

**PENGARUH FREE CASH FLOW, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, LIKUIDITAS DAN PERTUMBUHAN
PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG
(Studi Pada Perusahaan BUMN Non Sektor Keuangan yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2022)**

Skripsi

Untuk memenuhi sebagai persyaratan

Memenuhi Derajat S1

Program Studi Akuntansi



Disusun Oleh:

Zulviatul Rohmah

Nim: 31402000326

**UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG SEMARANG
FAKULTAS EKONOMI PROGRAM STUDI AKUNTANSI
SEMARANG**

2024

HALAMAN JUDUL

**PENGARUH FREE CASH FLOW, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, LIKUIDITAS DAN PERTUMBUHAN
PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

**(Studi Pada Perusahaan BUMN Non Sektor Keuangan yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2022)**

Skripsi

Untuk memenuhi sebagai persyaratan

Memenuhi Derajat S1

Program Studi Akuntansi



Disusun Oleh:

Zulviatul Rohmah

Nim: 31402000326

**UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG SEMARANG
FAKULTAS EKONOMI PROGRAM STUDI AKUNTANSI
SEMARANG**

2024

HALAMAN PENGESAHAN

SKRIPSI

**PENGARUH FREE CASH FLOW, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, LIKUIDITAS DAN PERTUMBUHAN
PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG (Studi Pada
Perusahaan BUMN Non Sektor Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2018-2022)**

Disusun Oleh :

Zulviatul Rohmah

31402000326

Telah disetujui oleh pembimbing dan selanjutnya dapat diajukan dihadapan
sidang panitia ujian Skripsi

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi

Universitas Islam Sultan Agung Semarang

Semarang, 13 Mei 2024

Pembimbing,



Devi Permatasari, SE., M.Si., Ak., CA.

NIK. 211413024

HALAMAN PERSETUJUAN

**PENGARUH FREE CASH FLOW, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, LIKUIDITAS DAN PERTUMBUHAN
PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

**(Studi Pada Perusahaan BUMN Non Sektor Keuangan yang Terdaftar di Bursa
Efek Indonesia Tahun 2018-2022)**

Disusun Oleh :

Zulviatul Rohmah

31402000326

Telah dipertahankan didepan dosen penguji

Pada tanggal 21 Mei 2024

Susunan Dewan Penguji

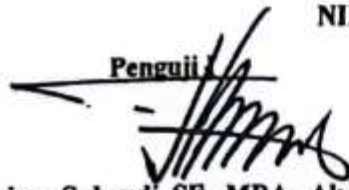
Dosen Pembimbing



Devi Permatasari, SE., M.Si., Ak., CA.

NIK. 211413024

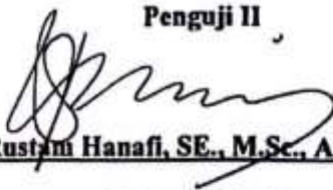
Penguji I



Dr. Chrisna Suhendi, SE., MBA., Ak., CA

NIK. 210493034

Penguji II



Rustam Hanafi, SE., M.Sc., Akt., CA

NIK. 211403011

Skripsi ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar Sarjana

Akuntansi pada tanggal 27 Mei 2024

Ketua Program Studi Akuntansi



Provita Wijayanti, SE., M.Si., Ph.D Ak., CA., IFP., AWP

NIK : 211403012

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN SKRIPSI

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Zulviatul Rohmah

Nim : 31402000326

Program Studi : S1 Akuntansi

Fakultas : Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung

Dengan ini menyatakan bahwa penelitian dengan judul **“PENGARUH FREE CASH FLOW, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, LIKUIDITAS, DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN (Studi pada Perusahaan BUMN Non Sektor Keuangan yang Terdaftar di BEI tahun 2018-2022)”** adalah karya orisinil peneliti sendiri dan tidak ada unsur plagiat dari karya orang lain dengan cara yang tidak sesuai etika yang berlaku dalam kaidah keilmuan. Atas pernyataan ini peneliti siap menerima sanksi apabila dikemudian hari ditemui pelanggaran etika akademik dalam skripsi ini.”

Semarang, 5 Juni 2024



Zulviatul Rohmah

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO:

“Sesungguhnya jika kamu bersyukur, pasti Kami akan menambah (nikmat) kepadamu”

(Q.S Ibrahim : 7)

"Ingatlah, hanya dengan mengingat Allah semua hati akan menjadi tenang."

(Q.S Ar-Ra'ad : 28)

“Do not carry the worries of this life because this is for Allah. And do not carry the worries of sustenance because it is from Allah. And do not carry anxiety for the future because it is the Hands of Allah. Carry one thing. Pleasing Allah. Because if you please Him, He pleases you, fulfils you and enriches you.”

(Ibn Al-Qayyim)

PERSEMBAHAN :

Skripsi ini penulis persembahkan untuk :

1. Kedua orang tuaku tersayang
2. Keluarga tercinta
3. Teman-teman yang telah memberikan bantuan dan saran untuk kesuksesan skripsi ini

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN non sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2018-2022. Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif yang menggunakan strategi penelitian asosiatif dengan tipe kausalitas. Populasi dalam penelitian ini yaitu 24 perusahaan BUMN non sektor keuangan yang terdaftar di BEI. Penarikan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan selama periode penelitian, menggunakan mata uang rupiah dalam laporan keuangannya dan menyajikan data secara lengkap yang dibutuhkan peneliti, sehingga diperoleh sampel sebanyak 12 perusahaan BUMN non sektor keuangan dengan periode pengamatan selama 5 tahun. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian secara parsial menunjukkan bahwa (1) *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (2) kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (3) kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (4) likuiditas secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (5) pertumbuhan perusahaan secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Secara simultan, *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan secara bersama-sama memengaruhi kebijakan hutang.

Kata Kunci : *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas, pertumbuhan perusahaan, kebijakan hutang

ABSTRACT

This study aims to see the effect of free cash flow, institutional ownership, managerial ownership, liquidity and company growth on debt policy in non-financial sector BUMN companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2018-2022. This type of research is quantitative research that uses an associative research strategy with a causality type. The population in this study were 24 non-financial sector BUMN companies listed on the IDX. The sample withdrawal was carried out by purposive sampling method, with the criteria that the company published financial reports during the study period, used rupiah currency in its financial statements and presented complete data needed by researchers, so that a sample of 12 non-financial sector BUMN companies was obtained with an observation period of 5 years. The data analysis technique used is multiple linear regression analysis. Partial research results show that (1) free cash flow has a negative and significant effect on debt policy (2) institutional ownership partially has a negative and significant effect on debt policy (3) managerial ownership partially has a negative and significant effect on debt policy (4) liquidity partially has a negative and significant effect on debt policy (5) company growth partially has no significant effect on debt policy. Simultaneously, free cash flow, institutional ownership, managerial ownership, liquidity, and company growth together affect debt policy.

Keywords: *free cash flow, institutional ownership, managerial ownership, liquidity, company growth, debt policy*

INTISARI

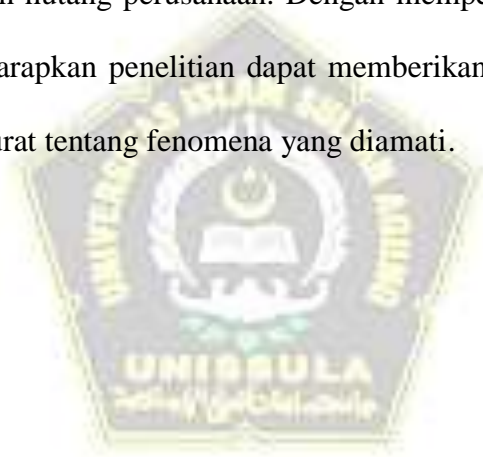
Penelitian ini menguji tentang faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang, variabel yang digunakan dalam penelitian ini dan diindikasikan mampu memengaruhi kebijakan hutang yaitu *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan. Kebijakan hutang merupakan keputusan manajemen mengenai berapa banyak hutang yang harus digunakan untuk sumber pendanaannya yang berguna untuk membiayai operasional perusahaan. Studi ini berlandaskan dua teori utama, yaitu teori keagenan dan teori *pecking order*. Terdapat 5 hipotesis dalam pada studi yaitu: a) *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang b) kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang c) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang d) likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang e) pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Studi ini meneliti perusahaan BUMN non sector keuangan yang tercatat di BEI antara tahun 2018 sampai tahun 2022. Dan teknik *purposive sampling* merupakan metode pengumpulan penulisan ini. Sebanyak 12 sampel yang lolos kriteria penelitian dianalisis dengan teknik regresi linier berganda dan uji hipotesis, dengan data yang bersumber dari laporan tahunan perusahaan dan diolah menggunakan SPSS 23

Berdasarkan pengujian hipotesis pada penelitian ini, maka penelitian ini menyatakan bahwa a) *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap

kebijakan hutang b) kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang c) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang d) likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang e) pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah meneliti perusahaan di sektor lain dan menambahkan variabel struktur aset, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Variabel-variabel ini berpotensi memberikan kontribusi signifikan dalam menjelaskan kebijakan hutang perusahaan. Dengan mempertimbangkan variabel-variabel tersebut, diharapkan penelitian dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif dan akurat tentang fenomena yang diamati.



KATA PENGANTAR

Puji syukur kita haturkan kepada Allah SWT yang telah melimpahkan segala karunia, hidayah dan inayah-Nya sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Likuiditas dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan BUMN Non Sektor Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2022)” dalam rangka memenuhi sebagian persyaratan mencapai derajat S1 Ekonomi jurusan Akuntansi dari Universitas Islam Sultan Agung Semarang.

Penulis sadar bahwa terselesaikannya skripsi ini tidak terlepas dari bimbingan, semangat, dukungan dan doa yang telah diberikan baik secara langsung maupun tidak langsung selama proses penyusunan skripsi. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada::

1. Bapak Prof. Dr. Heru Sulisty, SE, M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
2. Ibu Provita Wijayanti, SE., M.Si, Ph.D Ak., CA, IFP, AWP selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
3. Ibu Devi Permatasari, SE, M.Si, Ak, CA, dosen pembimbing yang terhormat, terima kasih atas kesabaran, bimbingan, dan arahan yang tiada henti selama proses penyusunan skripsi ini. Dedikasi dan ketelitian Ibu dalam membimbing penulis sangatlah berharga dan tak terlupakan.

4. Ibu Maya Indriastuti, SE, M.Si, Ak, CA selaku Dosen Wali
5. Seluruh Dosen dan Staff Fakultas Ekonomi Unissula atas kerja sama dan bantuannya selama menempuh perkuliahan.
6. Bapak tersayang dan Ibu tercinta, dua orang yang sangat berjasa bagi penulis. Terimakasih atas segala doa, cinta, kasih sayang dan segala bentuk yang telah diberikan, sehingga penulis selalu merasa terdukung atas segala pilihan dan keputusan yang diambil, serta tanpa lelah mendengar keluh kesah penulis sampai saat ini. Semoga Allah SWT selalu menjaga kalian.
7. Ketiga kakak saya dan keluarga besar yang selalu ada untuk menemani dan memberikan dukungan di momen-momen tersulit bagi penulis.
8. Habiba Meilinda Rizqina, sosok teman yang selalu ada, terimakasih untuk telinga yang siap mendengar, untuk tangan yang selalu diulurkan dan ucapan manis yang menguatkan. Terimakasih telah hadir dalam cerita kehidupan penulis.
9. Sahabat dan teman-teman, yang memberikan dukungan, bantuan berupa masukan dan kritik, waktu luang, doa, selalu menjadi pendengan dan pemberi salusi yang baik disetiap masalah yang dihadapi penulis, serta selalu mengingatkan keseimbangan dunia dan akhirat.
10. Seluruh teman teman jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang Angkatan 2020.
11. Semua pihak baik secara langsung maupun tidak langsung telah berkontribusi membantu dalam menyelesaikan skripsi ini.

