampu mengelola aset dengan baik, maka mampu mendanai kebutuhan perusahaan menggunakan dana internal sehingga tidak memerlukan dana eksternal seperti hutang, atau jika perusahaan memutuskan untuk menggunakan dana pihak ekternal, maka biasanya dalam porsi yang kecil. Secara teoritis perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang yang relatif rendah dan sebaliknya.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin rendah profitabilitas, maka semakin besar kebijakan hutang. Profitabilitas yang cenderung turun karena perusahaan merugi mengakibatkan perusahaan mengambil keputusan untuk memperbesar hutang dari pihak ketiga (eksternal) untuk mendanai operasional perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Geovana (2015), Kusrini (2012), Citak dan Ersoy, et al (2012), dan Paydar dan Bardai, et al (2012) yang menyatakan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang

Semakin besar likuiditas maka perusahaan dinilai semakin mampu untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancarnya. Besarnya jumlah aset lancar yang dimiliki oleh perusahaan tersebut, membuat perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan internal dibandingkan sumber pendanaan eksternal. Secara teoritis semakin tinggi likuiditas perusahaan, maka semakin rendah kebijakan hutang. Demikian pula sebaliknya.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel likuiditas berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan likuiditas yang cenderung menurun membuktikan perusahaan sektor semen tidak mampu meningkatkan aset lancarnya, yang mudah segera diuangkan untuk membiayai kegiatan operasional. Sehingga perusahaan memutuskan untuk mencari pendanaan eksternal (hutang) untuk membiayai kegiatan operasionalnya.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Kusrini (2012) dan Paydar dan Bardai, et al (2012) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan *pecking order theory*, semakin tinggi pertumbuhan penjualan perusahaan maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal yang berasal dari laba dan pendapatan dari penjualan. Akan tetapi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan tinggi membutuhkan dana yang lebih besar untuk membiayai kegiatan operasionalnya yang kemungkinan tidak tercukupi hanya dari sumber pendanaan internal, sehingga perusahaan memutuskan untuk mengambil sumber pendanaan eksternal. Oleh sebab itu semakin besar tingkat penjualan maka

semakin besar kemungkinan perusahaan menggunakan hutang.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi menandakan bahwa perusahaan mengalami ekspansi sehingga kebutuhan dana perusahaan semakin besar. Contohnya PT. Semen Indonesia telah memulai pembangunan dua unit pabrik baru di Padang, Sumatera Barat dan di Rembang, Jawa Tengah. Hal ini mendorong keinginan untuk mendapatkan dana dari luar perusahaan sangat tinggi, karena kemungkinan dana perusahaan yang berasal dari internal tidak mencukupi seluruh kebutuhan kegiatan operasional perusahaan sehingga semakin besar tingkat penjualan, maka semakin besar hutang.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Geovana (2015) dan M. Syafiudin Hidayat (2013) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijkan Hutang

Manajer yang memiliki saham perusahaan akan merasakan manfaat langsung dari pengambilan keputusan yang benar dan turut merasakan kerugian atau menanggung konsekuensi langsung jika keputusan yang diambil salah, sehingga para manajer akan berusaha semaksimal mungkin dalam mengelola perusahaan dan berhati-hati dalam mengambil keputusan. Para manajer cenderung menggunakan hutang yang rendah dan meminimalisir tingkat resiko yang ada.

Tingginya kepemilikan saham oleh manajer dalam membiayai perusahaan tidak lagi dengan hutang tapi dengan menerbitkan saham. Hasil dari penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menetapkan bahwa urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini mencerminkan bahwa manajer perusahaan sektor semen di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang karena jumlah saham yang dimiliki pihak manajer pada perusahaan sektor semen yang terdaftar di BEI masih sangat kecil, rata-rata Kepemilikan Manajerial tidak mencapai 1% hanya berkisar 0,02% . Artinya Manajer tidak mempunyai wewenang dalam menentukan sumber pendanaan eksternal karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas. Kepemilikan saham yang dimiliki manajer lebih banyak berfungsi cenderung sebagai kontrol bagi pemegang saham terhadap kinerja manajemen dalam rangka mengurangi *agency cost.*

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Nuraini Desty Nurmasari (2015), M. Syafiudin Hidayat (2013), Hardiningsih dan Meita Oktaviani (2012), Eva Larasati (2011), Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi kemampuan perusahaan membayar hutang. *Free cash flow* yang tersedia di perusahaan menjadikan perusahaan semakin sehat karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan dan pembayaran hutang. Keberadaan Free Cash Flow akan mengurangi kebutuhan akan dana ekternal perusahaan.