Dengan penuh kesadaran, penulis mengakui bahwa skripsi ini masih jauh dari kata sempurna. Keterbatasan pengetahuan dan kemampuan penulis menjadi faktor utama dalam hal ini. Oleh karena itu, penulis dengan terbuka menerima kritik dan saran yang membangun dari pembaca demi penyempurnaan skripsi ini. Penulis berharap skripsi ini dapat memberikan sumbangsih dan manfaat bagi para pembaca, khususnya bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

Semarang, 13 Mei 2024

Penulis



Zulviatul Rohmah



DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	vii
ABSTRAK.....	viii
<i>ABSTRACT</i>	ix
INTISARI.....	x
KATA PENGANTAR.....	xii
DAFTAR ISI.....	xv
DAFTAR TABEL.....	xviii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xx
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	8
1.3. Tujuan Penelitian.....	9
1.4. Manfaat Penelitian.....	10
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	12
2.1. Landasan Teori.....	12
2.1.1. Teori Keagenan (Agency Theory).....	12
2.1.2. <i>Pecking Order Theory</i>	15
2.1.3. Kebijakan Hutang.....	17
2.1.4. Free Cash Flow.....	20

2.1.5.	Kepemilikan Institusional	22
2.1.6.	Kepemilikan Manajerial.....	23
2.1.7.	Likuiditas.....	24
2.1.8.	Pertumbuhan Perusahaan	25
2.2.	Penelitian Terdahulu.....	26
2.3.	Kerangka Pemikiran Teoritis.....	31
2.4.	Pengembangan Hipotesis.....	33
2.4.1	Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang	33
2.4.2	Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang ..	35
2.4.3	Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang.....	36
2.4.4	Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang	37
2.4.5	Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang ...	38
BAB III METODE PENELITIAN.....		40
3.1	Jenis Penelitian	40
3.2	Populasi dan Sampel.....	40
3.2.1	Populasi	40
3.2.2	Sampel.....	40
3.3	Sumber dan Jenis Data	41
3.4	Metode Pengumpulan Data	41
3.5	Definisi Operasional Variabel	42
3.5.1	Variabel Dependen (Y)	42
3.5.2	Variabel Independen (X).....	43
3.6	Teknik Analisis Data	45
3.6.1	Analisis Statistik Deskriptif	45
3.6.2	Uji Asumsi klasik.....	46

3.6.3	Analisis Regresi Linier Berganda	48
3.6.4	Uji Statistik F (Uji Simultan)	49
3.6.5	Koefisien Determinasi (R^2)	50
3.6.6	Uji Statistik t (Uji Parsial)	50
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN		52
4.1	Deskripsi Objek Penelitian	52
4.2	Analisis Data	53
4.2.1	Analisis Statistik Deskriptif	53
4.2.2	Uji Asumsi Klasik	56
4.2.3	Analisis Regresi Linier Berganda	62
4.2.4	Uji Statistik F (Uji Simultan)	64
4.2.5	Koefisien Determinasi (R^2)	65
4.2.6	Uji Statistik t (Uji Parsial)	66
4.2.7	Pembahasan	68
BAB V PENUTUP		74
5.1	Kesimpulan	74
5.2	Saran	75
5.3	Keterbatasan	76
DAFTAR PUSTAKA		77
LAMPIRAN		85

DAFTAR TABEL

Tabel 1 Total Liabilitas/Hutang Emiten BUMN Karya (Kuartal I 2023)	2
Tabel 2.1 Penelitian terdahulu Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang	26
Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang	27
Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang	28
Tabel 2.4 Penelitian Terdahulu Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang	29
Tabel 2.5 Penelitian Terdahulu Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang	30
Tabel 4. 1 Kriteria Pemilihan Sampel	52
Tabel 4. 2 Hasil Uji Statistik Deskriptif	54
Tabel 4. 3 Hasil Uji Normalitas <i>Kologorov-Smirnov</i>	57
Tabel 4. 4 Hasil Uji Normalitas <i>Kolmogorov-Smirnov</i> Setelah Outlier	58
Tabel 4. 5 Hasil Uji Multikolinearitas	59
Tabel 4. 6 Hasil Uji Autokorelasi- Run Test	60
Tabel 4. 7 Hasil Uji Heteroskedastisitas - Uji <i>Park</i>	62
Tabel 4. 8 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	63
Tabel 4. 9 Hasil Uji Statistik F	65
Tabel 4. 10 Hasil Uji Koefisien Determinasi	66
Tabel 4. 11 Hasil Uji Statistik t	66

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2. 1 Model Penelitian	32
Gambar 4. 1 Hasil Uji Heteroskedastisitas Scatter Plot.....	61



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Sampel Perusahaan.....	86
Lampiran 2 Tabulasi Data Free Cash Flow.....	87
Lampiran 3 Tabulasi Data Kepemilikan Institusional	87
Lampiran 4 Tabulasi Data Kepemilikan Manajerial	88
Lampiran 5 Tabulasi Data Likuiditas.....	88
Lampiran 6 Tabulasi Data Pertumbuhan Perusahaan	89
Lampiran 7 Tabulasi Data Kebijakan Hutang.....	89
Lampiran 8 Hasil Uji Statistik Deskriptif	90
Lampiran 9 Hasil Uji Normalitas - Sebelum Outlier	90
Lampiran 10 Hasil Uji Normalitas - Setelah Outlier	90
Lampiran 11 Hasil Uji Multikolinieritas.....	91
Lampiran 12 Hasil Uji Autokorelasi.....	92
Lampiran 13 Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	92
Lampiran 14 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	92
Lampiran 15 Hasil Uji Koefisien Determinasi.....	93
Lampiran 16 Hasil Uji Statistik F.....	93
Lampiran 17 Hasil Uji Statistik t.....	93

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pertumbuhan ekonomi Indonesia meningkat setiap tahunnya sejalan dengan era globalisasi ekonomi. Pertumbuhan tersebut menciptakan persaingan yang kompetitif di zaman globalisasi ini, sehingga setiap organisasi perlu lebih kreatif dan beradaptasi agar tetap menjadi yang terdepan dan mampu bersaing dengan kompetitor. Perusahaan membutuhkan modal yang signifikan untuk dapat tumbuh dalam lingkungan persaingan bisnis yang semakin menantang.

Yulianto (2010) menyatakan pembiayaan merupakan hal yang sangat penting bagi suatu usaha karena dengan sumber pembiayaan yang memadai maka usaha tersebut dapat mencapai tujuan utamanya, yaitu meraih keuntungan. Secara umum, sumber pendanaan bagi perusahaan terdapat dua bentuk yaitu sumber *internal* dan *external fund*. *Internal funding* berupa laba ditahan yaitu keuntungan yang belum diberikan kepada para *shareholder* atau masih disimpan oleh entitas. Sedangkan untuk dana eksternal ialah dana yang didapatkan dari pemberian pinjaman berupa hutang oleh para kreditur dan pemilik yang disebut modal (Ahyuni et al., 2018; Rahayu & Yasa, 2018). Dengan meningkatnya pertumbuhan ekonomi dan bisnis, perusahaan tidak lagi dapat mengandalkan pendanaan internal semata untuk memenuhi kebutuhan mereka. Dalam menjalankan kegiatan bisnisnya, perusahaan membutuhkan dana untuk operasional dan investasi. Untuk memastikan

kelancaran kegiatan operasional sehari-hari, manajer akan mencari sumber pendanaan guna mencukupi kebutuhan modal entitas.

Manajemen perusahaan diharuskan agar mendapatkan dana tambahan dari sumber eksternal yaitu hutang. Perusahaan memandang penggunaan hutang sebagai pilihan yang lebih aman dibandingkan menerbitkan saham baru, dan hal ini didasarkan pada beberapa alasan. Pertama, berkaitan dengan pertimbangan biaya penerbitan saham baru. Biaya modal utang cenderung lebih kecil daripada biaya emisi saham. Hal ini karena penurunan harga saham lama akan terjadi yang disebabkan adanya *right issue*. Kedua, manajer khawatir harga saham akan turun karena melakukan penawaran umum saham akan diinterpretasikan sebagai berita buruk oleh para investor. Penggunaan hutang juga dapat membantu perusahaan mengurangi jumlah pajak yang harus dibayarkan kepada negara (Rahayu & Yasa, 2018).

Menteri BUMN, Erick Thohir mengungkapkan bahwa total hutang perseroan negara hingga tahun 2022 mencapai Rp 1.640 triliun. Angka ini mengalami peningkatan yang signifikan dibandingkan dengan tahun sebelumnya yaitu sebesar Rp 1.580 triliun. Hutang yang besar ini terdapat pada berbagai sektor-sektor bisnis seperti infrastruktur, kelistrikan, penerbangan, perkebunan dan transportasi (Lidyana, 2023).

Tabel 1 Total Liabilitas/Hutang Emiten BUMN Karya (Kuartal I 2023)

No	Nama	Nilai (Rp)
1	Waskita Karya	84.376.466.375.995
2	Wijaya Karya	55.768.765.467.000

3	PT PP	43.814.898.697.583
4	Adi Karya*	30.291.141.109.889
		*belum diaudit

Sumber : katadata.co.id, 2023

Tabel 1 diatas merupakan daftar hutang pada BUMN Karya yang telah menerbitkan laporan keuangannya per kuartal I. BUMN Karya merupakan sebutan badan usaha milik negara yang bergerak dibidang konstruksi. Masing-masing BUMN Karya tersebut memiliki hutang dalam jumlah besar. Pada akhir kuartal I 2023, Waskita Karya memiliki total liabilitas atau hutang Rp 84,4 triliun. Pada periode yang sama, Wijaya Karya memiliki total hutang Rp 55,8 triliun. Kemudian total hutang PT Pembangunan Perumahan mencapai Rp 43,8 triliun. Sementara, total hutang Adi Karya mencapai Rp 30,3 triliun. Dari data tersebut menunjukkan bahwa Waskita Karya adalah BUMN Karya dengan total hutang paling besar pada kuartal I 2023.

Pengamat BUMN, Toto Pranoto mengungkapkan bahwa BUMN Karya tengah menjalankan bisnis komersial dan melaksanakan pekerjaan penugasan pemerintah atau PSO (*Public Service Obligation*). Karena struktur modal yang tidak terlalu kuat, sebagian besar investasi modal dibiayai melalui hutang. Hal ini menyebabkan akumulasi hutang yang tinggi dan menghambat proses divestasi proyek yang telah selesai. Dampaknya, sebagian besar BUMN Karya menghadapi rasio hutang yang buruk, dan langkah pertama adalah memperbaiki struktur hutang perusahaan tersebut (A. R. Sari, 2023). Selain BUMN yang beroperasi disektor infrastruktur, di sektor pembangkit listrik juga memiliki

tingkat hutang yang tinggi karena mereka membutuhkan investasi yang besar untuk membangun dan mengoperasikan aset-aset fisik mereka. Hutang ialah semua kewajiban finansial korporasi yang belum diselesaikan kepada pihak yang bersangkutan (Yuliana, 2020). Semakin tinggi jumlah utang yang dibebankan kepada perusahaan, semakin besar risiko terhadap kemampuan perusahaan untuk menghadapi kesulitan keuangan dan gagal memenuhi kewajibannya. Oleh sebab itu, perusahaan penting untuk memiliki kewajiban hutang yang tepat agar penggunaan hutang dapat membantu pertumbuhan dan perkembangan perusahaan sehingga tidak menyebabkan terjadinya gagal bayar kewajiban atau hutang (Rahayu & Yasa, 2018).

Kebijakan hutang ialah prosedur yang dipakai oleh manajemen untuk menyediakan dana bagi perusahaan, yang selanjutnya bisa dimanfaatkan untuk pengelolaan operasional perusahaan (Fitri et al., 2022; Nurfathirani & Rahayu, 2020). Semakin tinggi proporsi hutang perusahaan, maka biaya modal dan bunga yang wajib dibayarkan juga semakin tinggi. Selain itu, resiko kebangkrutan juga akan semakin meningkat. Oleh karena itu, perusahaan perlu mengambil kebijakan hutang secara bijaksana supaya hutang yang dipergunakan dapat mendukung pertumbuhan dan perkembangan perusahaan, serta mencegah kegagalan dalam membayar hutang. Penulisan ini membatasi penjelasan tentang berbagai aspek yang dapat mendampaki kebijakan hutang yang meliputi, *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan.

keuntungan bersih yang dihasilkan oleh operasional perusahaan sesudah dikurangi dengan investasi, *working capital* dan *fixed asset* pada periode akuntansi dikenal sebagai arus kas bebas (Susilo et al., 2017). Perusahaan dengan *free cash flow* positif mempunyai kemampuan untuk mendanai pertumbuhan internal, memenuhi kewajiban, membagikan dividen kepada share holder dan menikmati fleksibilitas keuangan. Ketika aliran kas bebas kurang, hal ini dapat menjadi tanda awal adanya masalah likuiditas yang dapat memengaruhi kemampuan perusahaan untuk menjalankan operasional secara lancar. Arus kas bebas yang memadai menjadi indikator kesehatan keuangan perusahaan dan kemampuannya untuk mengelola hutang (Afiezan et al., 2020).

Almarjan dkk. (2020), *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang yang artinya perusahaan akan mampu menanggung utang yang lebih efektif jika semakin besar nilai arus kasnya. Hasil yang sama juga disimpulkan oleh Fauziah & Rejeki (2022). Namun Rezki & Anam (2020) mendapatkan bukti yang bertolak belakang dimana *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Faktor lain yang dapat memberikan dampak terhadap keputusan pendanaan dengan utang ialah kepemilikan institusional. Menurut Susilo et al. (2017) kepemilikan institusional dapat berfungsi sebagai mekanisme pengawasan untuk memonitor perilaku *manager* dalam memanfaatkan utang. Semakin tinggi tingkat *institutional ownership* dapat membuat investor lebih aktif dalam melakukan pengawasan, yang pada akhirnya dapat mencegah manajer melakukan tindakan oportunistik (Amiliyah, 2019). Pengawasan atau

monitoring diperlukan untuk mencegah perusahaan bangkrut karena pengelola terlalu banyak berhutang.

Pada penelitian Fauziah & Rejeki (2022), menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan riset oleh Katharina dkk. (2021), Abdurrahman *et al.* (2019) dan Aminah & Wuryani (2021) membuktikan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini berarti semakin agresif perusahaan dalam menggunakan hutang maka tidak ada hubungan dengan porsi kepemilikan institusional terhadap perusahaan tersebut.

Selain kepemilikan institusional, kepemilikan saham oleh manajerial juga dapat mempengaruhi kebijakan utang perusahaan. Kepemilikan manajerial mengacu pada persentase saham yang dipegang oleh pihak manajemen, seperti direktur dan komisaris, yang secara langsung berpartisipasi dalam proses penentuan keputusan bisnis (Fitri *et al.*, 2022). Struktur kepemilikan saham perusahaan, khususnya kepemilikan saham oleh manajer, dapat memengaruhi kebijakan perusahaan, termasuk kebijakan hutang. Dengan kepemilikan manjerial, kepentingan dari manajemen dan *shareholder* akan diselaraskan sehingga manajemen akan langsung mendapatkan keuntungan dari pengambilan keputusan dan juga akan bertanggung jawab atas kerugian yang timbul akibat kesalahan pengambilan keputusan.

Penelitian terkait kepemilikan manajerial dilaksanakan oleh Fitri *et al.* (2022), Rahayu & Yasa (2018), dan Murtini (2019) menemukan bukti yang signifikan jika kepemilikan manjerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan

hutang. Berbeda dengan riset oleh Zurriah & Sembiring (2018) dan Katharina *et al.* (2021) yang menemukan hasil jika kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Faktor keempat yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan dengan hutang adalah likuiditas. Tingkat likuiditas suatu perusahaan dapat dinilai menggunakan *current ratio* (CR) yaitu hasil pembagian antara total asset lancar dengan total kewajiban lancar. *Current ratio* sebesar 100% atau lebih dimiliki oleh perusahaan yang memiliki likuiditas yang sehat. Perusahaan dikatakan likuid berarti perusahaan tersebut mempunyai dana yang besar untuk membayar semua liabilitasnya. Semakin likuid suatu korporasi, maka akan semakin banyak *internal fund* yang dimiliki untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya (Afiezan *et al.*, 2020).

Hasil penelitian Abdurrahman *et al.* (2019), Afiezan *et al.* (2020) membuktikan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini berarti semakin tinggi likuiditas suatu perusahaan maka semakin rendah tingkat hutang perusahaan tersebut. Hasil yang berbeda diperoleh Kristina *et al.* (2019) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, hasil ini berarti naik turunnya *current ratio* perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya DER.

Kebijakan hutang perusahaan juga dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhannya, karena hutang adalah salah satu sumber *external fund* yang umum dipergunakan untuk mendukung ekspansi dan pengembangan usaha. Perusahaan dengan pertumbuhan yang pesat umumnya memerlukan sumber

dana eksternal yang lebih besar (Fauziah & Rejeki, 2022). Karena penerbitan utang lebih murah dibandingkan dengan penerbitan saham, manajemen biasanya memilih menggunakan utang untuk memenuhi kebutuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dapat dianalisis dengan mengamati asset yang dimilikinya. Pertumbuhan perusahaan ini berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Abdurrahman *et al.* (2019) dan Nurjanah & Purnama (2021). Namun penelitian Rezki & Anam (2020) dan Fauziah & Rejeki (2022) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Walaupun telah ada kajian terdahulu yang telah melakukan penelitian mengenai variabel-variabel terkait. Namun pada kenyataannya, hasil dari penelitian terdahulu masih terdapat perbedaan atau ketidakkonsistenan antara peneliti satu dengan peneliti yang lain. Berdasarkan pada hal tersebut, maka penulis ingin dan tertarik untuk melakukan riset yang berjudul **“Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Likuiditas dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan BUMN Non Sektor Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2022)”**.

1.2. Rumusan Masalah

Keputusan pendanaan memiliki pengaruh yang signifikan dalam menjaga kelangsungan operasional korporasi. Oleh sebab itu, korporasi perlu bijak ketika mengambil keputusan pendanaan agar operasional perusahaan dapat

berjalan dengan lancar dan optimal. Keputusan pendanaan yang biasanya digunakan perusahaan ialah hutang.

Perusahaan BUMN non sektor keuangan merupakan salah satu perusahaan yang memiliki jumlah hutang yang besar, semakin besar proporsi hutang suatu entitas maka semakin tinggi resiko kebangkrutan entitas tersebut. Oleh karena itu BUMN non sektor keuangan perlu untuk menetapkan strategi dalam mengelola hutang melalui keputusan terkait besarnya hutang. Kebijakan hutang yang tepat oleh BUMN non sektor keuangan dapat membantu memastikan keberlanjutan keuangan perusahaan, meminimalkan risiko sistemik dan memaksimalkan kontribusi perusahaan terhadap perekonomian negara. Berdasarkan penjelasan konteks dan informasi yang telah diberikan sebelumnya, focus penelitian ini adalah menjawab pertanyaan:

1. Sejauh mana *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
2. Sejauh mana kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
3. Sejauh mana kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
4. Sejauh mana likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
5. Sejauh mana pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui dan menganalisa dampak *free cash flow* pada kebijakan hutang
2. Untuk mengetahui dan menganalisa dampak kepemilikan institusional pada kebijakan hutang
3. Untuk mengetahui dan menganalisa dampak kepemilikan manajerial pada kebijakan hutang
4. Untuk mengetahui dan mengevaluasi dampak likuiditas pada kebijakan hutang
5. Untuk mengetahui dan mengevaluasi dampak pertumbuhan perusahaan pada kebijakan hutang.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil studi ini harapannya mampu memberikan kebermanfaatn kepada :

1. Bagi Investor

Membantu investor membuat keputusan investasi yang lebih *informed* dan terdiversifikasi, sehingga meminimalkan risiko dan meningkatkan peluang untuk mencapai tujuan keuangan.

2. Bagi Perusahaan

Studi ini diharapkan mampu menyediakan wawasan tambahan kepada manajemen perusahaan dalam proses pengambilan keputusan terkait kebijakan hutang, dengan mempertimbangkan factor-faktor seperti *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan.

3. Bagi Akademisi

Penulisan ini diharapkan bias menghasilkan temuan yang berarti serta menyajikan tambahan informasi yang relevan mengenai pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan pada kebijakan utang.

4. Bagi penulis

Hasil studi ini diharapkan dapat memberikan manfaat yang signifikan bagi penulis, dengan memberikan pemahaman yang lebih mendalam dan wawasan yang berharga tentang dampak free cash flow, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan utang BUMN yang terdaftar di IDX.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Keagenan (Agency Theory)

Teori keagenan, yang dirintis oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976, berlandaskan pada asumsi bahwa tujuan utama manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kekayaan share holder (Yanti, 2019). Konsep teori agensi merujuk pada masalah agensi yang timbul ketika situasi dimana manajemen perusahaan dipisahkan dari kepemilikannya. Menurut Jansen dan Meckling (1976), teori agensi menerangkan korelasi antara share holder (prinsipal) dan manajemen perusahaan (agen), dimana keduanya memiliki tujuan dan motivasi yang berbeda. Dalam konteks ini, share holder berperan sebagai prinsipal yang memberikan wewenang kepada manajemen sebagai agen untuk bertindak sesuai instruksi dan perintah mereka. Sedangkan agen memiliki tugas untuk berperan untuk mengelola dan menjalankan operasional perusahaan.

Dua isi yang dapat berkembang dalam interaksi keagenan ialah tujuan utama teori keagenan. Awalnya, permasalahan keagenan muncul ketika principal dan agen mempunyai tujuan atau aspirasi yang berbeda dan principal merasa sulit atau mahal untuk memastikan aktivitas yang sebenarnya dilakukan agen. Persoalannya ialah kinerja agen tidak diketahui prinsipnya. Kedua, isu pembagian risiko muncul ketika principal dan agen mempunyai pandangan yang berbeda mengenai risiko (Nuswandari, 2009).

Jensen (1986) mengemukakan bahwa FCF yang signifikan ialah salah satu penyebab utama masalah keagenan yang kerap dihadapi oleh korporasi. *Free cash flow* merujuk pada sisa dana kas yang masih ada setelah perusahaan mengalokasikan pendanaan pada semua proyek yang menguntungkan (dengan NPV positif) dengan menggunakan tingkat biaya modal yang wajar. Perbedaan kepentingan antara pemilik saham yang meminta dividen dari FCF dan manajer yang cenderung mengambil prosedur atau inisiatif yang menguntungkan bagi dirinya sendiri padahal hal ini dapat merugikan pemilik sehingga menimbulkan masalah keagenan terkait kelebihan FCF

Asumsi dasar bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan pribadi daripada memenuhi kepentingan share holder menimbulkan konflik kepentingan. Untuk mengatasi konflik kepentingan tersebut, share holder akan melaksanakan kebijakan-kebijakan terjait dengan fungsi pengawasan (*monitoring*) dan pengikatan (*bounding*) (Hendro & Wardhani, 2015). Pelaksanaan kebijakan-kebijakan tersebut akan menyebabkan timbulnya biaya keagenan, yaitu biaya yang dikeluarkan untuk memotivasi manajemen agar berperan sesuai dengan tujuan pemilik .

Konflik agensi dapat terjadi karena adanya surplus arus kas atau *free cash flow* dan likuiditas dalam perusahaan. Konflik tersebut terkait dengan bagaimana manajer dan share holder menggunakan *free cash flow* dan likuiditas tersebut. Ketika perusahaan mempunyai banyak dana surplus atau *free cash flow*, manajer dapat cenderung menggunakan dana tersebut dengan cara yang tidak sesuai dengan kepentingan share holder. Mereka mungkin melakukan

investasi yang kurang menguntungkan atau menggunakan dana tersebut untuk memperluas bisnis mereka sendiri, yang tidak sejalan dengan tujuan share holder untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Disisi lain, berkaitan dengan ketersediaan dana tunai perusahaan yang dapat digunakan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang mendesak. Jika manajer mengelola likuiditas perusahaan dengan cara yang tidak optimal, seperti menyimpan terlalu banyak uang tunai yang tidak produktif, atau menggunakan likuiditas untuk tujuan yang tidak sejalan dengan kepentingan share holder, hal ini juga dapat menyebabkan konflik agensi.

Menurut Bathala et al., (1994) untuk mengurangi konflik keagenan, ada beberapa strategi yang mungkin mampu yaitu peningkatan saham oleh manajemen, rasio deviden terhadap laba bersih yang lebih tinggi, peningkatan sumber pendanaan melalui utang, dan peningkatan saham oleh *institutional holdings*.

Dengan meningkatkan kepemilikan manajemen (*insider ownership*), akan menyelaraskan kepentingan manajer dan share holder sehingga manajer akan bertindak selaras keinginan share holder. Meningkatkan persentase kepemilikan saham agen dapat meningkatkan motivasi dan tanggung jawab mereka, mendorong mereka untuk bekerja selaras dengan tujuan prinsipal dan meningkatkan nilai perusahaan. (Masdupi, 2005).

Selain dengan meningkatkan kepemilikan manajemen, meningkatkan kepemilikan saham oleh institusi juga dapat mengurangi *agency problem*. Institutional ownership diharapkan mengurangi biaya agensi yang terkait

dengan arus kas bebas. Ini merupakan alternatif konsolidasi utang yang memungkinkan pemilik institusi memantau aktivitas manajemen perusahaan, sebab kepemilikan institusional merupakan sumber kekuatan untuk mendukung atau menentang pengelolaan perusahaan. Semakin tinggi persentase saham institusi maka semakin tinggi pula persentase kepemilikannya dan semakin kuat pengendalian internal terhadap manajeme (Jensen, 1986).

Upaya lain yang dapat mengatasi *agency problem* adalah melalui kebijakan hutang. Dengan menerapkan hutang, akan ada pengawasan terhadap kinerja manajemen oleh pemberi pinjaman atau *debtholders*, hal ini diharapkan oleh perusahaan karena dapat memperoleh pengawasan terhadap kinerja manajemen tanpa harus menggunakan biaya agensi yang berlebihan, meskipun penggunaan hutang digunakan sebagai solusi untuk mengatasi konflik keagenan, namun jika penggunaan hutang terlalu tinggi dapat menyebabkan kesulitan keuangan atau *financial distress* (Nuha, 2017).

Penerapan teori agensi memberikan manfaat yang signifikan bagi share holder dalam menilai kesehatan keuangan secara lebih baik. Ketika suatu perusahaan mengurangi penggunaan pendanaan berbasis utang, sehingga kemungkinan terjadinya konflik antara manajer dan share holder akan menurun. Sebaliknya, jika perusahaan meningkatkan penggunaan pendanaan berbasis hutang, maka kemungkinan masalah antara manajer dan *share holders* akan meningkat.

2.1.2. Pecking Order Theory

Teori *pecking order* adalah teori pendanaan atau *capital structure* yang berfokus pada masalah asimetri informasi, khususnya fakta bahwa manajemen memiliki lebih banyak informasi dibandingkan dengan *shareholder*. Urutan sumber pendanaan perusahaan mencerminkan tingkat asimetri informasi yang terkait dengan masing-masing sumber. Laba ditahan, dengan tingkat asimetri informasi terendah, menjadi pilihan pertama, diikuti oleh hutang dan ekuitas/modal eksternal yang memiliki tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi. (Harjito, 2011).

Pecking Order Theory mengungkapkan bahwa ketika perusahaan membutuhkan sumber pendanaan untuk kegiatan bisnisnya, langkah pertama adalah menggunakan dana internal perusahaan. Jika hal itu tidak mencukupi maka akan mencari pinjaman atau hutang sebagai sumber dana dan yang terakhir adalah menerbitkan lebih banyak saham berdasarkan peningkatan risiko yang terlibat (Abdullah & Pok, 2015; Gómez et al., 2014). Menurut Febriana dan Yulianto (2017), perusahaan akan lebih memprioritaskan sumber pendanaan eksternal berupa hutang karena memiliki risiko rendah dibandingkan dengan penerbitan sekuritas saham. Apabila perusahaan menerbitkan sekuritis, maka akan memulai dengan menerbitkan obligasi sebagai sekuritas yang paling aman. Dilanjutkan sekuritas opsi, dan jika masih belum memenuhi maka akan menerbitkan saham baru. Teori ini menganut pendekatan pendanaan yang didasarkan pada pemahaman tentang preferensi investor terhadap risiko dan keuntungan, serta keselarasan dengan tujuan perusahaan, sehingga memungkinkan manajer untuk memaksimalkan nilai bagi share holder.

Perusahaan yang menguntungkan biasanya mempunyai tingkat utang yang lebih rendah, seperti yang dijelaskan oleh *pecking order theory*. Hal ini bukan karena kebijakan perusahaan untuk membatasi utang, melainkan karena mereka mampu membiayai operasinya secara internal (Brealey & Myers, 1998).