Berdasarkan *pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan

operasionalnya, sehingga jika perusahaan mempunyai dana internal yang cukup maka perusahaan tidak akan menggunakan dana eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang mempunyai *free cash flow* yang tinggi berarti mempunyai dana internal berlebih yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi aset tetap. Dana tersebut dapat saja tidak digunakan untuk melunasi hutang karena pemilik (melalui rapat RUPS) memutuskan untuk membagikannya dalam bentuk deviden. Sehingga *free cash flow* tidak mempengaruhi besar kecilnya hutang.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Hardiningsih & Meita Oktaviani (2012) serta penelitian Narita (2012) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *Free Cash Flow* sebagai *variabel moderasi* terhadap hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Hutang

Semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi kemampuan perusahaan membayar hutang. *Free cash flow* yang tersedia di perusahaan menjadikan perusahaan semakin sehat karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan dan pembayaran hutang.

Kepemilikan manajerial cenderung mengurangi hutang. Semakin meningkat kepemilikan manajerial akan menyebabkan manajemen lebih berhati-hati dalam mencari sumber dana. Para manajer akan mengambil lebih sedikit keputusan yang akan mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena bagian biaya yang mereka akan tanggung meningkat. Sehingga kepemilikan manajerial yang tinggi, maka kebijakan untuk melakukan peminjaman dana dari pihak eksternal semakin rendah. Jumlah Hutang yang rendah bisa jadi dikarenakan perusahaan memiliki *Free cash flow* yang berlebih (tinggi). Jadi secara teoritis dapat ditarik kesimpulan bahwa keberadaan *free cash flow* akan mempengaruhi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa *free cash flow* sebagai variabel moderating tidak mampu memperkuat hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Hal tersebut menunjukkan pengambilan keputusan dalam kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh keberadaan kepemilikan manajerial dan kelebihan kas perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Hardiningsih dan & Meita Oktaviani (2012) dan Narita (2012) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dengan *free cash flow* sebagai variabel moderating. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor semen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2016. Jumlah sampel yang digunakan adalah 37 sampel. Teknik pengambilan pengambilan sampel menggunakan sampling jenuh atau sensus yaitu teknik penentuan sampel bila semua anggota populasi digunakan sebagai sampel. Data yang diperoleh dalam penenlitian ini, selanjutnya diolah dengan menggunakan SPSS versi 21.

Kesimpulan

Berdasarkan analisis pada pembahasan atas hasil pengelolahan data dan perhitungan regresi linier berganda dan uji residual yang telah dilakukan maka dalam penelitian ini dapat disimpulkan :

1. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hal ini disebabkan perusahaan yang memiliki profitabilitas rendah, maka semakin tinggi kebijakan hutang karena profitabilitas yang cenderung rendah menunjukkan bahwa perusahaan merugi mengakibatkan perusahaan mengambil keputusan untuk memperbesar hutang dari pihak ketiga (eksternal) untuk mendanai operasional perusahaan.

2. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan yang memiliki likuiditas rendah menggunakan hutang yang relatif tinggi karena likuiditas yang cenderung rendah menunjukkan bahwa perusahaan tidak mampu meningkatkan aset lancarnya untuk membiayai kegiatan operasional. Sehingga perusahaan memutuskan untuk mencari pendanaan eksternal (hutang) untuk membiayai kegiatan operasionalnya.
3. Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan semakin besar pertumbuhan penjualan maka semakin besar hutang yang digunakan. Karena perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi menandakan bahwa perusahaan mengalami ekspansi sehingga kebutuhan dana perusahaan semakin besar. Hal ini mendorong keinginan untuk mendapatkan dana dari luar perusahaan sangat tinggi, karena kemungkinan dana perusahaan yang berasal dari internal tidak mencukupi seluruh kebutuhan kegiatan operasional perusahaan.
4. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan manajer perusahaan bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang karena jumlah saham yang dimiliki pihak manajer pada perusahaan masih sangat kecil. Artinya manajer tidak mempunyai wewenang dalam menentukan sumber pendanaan eksternal karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas. Kepemilikan saham yang dimiliki manajer lebih banyak berfungsi cenderung sebagai kontrol bagi pemegang saham terhadap kinerja manajemen dalam rangka mengurangi *agency cost.*
5. *Free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan besar kecilnya FCF tidak mempengaruhi tinggi rendahnya kebijakan hutang. Perusahaan yang mempunyai *free cash flow* yang tinggi berarti mempunyai dana internal berlebih yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi aset tetap. Dana tersebut tidak digunakan untuk melunasi hutang karena pemilik memutuskan untuk membagikannya dalam bentuk deviden. Sehingga *free cash flow* tidak mempengaruhi besar kecilnya hutang.
6. *Free cash flow* tidak mampu mempengaruhi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Artinya, *free cash flow* tidak mampu memperkuat hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Karena tinggi atau rendahnya *free cash flow* tidak akan mempengaruhi jumlah atau prosentase kepemilikan manajerial di perusahaan.

Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini yang mungkin dapat menimbulkan gangguan terhadap hasil penelitian. Keterbatasan-keterbatasan tersebut antara lain :

1. Ruang lingkup atau sampel penelitian ini terbatas pada subyek penelitian, yaitu perusahaan sektor semen, sehingga hasil penelitian kurang dapat digeneralisasikan untuk perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Pada penelitian ini sebagian besar variabel kepemilikan manajerial tidak

dilaporkan di dalam laporan keuangan perusahaan sektor semen, sehingga berdampak pada hasil penelitian yang kurang akurat.

Saran

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka peneliti memberikan saran-saran yang mungkin dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan, yaitu :

1. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan untuk menambah sampel penelitian dan memperluas sampel agar mendapatkan hasil penelitian yang lebih baik.
2. Penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan untuk menggunakan variabel penelitian selain kepemilikan manajerial sebagai variabel independen misalnya struktur aktiva, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan

DAFTAR RUJUKAN

Adrianto, Byan. 2013. "Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Basic Industry and Chemical di BEI". Skripsi, Universitas Diponegoro.

Andina, Z & A. M. HARYANTO. 2013. "Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2010". Skripsi, Universitas Diponegoro Semarang.

Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan.* Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.

Christiawan, Yulius Jogi dan Josua Tarigan. 2007. "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan. Vol. 9, No. 1.* Mei.

Citak, L. & Ersan Ersoy. 2012. "The determinants of corporate debt ratio: an empirical analysis on Turkish corporations".

D. Nurmasari, N. 2015. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)". Skripsi, Universitas Diponegoro Semarang.

D. Rosdini. 2009. "Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Policy". *Abstrak.*

Damayanti, D & T. Hartini. 2014. "Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Sektor Consumer Goods di BEI Periode 2008-2012".

Fahmi, Irham. 2011. "*Analisis Laporan Keuangan*." Bandung: Alfabeta.

Gantino, Rilla. 2014. "Pengaruh Kebijakan Deviden, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Likuiditas dan Petumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012". Skripsi Hibah

Penelitian Perguruan Tinggi, Universitas Esa Unggul.

Geovana, Rosella Selvilita. 2015. "Pengaruh *Growth Sales*, Profitabilitas, *Operating Leverage*, dan *Tax Rate* Terhadap Kebijakan Hutang". *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi.* Vol. 4 No. 4

Ghozali dan Chairiri. 2007. *Teori Akuntansi*. Edisi ketiga. Semarang: Badan Penerbit Universitas Dipinegoro.

Gusti, B. F. 2013. "Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)". *Jurnal Akuntansi*, 1(2).

Hardiningsih, P. & R. M. Oktaviani. 2012. "Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory danPecking Order Theory)". *Jurnal Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*. 1(Januari). hal. 11-24.

Herawati, Kurnia Dwi Santi. 2010. "Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia". Rangkuman Skripsi, STIE Perbanas

Hidayat, M. S. 2013. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang". *Jurnal Ilmu Manajemen*. 1(Januari). hal. 12-25.

Imam Ghozali. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS.* Cetakan ke V. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.

Januarti. 2009. "Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure Terhadap Biaya Hutang". Universitas Petra Surabaya

Jensen, Michael C. dan William H. Meckling, "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics.* October 1976, hal. 305 - 360.

Jonathan, Sarwono. 2005. *Teori dan Latihan Menggunakan SPSS*. Yogyakarta: Andi.

K., Rizqiana. 2013. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan yang Masuk Di JII Periode 2009-2012". Skripsi, UIN SUNAN KALIJAGA).