2.1.3. Kebijakan Hutang

Kewajiban, sebagaimana didefinisikan dalam PSAK 57, ialah kewajiban lancar yang berasal dari kejadian historis yang mungkin diselesaikan oleh organisasi dengan menggunakan sumber daya yang memiliki nilai ekonomi. Menurut PSAK 57, karakteristik liabilitas terdiri dari : (1) kewajiban saat ini; (2) timbul akibat peristiwa masa lalu; dan (3) berpotensi menghabiskan sumber daya.

Hutang ialah komitmen yang dibuat oleh suatu bisnis kepada pihak lain untuk membayar sejumlah uang atau menyediakan produk dan jasa pada jangka waktu yang telah diatur atau disepakati (Djarwanto, 2004). Djarwanto (2004) mengklasifikasikan hutang menjadi 2 bagian yaitu:

1) Hutang jangka pendek

Adalah utang yang harus dibayar oleh perusahaan kepada pihak lain dalam waktu singkat, biasanya dalam waktu satu tahun atau kurang.. Klasifikasi hutang jangka pendek yaitu :

- a) Hutang dagang adalah segala bentuk pinjaman yang timbul dari pembelian barang dagangan atau jasa secara kredit.

- b) Surat berharga yang harus dibayar (*Notes payable*) adalah dokumen yang memuat janji perusahaan untuk melunasi utangnya kepada pihak lain di masa depan.
 - c) Pendapatan ditangguhkan (*Defferred income*) adalah pendapatan yang belum diperoleh perusahaan, dimana pihak lain telah membayar di muka kepada perusahaan sebelum barang atau jasa disediakan.
 - d) Kewajiban akrual (*Accrual payable*) adalah utang yang diakui pada saat perusahaan menerima manfaat dari suatu layanan, meskipun pembayaran belum dilakukan.
 - e) *Maturing long term debt* (hutang jangka panjang yang telah jatuh tempo) adalah seluruh atau sebagian utang jangka panjang yang telah jatuh tempo kini menjadi utang jangka pendek karena sudah waktunya untuk melunasinya.
- 2) Hutang jangka panjang merupakan sumber pembiayaan penting bagi perusahaan untuk mendanai proyek jangka panjang. Hutang ini termasuk:
- a) Hutang hipotek (*Mortgage note payable*) adalah pinjaman jangka panjang yang dijamin dengan asset tetap perusahaan, seperti gedung, tanah, atau peralatan. Jika, perusahaan tidak bias membayar, asset tersebut bias diambil alih oleh pemberi pinjaman.
 - b) Hutang obligasi (*Bonds payable*) adalah surat pernyataan utang resmi yang dikeluarkan perusahaan. Obligasi ini berisi janji untuk melunasi

pokok pinjaman di akhir masa pinjaman dan membayar bunga secara berkala sesuai kesepakatan.

- c) Wesel bayar jangka panjang (*Notes payable-long term*) adalah surat promes yang memiliki jangka waktu pembayaran lebih dari satu tahun atau melebihi siklus operasi normal perusahaan. Ini serupa dengan *promissory note* pada utang jangka pendek, tapi jangka waktunya lebih dari satu tahun. Pada dasarnya, ini adalah janji tertulis perusahaan untuk melunasi pinjaman dalam jangka waktu tertentu yang melebihi siklus operasi normal perusahaan.

Pilihan manajemen pada persentase utang sebagai *source of capital* yang berfungsi untuk menjalankan aktivitas bisnis dikenal dengan kebijakan hutang (Rezki & Anam, 2020). Strategi utang perusahaan harus mengutamakan pencapaian komposisi pembiayaan yang ideal dengan menyeimbangkan proporsi *short-term stock*, *long-term stock*, saham preferen, dan saham biasa (Nasrizal *et al.*, 2013). Dengan mempertimbangkan berbagai faktor dan risiko keuangan, perusahaan berusaha untuk mencapai komposisi yang paling efisien dalam pendanaannya.

Kebijakan hutang yaitu keputusan pendanaan entitas yang melibatkan sumber dana dari pihak eksternal, seperti pinjaman. Hal ini dapat meningkatkan pengawasan dari pihak kreditur terhadap manajemen perusahaan, sehingga memastikan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutangnya. Selain itu, kebijakan hutang juga dapat memberikan disiplin kepada manajer agar bias memaksimalkan pemanfaatan dana yang ada. Namun, risiko keuangan dan

kebangkrutan dapat timbul jika hutang terlalu besar. Jika manajemen mampu menghasilkan laba operasi yang melebihi biaya bunga, pemanfaatan hutang dapat menghasilkan manfaat bagi perusahaan serta meningkatkan pengembalian untuk share holder. Sebaliknya, apabila hutang tidak dimanfaatkan dengan baik maka perusahaan dapat mengalami kerugian.

Menurut Syarifa (2022), pendanaan melalui hutang memiliki dua manfaat bagi perusahaan. Manfaat pertama adalah pembayaran bunga mengurangi pajak yang harus dibayar. Manfaat kedua adalah share holder tidak perlu membagi keuntungannya jika perusahaan menghasilkan keuntungan karena dana pinjaman akan dikembalikan dalam total sama dengan total yang tetap.

2.1.4. Free Cash Flow

Menurut Brigham dan Daves (2016), *free cash flow* ialah aliran kas bebas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan setelah mempertimbangkan pengeluaran modal yang diperlukan untuk menjaga dan mengembangkan asset operasionalnya. Ini menunjukkan potensi dalam menghasilkan arus kas yang dapat dibagikan untuk share holder sesudah menyelesaikan kebutuhan investasi untuk jangka panjang. Menurut Sartono (2017), arus kas bebas adalah indikator kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas bersih setelah memenuhi kebutuhan investasinya untuk *fixed asset* dan *working capital*.

Konsep dari arus kas bebas adalah memfokuskan pada hasil aliran kas kegiatan operasinal perusahaan sesudah dipergunakan untuk kebutuhan investasi kembali (Fadilla & Aryani, 2020). Aliran kas bebas adalah indikator penting tentang kesehatan perusahaan dan kemampuannya untuk

memanfaatkan peluang bisnis. Bisnis dengan arus kas bebas yang tinggi dianggap sehat karena mereka menggunakan sebagian besar arus kasnya untuk pembayaran utang, perluasan operasi, dan bagi hasil bagi pemilik saham. Menggunakan *free cash flow* sebagai tambahan untuk meminjam hutang dapat menjadi cara untuk mengawasi perilaku manajemen.

Arus kas bebas penting sebab memungkinkan entitas untuk mengejar kesempatan yang akan dapat menambah kepemilikan share holder. Namun demikian, dalam hubungan antara manajemen dan investor, kedua belah pihak mencari keuntungan total terbesar untuk diri mereka sendiri, yang menghasilkan sudut pandang yang berbeda tentang strategi terbaik untuk perusahaan. Ketika perusahaan menghasilkan arus kas bebas yang tinggi maka akan menyebabkan konflik kepentingan di antara manajer dengan *share holder* akan meningkat. Akibatnya, dilema keagenan mendorong manajer untuk membuat penilaian yang memaksimalkan aset pemilik (share holder) (Sapuan et al., 2021).

Selain itu diduga menimbulkan *agency conflict* antara pemilik saham dan *management* ialah tingginya persentase arus kas bebas. Ketika kepentingan pemilik saham dan manajemen berbeda, konflik keagenan ini bisa saja muncul. Dalam kasus arus kas bebas signifikan, manajemen menguasai fleksibilitas yang lebih besar dalam menggunakan dana tersebut. Manajemen dapat mengalokasikan aliran dana tersebut untuk konsumsi dan tindakan oportunistik yang lain guna memperoleh keuntungan penuh dari aktivitas tersebut, namun sebaliknya para share holder ingin aliran dana tersebut

digunakan untuk pembayaran deviden sehingga dapat meningkatkan nilai kepemilikan mereka.

Untuk mengurangi konflik keagenan tersebut dapat melalui alternatif pembentukan hutang dalam mengurangi *agency cost* (Fauzi et al., 2022). Hutang mampu digunakan untuk mengontrol penggunaan arus kas bebas oleh pihak manajer (Fadhilah et al., 2021). Jika rasio utang pada ekuitas tinggi, manajemen perlu secara teratur menyisihkan lebih banyak uang untuk menutupi biaya bunga dan pokok pinjaman. Dengan demikian manajemen akan menggunakan dana yang ada sesuai dengan kebutuhannya (Rendasari & Irwansyah, 2022).

2.1.5. Kepemilikan Institusional

Persentase saham suatu korporasi yang dikuasai oleh institusi—pemerintah, perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan entitas institusi domestik dan internasional lainnya dengan kepemilikan saham di atas lima persen—dikenal sebagai kepemilikan institusional (Abdurrahman et al., 2019). Keberadaan investor institusi dalam struktur kepemilikan perusahaan memegang peranan penting dan dapat memiliki dampak signifikan terhadap tata kelola perusahaan serta pengambilan keputusan strategis.

Jensen dan Meckling (1976)) menemukan jika *institutional holding* memainkan peran krusial sebagai upaya mengurangi *agency conflict* antara pemilik saham dan manajemen. Pilihan agen dipantau secara efektif oleh investor institusi. Hal ini benar karena mereka berpartisipasi dalam pengambilan keputusan strategis dan akan tampak meragukan upaya untuk

mendistorsi pendapatan. Semakin efektif aset perusahaan digunakan, semakin tinggi kepemilikan institusional. Tingginya persentase kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan dapat bertindak sebagai pengawas yang efektif terhadap kinerja manajerial dan mencegah terjadinya pemborosan.

Pengawasan investor institusional yang lebih ketat akibat kepemilikan saham institusional dalam jumlah besar dapat membantu manajer menghindari tindakan oportunistik. Hutang yang dimanfaatkan sebagai sumber keuangan perusahaan semakin sedikit semakin banyak kepemilikan institusional suatu perusahaan (Thanatawee, 2023). Ini karena hutang dapat meningkatkan risiko keuangan bagi perusahaan jika tidak mampu dikelola dengan baik.

2.1.6. Kepemilikan Manajerial

Bobot saham ekuitas bisnis yang dikuasai oleh manajemen secara langsung dikenal sebagai kepemilikan manajerial (Zurriah & Sembiring, 2018). Sedangkan Febrianto (2020) mengkarakterisasi kepemilikan manajerial sebagai tingkat komposisi saham yang dikuasai oleh manajemen—yaitu direksi, dewan komisaris, dan manajemen—yang berpartisipasi aktif dalam pengambilan keputusan. Proporsi komposisi saham korporasi yang dikuasai oleh manajemen perusahaan—direktur, manajemen, dan dewan komisaris—yang juga terlibat aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan—dapat disimpulkan dari dua kriteria di atas.

Kepentingan pemilik saham dan manajemen perusahaan selaras ketika manajer memiliki perusahaan, sehingga manajer mendapatkan keuntungan langsung dari tindakan bijaksana. Manajemen akan mendapatkan keuntungan

langsung dari pilihan tersebut atau memikul tanggung jawab atas dampaknya. Manajer juga akan sering memanfaatkan hutang yang minimal dan melakukan upaya untuk mengurangi jumlah risiko terkait operasional bisnis (Fauziah & Rejeki, 2022).

Semakin sedikit utang yang dimiliki suatu organisasi, semakin sedikit pula bahaya yang dihadapinya (Adnin & Triyonowati, 2021). Karena mereka juga akan bertanggung jawab atas konsekuensi pilihan mereka, kepemilikan manajerial akan memotivasi manajemen untuk membuat penilaian yang hati-hati. (Zurriah & Sembiring, 2018).

2.1.7. Likuiditas

Menurut Mamduh (2004), likuiditas adalah tolok ukur penting bagi perusahaan dalam menunjukkan kemampuannya untuk mengelola arus kas dan memenuhi kewajibannya kepada kreditor dalam jangka pendek. Kemampuan ini diukur dengan kemudahan dan kecepatan aset keuangan perusahaan untuk dikonversi menjadi uang tunai tanpa mengurangi nilainya dengan substantial. Likuiditas menunjukkan seberapa baik perusahaan dapat membayar tagihannya tepat waktu menggunakan aset lancar yang dimilikinya.

Ozkan (2001) berpendapat bahwa likuiditas mampu memengaruhi kebijakan hutang karena aset jangka pendek mempermudah pembayaran hutang kepada kreditor. Perusahaan dianggap likuid jika mampu menyelesaikan komitmennya tepat saat jatuh tempo. Tingkat kinerja suatu perusahaan akan cenderung semakin baik ketika tingkat likuiditasnya tinggi, sedangkan kinerja

perusahaan akan cenderung menurun ketika tingkat likuiditasnya rendah (Oktariyani & Hasanah, 2019).

2.1.8. Pertumbuhan Perusahaaan

Pertumbuhan perusahaan atau *firm growth* merupakan tingkat perubahan total asset dari periode ke periode berikutnya. Perubahan ini mengacu pada selisih antara total asset perusahaan pada periode sekarang dengan periode sebelumnya (Adnin & Triyonowati, 2021). Pertumbuhan perusahaan merupakan indikator penting dalam menganalisis kinerja dan perkembangan suatu perusahaan dari waktu ke waktu.

Menurut Abdurrahman *et al.* (2019) pertumbuhan perusahaan adalah perubahan keseluruhan dalam jangka satu periode (satu tahun) baik berupa peningkatan atau penurunan yang terjadi. Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan menggambarkan kemampuan entitas dalam memperbesar ukurannya. Menurut Weston & Brigham (1994) entitas dengan perkembangan yang pesat, hutang akan lebih banyak digunakan dibandingkan dengan entitas yang mengalami pertumbuhannya yang lambat. Hal ini konsisten dengan pengungkapan Brigham & Gapenski (1996) bahwa bisnis yang mengalami pertumbuhan cepat umumnya memerlukan lebih banyak dana dari sumber eksternal..

Perkembangan perusahaan mempunyai korelasi yang positif terkait keputusan pendanaan dengan teori *pecking order* (Veronisa et al., 2023). Seiring perusahaan mengalami pertumbuhan, ini akan mendorong perluasan bisnisnya ke berbagai sektor. Ketika melakukan ekspansi, perusahaan biasanya

memerlukan dana yang signifikan untuk mendanai kegiatan tersebut. Ketika dana internal tidak memadai untuk mendukung ambisi ekspansi perusahaan, mereka mencari pendanaan eksternal secara signifikan untuk menutupi kekurangan tersebut (Nurjanah & Purnama, 2021). Untuk menyelesaikan kebutuhan *external funding*, korporasi dihadapkan pada kebutuhan untuk menemukan sumber pendanaan yang lebih efisien. Akibatnya, perusahaan lebih cenderung menggunakan penerbitan utang daripada penerbitan ekuitas, karena biaya penerbitan ekuitas biasanya lebih tinggi daripada biaya penerbitan utang.

Pertumbuhan bisnis yang pesat memicu lonjakan kebutuhan pendanaan, mendorong perusahaan untuk memanfaatkan utang sebagai sumber pendanaan utama, sehingga terjalin hubungan yang kuat antara pertumbuhan dan kebijakan hutang perusahaan.

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang terkait dengan penelitian mengenai pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Likuiditas dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap kebijakan hutang, dikelompokkan sebagai berikut :

Tabel 2.1 Penelitian terdahulu Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang

No.	Peneliti dan Tahun	Sampel	Alat Analisis	Hasil
1	Cindy Erika (2023)	7 perusahaan farmasi yang terdata di BEI tahun 2015- 2020	Analisis regresi berganda	<i>Free cash flow</i> memiliki dampak positif dan signifikan pada kebijakan hutang.

2	Nanda Luthfi Fauziah dan Dewi Rejeki (2022)	24 perusahaan sektor property dan real estate dan konstruksi bangunan yang terdata di BEI selama 2017-2019	Analisis statistik deskriptif dan analisis regresi linier berganda	<i>Free cash flow</i> berdampak pada kebijakan hutang.
3	Nur Fadilla dan Fika Aryani (2020)	9 perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar masuk kategori LQ45 di BEI pada tahun 2013–2017	<i>Statistical descriptive analysis dan multiple linear regression analysis</i>	<i>Free cash flow</i> berdampak signifikan positif pada kebijakan hutang.
4	Yuliana Rezki dan Hairul Anam (2020)	4 perusahaan <i>food and beverage</i> di BEI tahun 2013-2017	Analisis regresi linier berganda	<i>Free cash flow</i> tidak berdampak terhadap kebijakan hutang.
5	Adam Afiezan, Giovanni Wijaya, Priscilia, dan Cindy Claudia (2020)	83 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016-2019	Analisis regresi linier berganda	<i>Free cash flow</i> tidak mempengaruhi kebijakan hutang

Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

No.	Peneliti dan Tahun	Sampel	Alat Analisis	Hasil
1	Yordying Thanatawee (2023)	311 perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di SET tahun 2011-2020	<i>Ordinary least squares (OLS) dan the fixed effects estimations</i>	Kepemilikan institusional berdampak negatif signifikan terhadap biaya hutang
2	Nanda Luthfi Fauziah dan	24 perusahaan sektor property dan real estate	<i>Statistical descriptive analysis dan</i>	Kepemilikan institusional

	Dewi Rejeki (2022)	dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI tahun 2017-2019	<i>multiple linear regression analysis</i>	berdampak terhadap kebijakan hutang
3	Melliz Vroselynez Adnin dan Triyonowati (2021)	7 perusahaan <i>food and beverage</i> yang terdaftar di BEI periode 2015-2019	Analisis regresi linier berganda	Kepemilikan institusional berdampak tidak signifikan terhadap kebijakan hutang
4	Ninta Katharina, Desri Foryani Saragih, Cristine Ester Manurung, dan Rosmegawati (2021)	38 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama 2017-2019	<i>Multiple linear regression analysis</i>	Kepemilikan institusional tidak mempengaruhi kebijakan hutang
5	Nazula Nur Aminah dan Eni Wuryani (2021)	48 perusahaan <i>food and beverages</i> yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018	Analisis regresi linier berganda	Kepemilikan institusional tidak terbukti berdampak signifikan terhadap kebijakan hutang.
6	Umi Murtini (2019)	22 perusahaan non bank yang terdaftar di BEI dari tahun 2013-2017	Analisis regresi linier berganda.	Kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

No.	Peneliti dan Tahun	Sampel	Alat Analisis	Hasil
1	Ninta Katharina, Desri Foryani Saragih, Cristine Ester Manurung, dan	38 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2017-2019	Analisis regresi linier berganda	Kepemilikan manajerial tidak berdampak pada kebijakan hutang.

	Rosmegawati (2021)			
2	Yuliana Rezki dan Hairul Anam (2020)	4 perusahaan food and beverage di BEI tahun 2013-2017	Analisis regresi linier berganda	Kepemilikan manajerial berdampak pada kebijakan hutang.
3	Umi Murtini (2019)	22 perusahaan non bank yang terdaftar di BEI dari tahun 2013-2017	Analisis regresi linier berganda.	Kepemilikan manajerial berdampak negatif pada kebijakan hutang perusahaan.
4	Rezki Zurriah dan Masta Sembiring (2018)	17 perusahaan yang terdaftar di <i>Jakarta Islamic Index</i> tahun 2012-2015	Analisis regresi linier berganda	Kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi secara signifikan pada kebijakan hutang.

Tabel 2.4 Penelitian Terdahulu Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang

No.	Peneliti dan Tahun	Sampel	Alat Analisis	Hasil
1	Ilham Alfian Ramadhan, Ramelan, Agung Widhi Kurniawan, dan Ilma Wulansari Hasdiansa (2023)	8 perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2011-2019	Analisis regresi linier berganda	Likuiditas berdampak signifikan dan negatif pada kebijakan hutang
2	Dhastian Mei Rahmawantari (2022)	31 perusahaan manufaktur sector industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022	Analisis regresi linier berganda	Likuiditas tidak mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan
3	Ninta Katharina, Desri F.S, Cristine E.M, dan Rosmegawati (2021)	38 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2017-2019	Analisis regresi linier berganda	Likuiditas berdampak pada kebijakan hutang

4	Adam Afiezan, Giovanni Wijaya, Priscilia, dan Cindy Claudia (2020)	83 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016-2019	Analisis regresi linier berganda	Likuiditas berdampak negatif dan signifikan pada kebijakan hutang
5	Oktariyani dan Afriyanti Hasanah (2019)	145 perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di BEI periode 2012-2016	Analisis regresi linier berganda	Likuiditas mempengaruhi kebijakan hutang

Tabel 2.5 Penelitian Terdahulu Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

No.	Peneliti dan Tahun	Sampel	Alat Analisis	Hasil
1	Nanda Lutfi Fauziah dan Dewi Rejeki (2022)	24 perusahaan sektor properti dan <i>real estate</i> dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI tahun 2017-2019	<i>Statistical descriptive analysis dan multiple linear regression analysis</i>	Pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan hutang
2	Ikeu Nurjanah dan Dendi Purnama (2021)	34 perusahaan manufaktur sektor aneka industri yang terdaftar di BEI periode 2017-2019	Analisis regresi data panel	Pertumbuhan perusahaan berdampak positif signifikan pada kebijakan hutang
3	Melliz Vroselynez Adnin dan Triyonowati (2021)	7 perusahaan <i>food and beverage</i> yang terdaftar di BEI periode 2015-2019	Analisis regresi linier berganda	Pertumbuhan perusahaan berdampak tidak signifikan pada kebijakan hutang
4	Yuliana Rezki dan Hairul Anam (2020)	4 perusahaan <i>food and beverage</i> yang terdaftar di	Analisis regresi linier berganda	Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh pada kebijakan hutang

		BEI tahun 2013-2017		
--	--	------------------------	--	--

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Entitas dapat menggunakan hutang sebagai strategi pendanaan eksternal untuk mengurangi risiko. Namun, perlu diingat bahwa semakin tinggi proporsi utang korporasi, semakin besar pula beban bunga dan pokok yang harus dibayarkan, sehingga berpotensi meningkatkan risiko keuangan.

Faktor-faktor yang dapat memberikan pengaruh pada kebijakan hutang antara lain yaitu: *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan. Sisa uang tunai setelah investasi aset tetap dan pengeluaran modal kerja dikenal sebagai arus kas bebas. Seseorang dapat memberikan uang ini kepada kreditor atau pemilik saham. Perusahaan akan lebih mampu melunasi kewajibannya jika semakin banyak arus kas bebas yang tersedia.

Kepemilikan institusional mengacu pada kepemilikan saham dalam suatu bisnis oleh pemerintah, asuransi, perusahaan, dan dana pensiun. Perusahaan dengan tingkat *institutional ownership* yang tinggi dapat lebih berhati-hati dalam hal prosedur utang. Sebuah perusahaan memiliki lebih sedikit utang, semakin banyak saham institusional yang dimilikinya.

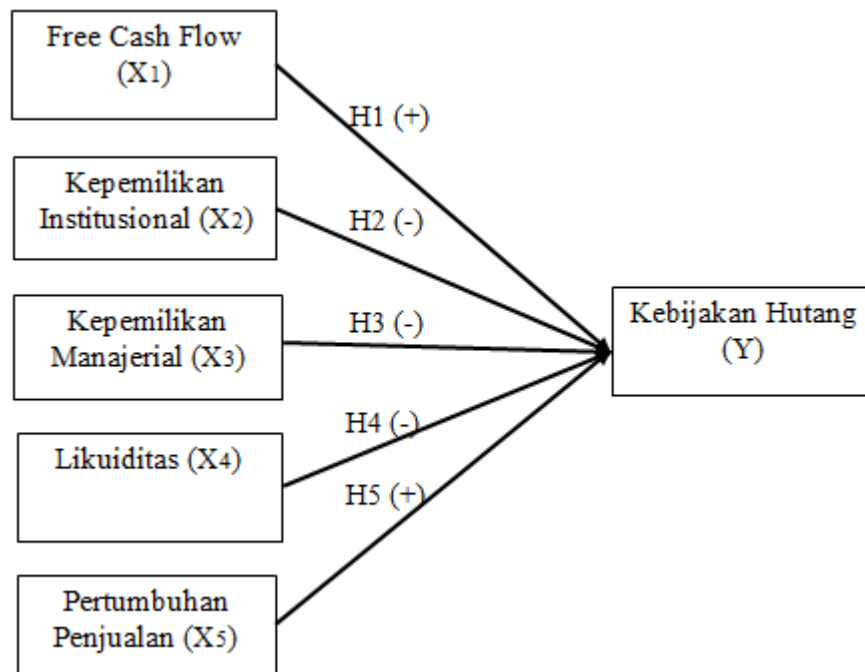
Aspek kepemilikan manajerial memperlihatkan jika tingkat hutang suatu perusahaan semakin menurun seiring dengan meningkatnya persentase kepemilikan manajerial. Hal ini terjadi karena, karena mereka juga bertanggung

jawab atas risiko pinjaman, kepemilikan manajerial akan memotivasi manajer untuk menggunakan utang dengan hati-hati.

Likuiditas ialah kemampuan suatu perusahaan untuk mengubah aset keuangan menjadi uang tunai atau sebaliknya dengan cepat dan efisien. Jika perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, maknanya mereka memiliki lebih banyak uang tunai yang tersedia untuk memenuhi kewajiban finansialnya, sehingga perusahaan cenderung lebih sedikit mengandalkan hutang.

Faktor yang terakhir adalah pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan merupakan peningkatan ukuran, skala, dan operasi bisnis suatu entitas dari masa ke masa. Semakin pesat perkembangan bisnis maka entitas tersebut akan memerlukan tambahan modal untuk mendanai ekspansi atau memenuhi kebutuhan operasional yang semakin besar. Peningkatan modal perusahaan dapat dibiayai dengan penerbitan utang. Hal ini umumnya menyebabkan kenaikan tingkat hutang perusahaan yang sejalan dengan pertumbuhannya.

Berdasarkan penjelasan diatas, berikut gambar model penelitiannya :



Gambar 2. 1 Model Penelitian

2.4. Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Erika (2023), arus kas bebas indikator yang mengukur sisa dana yang dimiliki perusahaan setelah memenuhi kebutuhan operasional dan pengeluaran modal dalam periode akuntansi tertentu. Situasi keuangan organisasi akan menjadi lebih kuat dan sehat jika semakin banyak arus kas bebas yang dapat diakses. Karena mereka terlihat lebih mampu melunasi utangnya, organisasi dengan arus kas bebas dapat memanfaatkan utang yang tinggi.