Kaaro, Hermeindito. 2001. *Analisis Leverage dan Dividen Dalam Lingkungan Ketidakpastian : Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory.* Simposium Nasional Akuntansi IV.

Kasmir. 2010. *Analisis Laporan Keangan*. Jakarta: Rajawali Pres.

Kesuma, Ali. 2009. "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahan Real Estate yang Go Publik Di BEI". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol II. No.1. hal. 38-45

Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. 2014. Intermediate Accounting Volume 1 IFRS

Edition. United States of America : Wiley.

Kusrini, Hari. 2012. "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang". Tugas Akhir Program Magister, Universitas Terbuka Jakarta

M., Hanafi Mamduh. dan Abdul Halim. 2016. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Kelima. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE

Manurung Haymans, Adler. 2012. *Teori Keuangan Perusahaan*. Jakarta : PT Adler Manurung Press.

Masdupi, Erni. 2005. "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol.20, No. 1 Januari. hal. 57-69.

Myers dan Brealey. 2007. *Principle of Corporate Finance*. Mcgraw-Hill College.

Narita, R.M. 2012. "Analisis Kebijakan Hutang". *Accounting Analysis Journal*. Vol. 1. No. 2 November.

Ozkan, Aydin. 2001. "Determinants of Capital Structure and Adjusment to Long Run Target : Evidence from UK Company Panel Data". *Journal of Business Finance & Accounting*. 1 & 2 January/March. hal. 28

Paydar, M. & Barjoyai Bardai. 2013. "Leverage behavior of Malaysian manufacturing companies a case observation of the industrial sector's companies in bursa Malaysia". *Al-Madinah Managment and Finance Science*, *1*(1).

Pradhana. A., T. Taufik. dan L. Anggraini. 2015. "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Online Mahasiswa Bidang Ilmu Ekonomi*. 1(Februari). hal. 1-15.

Purba, Lenra Juni Remember. 2011. "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang." Skripsi. Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang

Putri Indahningrum, Rizka. & Ratih Handayani. 2009. "Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, free cash flow dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 11(Maret). hal. 189-207.

Rizal Nurman Salam, Muhamad. 2014. "Pengaruh Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Deviden Pada Perusahaan Sektor Semen yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Vol. 1 (6). ISSN 2088-2270.*

S. Kalia, N. 2015. "Pengaruh Penggunaan Hutang Terhadap Profitabilitas pada PT. Semen Gresik, Tbk". *Jurnal Ilmu & Riset Manajemen*.

Sartono, A. 2001.*Manajemen Keuangan*. Edisi Keempat. BPFE: Yogyakarta.

Setiana, E. 2013. "Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)". *Jurnal Telaah Akuntansi*. 15 (Januari). hal. 16-33.

Siregar, Syofian. 2013. *Metode Penelitian Kuantitatif*. Jakarta : Kencana Prenada Media Group.

Sri dan Andriana Murni. 2007. "Pengaruh Kepemilikan manajerial, Instutional Investor Dividend Payment, dan Firm Growth terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 7, No. 1, Pebruari. Hal. 15-24.

Subramanyam, K.R dan John J. Wild, 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat

Sugiyono. 2015. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D*. Edisi 22. Bandung: Alfabeta

Sujoko, Ugy dan Soebiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Ekonomi Manajemen*. Surabaya: Universitas Kristen Petra.

Sukma, Ariyanti P. 2013. "Insider Ownership, Dividen, dan Kebijakan Hutang: Peran Moderasi Free Cash Flow". *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*. 9 (Januari). hal. 69-91.

Supranto, J. 2001. *Statistik Teori dan Aplikasi*. Cetakan Kedua. Jakarta: Erlangga.

Susanti, Faria. 2016. "Pengaruh Likuiditas, Kebijakan Deviden, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013". *Jurnal Akuntansi*. 5 (Agustus).

Susanto, Yulius K. 2011. "Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen,Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistimatik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13, No. 3 Desember 2011. hal. 195-210.

Syafri Sofyan Harahap. 2015. *Analisa Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.

Y, Sigit Hutomo B. dan M. Roland Perdana. 2008. "Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Debt to Equity Ratio dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Moderating". *Jurnal Eksekutif*. 5 (1)

Zahra, Aziza Reza. 2010. "Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, SIZE dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan yang Masuk di JII periode 2003-2008". Skripsi, UIN Sunan Kalijaga.

id.beritasatu.com