Arus kas bebas yang besar memberi perusahaan fleksibilitas dalam dividen, pembayaran utang, dan ekspansi, sehingga biasanya dianggap sebagai tanda kesehatan keuangan. Namun tidak seperti pemilik saham, manajer sering kali

memiliki kepentingan pribadi yang berbeda, dan mungkin menggunakan arus kas bebas untuk proyek yang mungkin tidak berhasil secara keseluruhan. Hal ini dapat menempatkan kedua orang tersebut dalam konflik kepentingan. Kemudian, untuk menyeimbangkan perilaku manajemen konflik dan penjaminan serta efektivitas perusahaan, prosedur utang menjadi penting (Chamdiyah & Subardjo, 2019; Safitri & Asyik, 2015)

Teori keagenan dan arus kas bebas saling berkaitan karena kebijakan utang cenderung tumbuh seiring dengan peningkatan perusahaan karena utang memungkinkan bisnis menyelesaikan konflik keagenan. Tingkat utang yang besar dikombinasikan dengan arus kas bebas yang banyak akan memungkinkan entitas menurunkan biaya keagenan. Sebaliknya, bisnis yang memiliki arus kas bebas yang kecil biasanya memiliki tingkat utang yang sedikit sebab mereka tidak perlu menggunakan utang untuk mengimbangi biaya agensi dari arus kas bebas (Yanti, 2019).

Sadia & Sujana (2017) menemukan bahwa arus kas bebas yang tinggi memicu peningkatan pembayaran dividen oleh manajemen. Hal ini dapat menginspirasi manajemen untuk mencari modal eksternal untuk mendukung inisiatif investasi, membayar utang, dan meningkatkan likuiditas, terutama ketika sumber daya internal terbatas.

Hasil penulisan Fadilla & Aryani (2020) memperlihatkan jika kebijakan hutang didampaki secara signifikan dan positif oleh arus kas bebas. Penulisan Kristina dkk. (2019) yang juga menunjukkan dampak besar dan menguntungkan dari arus kas bebas pada kebijakan hutang, sejalan dengan

temuan kami. Oleh karena itu, prosedur utang akan didampaki oleh tingkat arus kas bebas. Oleh karena itu, karena dua alasan, meningkatkan penggunaan utang dapat membantu mengurangi masalah keagenan. Pertama, seiring bertambahnya hutang, perusahaan dapat menjual lebih sedikit saham karena nilai saham yang beredar menurun. Hal ini, pada gilirannya, dapat mengurangi perselisihan keagenan antara pemilik saham dan manajer. Kedua, manajer memiliki lebih sedikit uang yang tersedia untuk biaya-biaya yang tidak diperlukan, semakin banyak hutang yang ditanggung perusahaan.

Uraian ini berfungsi untuk merumuskan hipotesis berikut:

H1 : Free cash flow berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Mengurangi perselisihan keagenan antara manajer dan pemilik saham sangat bergantung pada kepemilikan institusional, klaim Jensen dan Meckling (1976) . Setiap pilihan yang diambil oleh manajer dipandang mendapat manfaat dari kehadiran investor institusi sebagai sistem pemantauan. Keputusan strategis yang dibuat oleh suatu perusahaan didampaki oleh investor institusi.

Pemantauan pada kegiatan pengelolaan akan semakin berhasil jika semakin banyak saham yang dimiliki investor institusi. Berkurangnya penggunaan modal pinjaman disebabkan oleh pengawasan efektif investor institusi. Hal ini membuat investor institusional kini mengendalikan fungsi utang sebagai alat untuk melacak pengeluaran lembaga (Susilo et al., 2017).

Penulisan Thanatawee (2023) memperlihatkan jika kepemilikan institusional berdampak negatif pada kebijakan hutang. Temuan ini konsisten

dengan penulisan Murtini (2019) yang menemukan kepemilikan institusional merugikan prosedur utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bagaimana utang suatu entitas cenderung menurun seiring dengan meningkatnya persentase kepemilikan saham institusional. Hal ini mungkin terjadi karena perusahaan yang “aman”—yaitu perusahaan yang memiliki utang lebih sedikit dan risiko lebih rendah—lebih menarik bagi investor institusi. Namun, utang yang lebih signifikan juga menunjukkan bahaya yang lebih besar bagi bisnis. Berdasarkan pemaparan di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut :

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

2.4.3 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial mengacu pada proporsi saham perusahaan yang dipegang oleh para individu yang memegang posisi manajemen di perusahaan tersebut. (Zurriah & Sembiring, 2018). *Agency conflict* seringkali terjadi, konflik ini merupakan konflik yang terjadi diantara share holder dan manajer sebab ketidakcocokan tujuan. Ketika jumlah komposisi saham manajemen dalam perusahaan semakin besar, manajer cenderung menjadi lebih hati-hati dalam tindakan mereka karena juga berdampak pada kepentingan share holder, yang pada dasarnya juga merujuk pada diri mereka sendiri.

Memahami konsekuensi negatif dari utang, manajemen bersikap lebih prudent dalam mengambil keputusan terkait pendanaan utang. Mereka tidak ingin perusahaan menghadapi kesulitan keuangan yang dapat mempengaruhi tidak hanya perusahaan tetapi juga share holder yang pada akhirnya adalah

mereka sendiri. Maka dari itu, kepemilikan manajerial akan berusaha untuk mengurangi tingkat hutang sekecil mungkin.

Rahayu & Yasa (2018) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki dampak negatif pada proporsi hutang. Ini artinya adanya peningkatan saham oleh manajerial akan memberikan pengambilan keputusan bisnis terkait utang sehingga pemanfaatan utang menjadi sedikit. Dari penjelasan, maka hipotesis studi ini dirumuskan sebagai berikut :

H3 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

2.4.4 Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang

Likuiditas suatu korporasi ialah ketersediaannya dan konversi aset tunai yang cepat. Jika suatu perusahaan dapat membayar seluruh utangnya pada saat jatuh tempo dan cenderung menurunkan beban utangnya, maka ia dianggap likuid (Rahmawantari, 202). Pertimbangan likuiditas dapat memdampaki tingkat keberhasilan atau kegagalan perusahaan. Kinerja suatu perusahaan mungkin akan menurun jika likuiditasnya semakin rendah. Di sisi lain, tingkat likuiditas yang tinggi biasanya menghasilkan kinerja yang kuat (Oktariyani & Hasanah, 2019).

Rasio likuiditas yang tinggi biasanya dikaitkan dengan rendahnya tingkat utang suatu perusahaan. Korporasi dapat membiayai sebagian besar aktivitasnya menggunakan dana internal karena kemampuannya yang kuat dalam memenuhi kewajiban jangka pendek (Kristina et al., 2019).

Menurut penulisan sebelumnya oleh Afiezan et al. (2020), kebijakan utang didampaki secara signifikan dan negatif oleh likuiditas. Selanjutnya yang mendukung penulisan ini ialah penulisan Abdurrahman dkk. (2019), yang menyatakan bahwa likuiditas yang signifikan menyebabkan penurunan pemanfaatan utang perusahaan. Hipotesis yang diajukan dari penjelasan diatas adalah:

H4 ; Likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

2.4.5 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Brigham & Gapenski (1996) perusahaan cenderung memerlukan tambahan dana yang lebih besar dari sumber eksternal karena tengah mengalami pertumbuhan yang pesat. Biasanya perusahaan akan lebih memilih untuk melakukan penerbitan surat hutang agar mendapatkan tambahan dana yang lebih besar (Adnin & Triyonowati, 2021). Perusahaan cenderung lebih memilih memanfaatkan hutang untuk modal pendanaan karena jika dibandingkan dengan biaya emisi penerbitan saham baru biayanya lebih murah.

Keuntungan lain dari hutang adalah membantu perusahaan menghemat pajak melalui pengurangan biaya bunga. Menurut teori "*pecking order*", perusahaan umumnya mendanai operasinya dengan urutan tertentu: pertama, menggunakan laba ditahan; kedua, memanfaatkan hutang; dan terakhir, menerbitkan saham baru. Seiring pertumbuhan perusahaan, mereka lebih cenderung menggunakan hutang sebagai bagian dari struktur modalnya.

Studi yang dilakukan oleh Nurjanah & Purnama (2021) dan Veronisa *et al.* (2023) menemukan bukti empiris bahwa pertumbuhan perusahaan akan

meningkatkan pemanfaatan utang oleh entitas. Atas dasar pemaparan, maka hipotesis yang dirumuskan adalah :

H5 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Studi ini mempergunakan pendekatan kuantitatif, di mana data dianalisis secara statistik dengan fokus pada angka dan tidak interpretasi kualitatif. Pendekatan ini dianggap ilmiah karena memenuhi kriteria objektif, terukur, terstruktur, dan logis, sesuai dengan standar ilmiah yang diakui (Sugiyono, 2013).

Studi ini menggunakan pendekatan asosiatif kausal, sebuah metode penelitian untuk menguji hipotesis tentang hubungan pengaruh timbal baliknya antar variabel yang diteliti (Sujarweni, 2015).

3.2 Populasi dan Sampel

3.2.1 Populasi

Populasi ialah entitas atau subjek yang telah disyaratkan oleh peneliti mempunyai ciri tersebut ditemukan pada suatu wilayah yang digeneralisasi untuk disimpulkan (Sugiyono, 2013). Populasi penelitian ini berupa entitas-entitas BUMN non sektor keuangan yang termasuk dalam daftar Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022.

3.2.2 Sampel

Sampel merupakan beberapa elemen dari populasi dengan sifat khas yang mewakili dari populasi yang diteliti (Sugiyono, 2013). Metode *purposive sampling* dilakukan dalam pemilihan sampel, yang mana sampel dipilih atas

dasar kriteria yang telah ditentukan sebelumnya dengan tujuan untuk memilih sampel yang relevan.

Berikut adalah syarat sampel yang dipilih peneliti:

1. Badan Usaha Milik Negara Non Keuangan yang terdata di BEI dan menerbitkan informasi keuangan untuk tahun yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2018–2022.
2. Badan Usaha Milik Negara di luar bidang keuangan yang menyatakan hasil keuangannya dalam rupiah.
3. Badan Usaha Milik Negara non sektor keuangan yang secara lengkap menyajikan data yang dibutuhkan peneliti.

3.3 Sumber dan Jenis Data

Data sekunder digunakan dalam penulisan ini. Data sekunder ialah data yang sudah ada atau data yang peneliti kumpulkan secara tidak langsung melalui media perantara. Sumber data sekunder dapat diperoleh secara online, melalui dokumen cetak, atau dari publikasi terkini dan mungkin berasal dari dalam atau luar perusahaan. Bukti fisik, catatan, dan catatan sejarah yang terorganisir dengan baik sering kali ialah data sekunder. Selain itu, juga berisi data dokumenter publik dan tidak dipublikasikan. Informasi keuangan dan tahunan perusahaan sampel yang dipakai dalam penulisan ini diperoleh antara tahun 2018 hingga 2022. Penulisan ini menggunakan sumber data dari situs resmi perusahaan terkait dan BEI.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Untuk mengumpulkan data yang diperlukan peneliti, studi ini menggunakan metode dokumentasi. Data diambil dengan cara mempelajari dokumen-dokumen atau informasi yang relevan, kemudian dilakukan pencatatan dan perhitungan. Penelitian ini memperoleh data dari *financial report* dan laporan tahunan yang dilaporkan pada *web* resmi IDX dan *website* resmi perusahaan yang menjadi sampel.

3.5 Definisi Operasional Variabel

Ada variabel terikat dan bebas dalam studi ini. Pengukuran yang dimaksudkan untuk setiap variabel penulisan tercantum di bawah ini.:

3.5.1 Variabel Dependen (Y)

Sugiyono (2013) mengungkapkan variabel disebut juga dengan variabel keluaran, konsekuensi, dan kriteria. Variabel terikat ialah variabel yang keberadaannya menyebabkan atau memdampaki variabel lain. Dalam penulisan ini, variabel kebijakan utang ialah variabel dependen

Kebijakan hutang perusahaan adalah keputusan manajemen dalam menentukan jumlah utang yang akan digunakan sebagai sumber pendanaan untuk mendukung operasional perusahaan. Dengan membiayai kegiatan operasional menggunakan hutang, perusahaan memiliki tanggung jawab untuk melunasi pinjaman dan membayar bunga secara berkala. Hal ini mendorong manajemen untuk mengoptimalkan pemanfaatan dana yang tersedia (Rezki & Anam, 2020). Variabel kebijakan hutang pada studi ini diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) menggunakan skala pengukuran rasio. Murtini (2019) merumuskan DER berikut dibawah ini:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3.5.2 Variabel Independen (X)

Variabel independen disebut sebagai faktor stimulus, prediktor, dan anteseden oleh Sugiyono (2013). Seringkali variabel bebas disebut juga demikian. Suatu variabel yang tergolong independen memdampaki atau memberikan kontribusi pada berkembangnya variabel dependen. Dalam penulisan ini, variabel independennya ialah:

a. Free Cash Flow

Free cash flow merupakan arus kas yang tersedia bagi entitas sesudah mengurangi biaya operasional dan pengeluaran lainnya dalam periode akuntansi tertentu. Hal ini mencerminkan seberapa baik perusahaan menghasilkan arus kas yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan penanaman modal, baik itu melalui hutang atau ekuitas. Perusahaan memiliki opsi untuk memanfaatkan free cash flow dengan membayar hutang, melakukan *share buyback*, membayarkan dividen kepada share holder, atau menyimpannya untuk mendukung peluang pertumbuhan dimasa depan (Zurriah & Sembiring, 2018). Pengukuran *free cash flow* pada penelitian ini mengacu pada penelitian Rezki & Anam (2020) yang menggunakan skala pengukuran skala rasio dengan rumus berikut ini:

$$\text{FCF} = \text{CFO} - \text{CFI}$$

Keterangan :

FCF : *Free cash flow* atau arus kas bebas

CFO : *Cash flow from operating* atau arus kas operasi

CFI : *Cash flow from investing* atau arus kas investasi

b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional ialah kepemilikan pemilik saham pada institusi yang berperan penting dalam mengendalikan biaya keagenan dan memantau kinerja manajemen dalam menggunakan utang (Adnin & Triyonowati, 2021). Seberapa banyak saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional diukur dengan skala rasio. Selanjutnya, Masdupi (2005) mengemukakan rumusan kepemilikan institusional berikut ini :

$$\text{Institutional Ownership (INSWN)} = \frac{\text{Jumlah Saham yang Dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}} \times 100\%$$

c. Kepemilikan Manajerial

Zurriah & Sembiring (2018) mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial merujuk kepada share holder yang merupakan bagian dari pihak manajemen dan dalam pengambilan keputusan perusahaan terlibat secara aktif. Kepemilikan manajerial diukur dengan jumlah saham milik manajemen, seperti yang dirumuskan oleh Murtiningtyas (2012):

$$\text{Managerial Ownership (MWON)} = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Manajerial}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}} \times 100\%$$

d. Likuiditas

Kapasitas perusahaan untuk menggunakan aset yang ada untuk memenuhi seluruh kewajiban lancarnya dikenal sebagai likuiditasnya (Kristina et al., 2019). Dalam penulisan ini, rasio lancar digunakan untuk mengukur likuiditas. Sumarsan (2013) merumuskan likuiditas berikut ini:

$$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

e. **Pertumbuhan Perusahaan**

Pertumbuhan perusahaan adalah harapan baik dari pihak internal maupun eksternal misalnya investor dan kreditur. Pertumbuhan ini diharapkan oleh perusahaan dan memiliki aspek positif, salah satunya dapat meningkatkan prospek perusahaan bagi investor sehingga akan memberikan return yang tinggi (Adnin & Triyonowati, 2021). Peningkatan atau penurunan proporsi atau nilai aset perusahaan dari tahun ke tahun digunakan sebagai indikator pertumbuhan perusahaan. Skala rasio digunakan sebagai skala pengukuran pada penelitian ini dan untuk menghitung tingkat pertumbuhan perusahaan mengacu pada penelitian Abdurrahman *et al.* (2019):

$$\text{Growth} = \frac{\text{Total Aktiva t} - \text{Total Aktiva t-1}}{\text{Total Aktiva t-1}}$$

Keterangan :

- Growth : Pertumbuhan perusahaan
- Total Aktiva t : Total asset tahun tertentu
- Total Aktiva t-1 : Total asset tahun sebelumnya

3.6 Teknik Analisis Data

3.6.1 Analisis Statistik Deskriptif

Dengan menggunakan beberapa metrik termasuk rata-rata (mean), maksimum, minimum, jumlah, rentang, standar deviasi, kurtosis, dan kecondongan distribusi, statistik deskriptif ialah metode analisis yang

menawarkan gambaran menyeluruh tentang data penulisan. Mengkompilasi semua angka dalam data dengan total saat ini akan menghasilkan mean. Salah satu ukuran variasi ialah standar deviasi. Rentang ialah pemisahan antara nilai tertinggi (maksimum) dan terendah (minimum) dalam suatu data; minimum dan maksimum ialah nilai terkecil dan terbesar dalam data (Ghozali, 2018).

3.6.2 Uji Asumsi klasik

Pada *multiple linear regression analysis*, uji asumsi klasik diperlukan untuk menguji kualitas data, yakni memeriksa apakah data yang didapatkan layak atau tidak layak untuk digunakan. Selain itu, temuan pengujian hipotesis yang akurat dan dapat dipercaya dapat dicapai dan model regresi yang signifikan dan representative dapat dihasilkan dengan menilai seluruh data untuk memastikan bahwa data tersebut valid atau tidak bertentangan dengan asumsi klasik. Untuk riset ini, pengujian asumsi klasik berikut yang akan digunakan:

3.6.2.1. Uji Normalitas

Ghozali (2018) menjelaskan uji normalitas dilaksanakan guna mengidentifikasi apakah variabel terikat dan bebas model regresi mempunyai persebaran yang normal. Jika berhadapan dengan data berdistribusi normal atau mendekati normal, maka diterapkan model regresi yang sesuai. Dalam merumuskan hipotesis, uji statistic non parametric Kolmogorov-Smirnov diimplementasikan. Dibawah ini merupakan syarat mengambil keputusan:

- a. Jika nilai signifikansi ($\text{sig} \geq \alpha$ (0,05) maka H_0 diterima dan H_a ditolak, yang mengindikasikan bahwa data residual memiliki persebaran yang normal,.

- b. Jika nilai signifikansi ($\text{sig} < \alpha (0,05)$) maka H_0 ditolak dan hipotesis H_a diterima, menunjukkan bahwa data residual memiliki persebaran yang abnormal.

3.6.2.2. Uji Multikolinieritas

Untuk mengidentifikasi korelasi diantara variabel bebas pada model regresi, peneliti melakukan uji multikolinieritas. Ghozali (2018) menjabarkan bahwa gejala multikolinieritas bias diamati pada nilai tolerance dan VIF (Variant Inflation Factor) berdasarkan kriteria berikut:

- a. Model regresi disebut bebas gejala multikolinieritas apabila nilai toleransi lebih dari 0,1 ($\text{Tolerance} > 0,1$) dan nilai VIF kurang dari 10 ($\text{VIF} < 10$).
- b. Adanya gejala multikolinieritas pada model regresi diindikasikan apabila angka VIF lebih tinggi daripada 10 ($\text{VIF} > 10$) dan angka toleransi kurang dari 0,1 ($\text{tolerance} < 0,1$)

3.6.2.3. Uji Autokorelasi

Karena data penelitian bersifat time series, maka dilakukan uji autokorelasi. Ghozali (2018) menjelaskan bahwa tujuan pengujian autokorelasi adalah mengidentifikasi apakah *confounding error* selama periode t dan $t-1$ berkorelasi pada suatu model regresi. Masalah autokorelasi ada jika ditemukan adanya korelasi. Jika tidak terdapat masalah autokorelasi pada model regresi, maka uji autokorelasi dianggap memuaskan. Uji run test dilakukan dalam penelitian guna memastikan keberadaan autokorelasi. Ghozali (2018) menjelaskan bahwa uji *run test* sebagai salah satu metode statistik nonparametrik yang dilaksanakan guna menguji apakah ada korelasi yang signifikan diantara residual. Jika tidak

terdapat korelasi antar residual, maka menandakan bahwa residual bersifat random atau acak. Pada uji runtest bila menghasilkan nilai asymp.sig lebih dari 0,05 maka dinyatakan tidak terdapat autokorelasi begitu juga sebaliknya.

3.6.2.4. Uji Heteroskedastisitas

Ghozali (2018) menyatakan bahwa uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah varians suatu model regresi suatu pengamatan dibandingkan dengan pengamatan lainnya ialah tidak sama. Homoskedastisitas ialah keadaan memiliki varian residu yang konstan antar pengamatan. Namun, heterostisitas didefinisikan jika residu antar observasi berbeda. Model regresi yang homoskedastis atau tidak menunjukkan heteroskedastisitas dianggap baik.

Penulisan ini menggunakan uji Park dan grafik scatterplot untuk melakukan uji heteroskedastisitas. Model regresi dikatakan kurang heteroskedastisitas jika pola titik pada grafik mempunyai persebaran sebarang dan terdistribusi diatas atau dibawah nol pada sumbu Y. Untuk uji park dilaksanakan dengan meregresi logaritma natural dari sisa kuadrat, model regresi dikatakan kurang heteroskedastisitas jika probabilitas signifikan lebih besar dari 0,05 Ghozali (2018).

3.6.3 Analisis Regresi Linier Berganda

Studi ini melakukan teknik analisis regresi linier berganda untuk mempelajari korelasi antara beberapa variabel bebas dan satu variabel terikat (Sekaran & Bougie, 2017). Ghozali (2018) menjelaskan besar dan arah dampak variabel bebas pada variabel terikat dipastikat dengan analisis regresi linier

berganda. Persamaan fungsi regresi dalam penelitian dapat dijelaskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1(\text{FCF}) + \beta_2(\text{INSWN}) + \beta_3(\text{MWON}) + \beta_4(\text{CR}) + \beta_5(\text{GROWTH}) + e$$

Keterangan :

Y : Variabel Dependen (Kebijakan Hutang)

α : Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: Koefisien Regresi

FCF : *Free Cash Flow*

INSWN : Kepemilikan Institusional

MWON : Kepemilikan Manajerial

CR : Likuiditas

GROWTH : Pertumbuhan Perusahaan

e : *Error Estimate*

3.6.4 Uji Statistik F (Uji Simultan)

Dalam rangka mengidentifikasi apakah setiap variabel bebas dalam model regresi mempunyai dampak gabungan pada variabel terikat digunakan uji statistic F. pengujian simultan dikalkulasikan dengan ambang signifikansi 0,05 untuk menentukan syarat ditolak atau diterimanya sebuah hipotesis. Dibawah ini adalah kriteria penerimaan atau penolakan hipotesis:

1. Hipotesis statistiknya ditentukan dengan ketentuan:

- a. H_0 : Tidak terdapat penjelasan yang berarti pada variabel terikat oleh variabel bebas.

- b. H_a : penjelasan yang bermakna pada variabel terikat ditemukan pada variabel bebas.
2. Signifikan level 0,05 digunakan
 3. Kriteria keputusan ditentukan dengan ketentuan:
 - a. H_a diterima dengan syarat nilai signifikansinya lebih rendah dari 0,05 ($<0,05$) yang bermakna koefisien regresi signifikan, sehingga variabel terikat dipengaruhi secara signifikan oleh kelima factor bebas sekaligus.
 - b. H_a ditolak dengan syarat nilai signifikansinya lebih dari 0,05 ($> 0,05$) bermakna koefisien regresi tidak signifikan. Sehingga, tidak terdapat satupun dari keempat factor independen yang mempengaruhi variabel terikat secara signifikan pada saat bersamaan

3.6.5 Koefisien Determinasi (R^2)

Pengujian ini mengkalkulasi sejauh mana variabel bebas memberikan dampak pada variabel terikat. Adjusted R square yang mempunyai evaluasi antara 0 dan 1 digunakan dalam penelitian ini sebab R square memiliki bias pada total variabel independen yang disertakan dalam model. Sebaliknya, jika $R^2 = 1$, maka terdapat hubungan sempurna atau bias dikatakan interkoneksi antara variabel bebas dan terikat. Jika $R^2 = 0$, maka tidak ditemukannya hubungan antara variabel terikat dan bebas sama sekali..

3.6.6 Uji Statistik t (Uji Parsial)

Untuk mengidentifikasi setiap variabel bebas memberikan dampak pada variabel terikat secara signifikan atau tidak, peneliti melakukan uji t. Uji ini dilakukan dengan menggunakan nilai signifikansi α (alpha) sebesar 0,05 atau

5%. Berikut kriteria pengambilan keputusan untuk menerima atau menolak hipotesis:

- a. Dapat diambil kesimpulan H_a ditolak dan H_0 diterima dengan syarat nilai signifikansinya kurang dari 0,05 ($< 0,05$). Hal ini mengisaratkan variabel bebas memeberikan dampak yang signifikan pada variabel terikat sampai batas tertentu.
- b. Dapat disimpulkan H_0 diterima dan H_a ditolak dengan syarat angka signifikan lebih besar dari 0,05 ($>0,05$). Hal ini menyiratkan bahwa hanya sebagian saja dari variabel bebas yang memberikan dampak besar terhadap variabel terikat.

Hipotesis statistic ditentukan dengan ketentuan:

- a. H_0 : β_i sama dengan 0, menunjukkan tidak ada hubungan nyata diantara variabel bebas dan terikat.
- b. H_0 : β_i tidak sama dengan 0, menunjukkan adanya dampak yang besar diantara variabel bebas pada variabel terikat.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Tujuan dari studi ini adalah menganalisa efek dari *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang. Objek studi ini yaitu entitas BUMN non sektor keuangan yang telah *listing* di BEI untuk periode 2018-2022. Entitas BUMN atau singkatan dari Badan Usaha Milik Negara merupakan korporasi yang kepemilikan sahamnya dimiliki oleh pemerintah atau negara (Idris, 2023).

Pada studi kali ini peneliti menggunakan data sekunder, yang berupa *financial report* dan *annual report* yang dapat ditemukan dari laman web BEI dan website resmi dari perusahaan dijadikan sebagai sampel penelitian. Populasi yang digunakan pada studi ini ialah entitas BUMN non sektor keuangan yang terintegrasi di BEI periode 2018-2022 sebanyak 24 perusahaan. Diperoleh sampel dengan total sebanyak 60 data dengan teknik sampling purposif. Berdasarkan kriteria yang ditetapkan, berikut ini adalah deskripsi sampel pengujian::

Tabel 4. 1 Kriteria Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Jumlah Perusahaan
	Populasi	
(1)	Perusahaan BUMN non sektor keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022	24
	Kriteria	
(1)	Badan Usaha Milik Negara non keuangan yang terdata di BEI dan tidak menerbitkan laporan keuangan untuk tahun yang berakhir	0

	pada tanggal 31 Desember selama tahun 2018-2022	
(2)	Badan Usaha Milik Negara diluar keuangan yang tidak menyatakan hasil keuangannya dalam rupiah.	(3)
(3)	Badan Usaha Milik Negara non sektor keuangan yang tidak secara lengkap menyajikan data yang dibutuhkan peneliti.	(9)
	Perusahaan BUMN non sektor keuangan yang dijadikan sampel selama periode 2018-2022	12
	Jumlah sampel yang digunakan (12 perusahaan x 5 tahun)	60

Sumber : Data diolah, 2023

4.2 Analisis Data

4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif ialah analisis penggambaran data yang dikumpulkan dalam studi. Dan analisis ini bertujuan untuk mendeskripsikan atau menganalisis objek penelitian berdasarkan data sampel atau populasi dan penjelasan kelompok melalui minimal, maksimal, rata-rata, median serta standar deviasi (Sugiyono, 2018). Gambaran berupa factor-faktor penelitian seperti arus kas bebas, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas, pertumbuhan dan kebijakan hutang ditampilkan pada hasil statistic deskriptif. Berikut adalah tabel hasil pengolahan data statistik deskriptif:

Tabel 4. 2 Hasil Uji Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	60	-2274240000 0000	3410400000 0000	8302935000 00.00	9020254870 657.307
INSWN	60	.739	.994	.88611	.072456
MWON	60	.000	.009	.00054	.001505
CR	60	.280	2.770	1.33913	.570809
GROWTH	60	-.346	.502	.06033	.138156
DER	60	-10.826	5.900	1.50273	2.340005
Valid N (listwise)	60				

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Data yang dianalisis meliputi 60 sampel laporan keuangan dari 12 perusahaan BUMN non-keuangan yang terdaftar di BEI selama lima tahun berturut-turut (2018-2022), seperti yang ditunjukkan pada Tabel 4.2 di atas. Variabel-variabel penelitian yang digunakan dijelaskan di bawah ini:

Variabel Arus Kas Bebas (X1) menunjukkan sebaran data penulisan tidak merata atau simpangan data yang tinggi. Rata-ratanya sejumlah 830293500000 dengan simpangan baku sejumlah 9020254870657.307 yang menunjukkan simpangan baku > rata-ratanya. Apalagi untuk tahun 2020, PT Jasa Marga (Persero) Tbk memiliki nilai minimum sejumlah -2274240000000000. Sedangkan PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk memiliki nilai tertinggi sejumlah 34104000000000 pada tahun 2022.

Memiliki nilai rata-rata sejumlah 0,886 dan standar deviasi sejumlah 0,072 maka variabel Kepemilikan Institusional (X2) memperlihatkan jika data penulisan tersebar secara seragam atau mempunyai varian data yang kecil. Untuk jangka waktu 2022, PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk memiliki perusahaan contoh dengan nilai minimum 0,739. Sementara itu, PT Jasa Marga (Persero) Tbk memegang nilai tertinggi sejumlah 0,994 pada tahun 2019.

Variabel Kepemilikan Manajerial (X3) menunjukkan adanya distribusi data penulisan yang tidak merata atau terdapat simpangan data yang signifikan dalam penulisan dengan nilai rata-rata sejumlah 0,0005 dan standar deviasi sejumlah 0,0015. Untuk jangka waktu tahun 2022, PT Aneka Tambang (Persero) Tbk akan memiliki kepemilikan manajerial minimal 0,000. Sedangkan PT Wijaya Karya Beton (Persero) Tbk memegang nilai tertinggi sejumlah 0,009 pada tahun 2020.

Dengan nilai rata-rata sejumlah 1,339 dan standar deviasi sejumlah 0,571 maka variabel likuiditas (X4) memperlihatkan jika data dalam penulisan tersebar merata atau mempunyai varian data yang kecil. Apalagi, selama periode 2019, PT Jasa Marga (Persero) Tbk memiliki 0,280 perusahaan sampel. Sedangkan PT Semen Baturaja (Persero) Tbk memiliki nilai tertinggi sejumlah 2.770 pada tahun 2021.

Mengingat standar deviasi variabel Pertumbuhan perusahaan (X5) lebih tinggi dari rata-rata sejumlah 0,060, maka dapat disimpulkan bahwa data

penulisan sangat menyimpang atau tersebar tidak merata. Apalagi, PT Waskita Beton Precast Tbk memiliki nilai minimal -0.346 untuk jangka waktu 2020. Sedangkan PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk memiliki nilai tertinggi sejumlah 0,502 pada tahun 2021.

Besarnya deviasi data atau tidak meratanya sebaran data penulisan dapat disimpulkan dari variabel Kebijakan Hutang (Y) yang menunjukkan rata-rata sejumlah 1,503 dengan standar deviasi sejumlah 2,340. PT Waskita Beton Precast Tbk memiliki nilai minimum -10,826 untuk jangka waktu 2020. Sedangkan untuk valuasi tertinggi menjadi milik PT Waskita Karya (Persero) Tbk yang ditetapkan pada tahun 2022.

4.2.2 Uji Asumsi Klasik

4.2.2.1 Uji Normalitas

Sebelum menggunakan uji t dan uji F dalam model regresi, kita perlu memastikan bahwa variabel pengganggu (residual) mengikuti distribusi normal. Uji normalitas dilaksanakan untuk mengecek asumsi ini. Jika asumsi normalitas tidak terpenuhi, terutama pada sampel kecil, hasil uji statistik bisa menjadi tidak akurat (Ghozali, 2018). Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji statistik Kolmogorov-Smirnov untuk persamaan residu. Berdasarkan kriteria pengujian, jika nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka data dianggap berdistribusi normal. Sebaliknya jika nilai signifikansinya kurang dari 0,05 maka data dianggap tidak berdistribusi normal.. Tabel di bawah ini memperlihatkan hasil dari uji normalitas:

Tabel 4. 3 Hasil Uji Normalitas *Kologorov-Smirnov*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		60
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	2.08677879
Most Extreme Differences	Absolute	.170
	Positive	.125
	Negative	-.170
Test Statistic		.170
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Terlihat dari tabel 4.3 di atas bahwa uji Kolmogorov-Smirnov menghasilkan nilai signifikansi sejumlah 0,000 atau $< 0,05$ ($\alpha = 5\%$), sehingga temuan tersebut memperlihatkan jika residu model tidak berdistribusi normal. Oleh karena itu, perlu untuk melakukan reduksi data outlier agar data menjadi berdistribusi secara normal dan memenuhi persyaratan uji normalitas (Ghozali, 2018). Outlier ialah data yang tidak konsisten berbeda dari data yang lain, atau dengan kata lain outlier merupakan data yang tidak sesuai dengan pola umum data lainnya. Oleh karena itu, penting untuk mendeteksi outlier pada data yang akan diteliti (Makkulau et al., 2014). Outlier dalam penelitian ini dideteksi melalui pengecekan output tabel *casewise diagnostics* dan hasil uji setelah menghilangkan data yang diduga outlier ditunjukkan pada tabel 4.4 berikut:

Tabel 4. 4 Hasil Uji Normalitas *Kolmogorov-Smirnov* Setelah Outlier

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		56
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.86791660
	Most Extreme Differences	
	Absolute	.115
	Positive	.115
	Negative	-.056
Test Statistic		.115
Asymp. Sig. (2-tailed)		.061 ^c
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		
c. Lilliefors Significance Correction.		

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Tabel 4.4 memperlihatkan jika, dengan dihilangkannya outlier, uji normalitas Kolmogorov-Smirnov menghasilkan nilai signifikansi sejumlah 0,061. Karena $\alpha = 5\%$ maka nilai signifikansinya $> 0,05$. Oleh karena itu, data sisa model regresi didistribusikan secara teratur.

4.2.2.2 Uji Multikolinearitas

Pencarian korelasi antar variabel atau faktor independen dilakukan dengan menggunakan uji multikolinearitas. Model regresi yang baik harus memiliki korelasi minimal antar variabel independen untuk menghindari multikolinearitas. Pengujian ini dapat dilakukan dengan memeriksa hasil variance inflasi faktor (VIF) dan nilai toleransi. Nilai toleransi $< 0,10$ atau nilai VIF > 10 merupakan nilai ambang batas yang digunakan untuk menunjukkan

adanya multikolinearitas. Hasil uji multikolinearitas disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 5 Hasil Uji Multikolinearitas

Coefficients^a		
Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 FCF	.924	1.082
INSWN	.719	1.391
MWON	.740	1.351
CR	.943	1.060
GROWTH	.929	1.076

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Uji multikolinearitas tersebut menghasilkan nilai toleransi sejumlah 0,924 dan VIF sejumlah 1,082 untuk variabel arus kas bebas. Pada toleransi 0,719 dan VIF 1,391, variabel kepemilikan institusional ditunjukkan. Nilai Tolerance senilai 0,740 dan nilai VIF senilai 1,351 dihasilkan oleh variabel kepemilikan manajerial. VIF sejumlah 1,060 dan nilai toleransi sejumlah 0,943 ditemukan untuk variabel likuiditas. Selanjutnya nilai toleransi sejumlah 0,929 dan nilai VIF sejumlah 1,076 untuk variabel terakhir pertumbuhan perusahaan. Semua variabel bebas mendapatkan nilai toleransi $> 0,1$ dan nilai VIF < 10 dapat dikatakan tidak terdapat indikasi multikolinearitas.

4.2.2.3 Uji Autokorelasi

Menemukan apakah kesalahan perancu pada periode t dan periode $t-1$ berkorelasi dalam model regresi ialah tujuan autokorelasi (Ghozali, 2018). Autokorelasi adalah fenomena statistik di mana pengamatan yang berurutan dalam waktu saling terkait satu sama lain. Hal ini dapat menjadi masalah dalam

analisis data, terutama dalam model regresi, karena dapat menyebabkan hasil yang tidak akurat dan menyesatkan. Autokorelasi muncul karena kesalahan pengganggu atau residual pada satu pengamatan tidak independen dengan residual pada pengamatan lainnya.

Penelitian ini menggunakan uji Run Test untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam data. Uji Run Test membandingkan jumlah urutan kenaikan dan penurunan nilai data dengan nilai yang diharapkan jika data tidak berkorelasi. Berikut adalah hasil uji Run Test:

Tabel 4. 6 Hasil Uji Autokorelasi- Run Test

Runs Test	
Unstandardized Residual	
Test Value ^a	.04284
Cases < Test Value	28
Cases >= Test Value	28
Total Cases	56
Number of Runs	32
Z	.809
Asymp. Sig. (2-tailed)	.418

a. Median

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

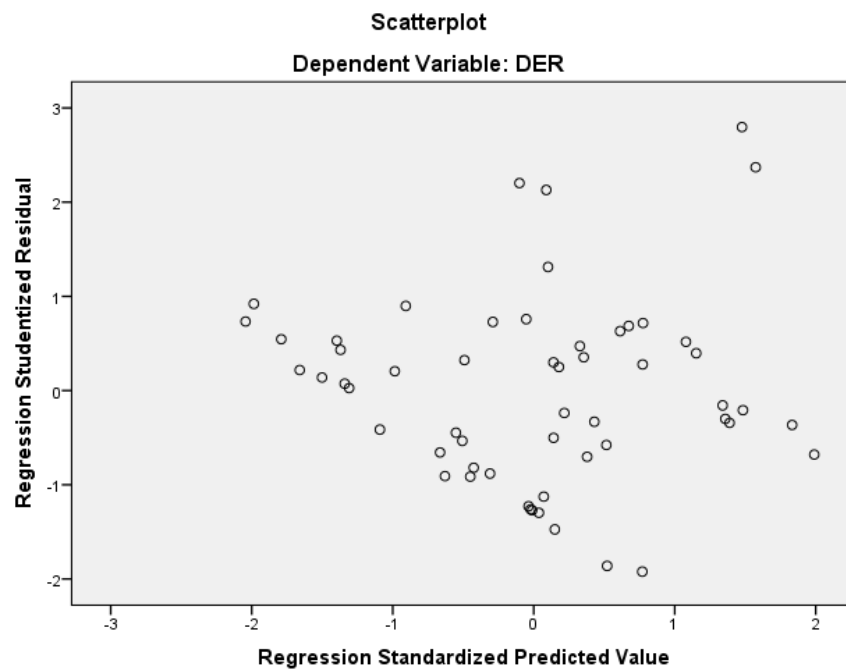
Nilai Asymp.Sig (2-tailed) sejumlah 0,418 atau $> 0,05$ yang memperlihatkan jika H_0 diterima dan dapat dianggap sebagai random residual atau tidak adanya autokorelasi antar data, sesuai dengan temuan run test pada tabel 4.6.

4.2.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Ada tidaknya ketimpangan varians dalam model regresi dari satu observasi ke observasi lainnya diperiksa dengan menggunakan uji heteroskedastisitas.

Dalam penulisan ini, uji Park digunakan untuk statistik dan uji grafik scatter plot untuk heteroskedastisitas.

Gambar 4. 1 Hasil Uji Heteroskedastisitas Scatter Plot



Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Ketika titik-titik tersebar secara acak, tidak muncul pola tertentu, dan titik-titik tersebut tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka uji scatter plot pada model regresi yang ditunjukkan pada Gambar 4.1 membuahkan hasil. Hasil ini menghasilkan kesimpulan bahwa dalam model regresi tidak terdapat permasalahan heteroskedastisitas. Uji Park ialah uji statistik yang dipakai pada uji kedua. Berikut tabel dengan temuan uji taman.:

Tabel 4. 7 Hasil Uji Heteroskedastisitas - Uji Park

		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6.469	3.692		1.752	.086
	FCF	1.942E-15	.000	.010	.075	.940
	INSWN	-7.834	3.949	-.305	-1.984	.053
	MWON	-232.740	173.005	-.204	-1.345	.185
	CR	-.368	.431	-.115	-.855	.397
	GROWT					
	H	-3.702	1.957	-.256	-1.892	.064

a. Dependent Variable: LNU2i

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Dari hasil perhitungan pada tabel 4.7 diatas, dapat dilihat jika dalam model regresi semua variabel bebas mendapatkan nilai signifikansi yang lebih dari 0,05. Oleh karena itu, bisa diartikan jika permasalahan heteroskedastisitas tidak ada. Hal ini konsisten dengan hasil uji *Scatterplots*.

4.2.3 Analisis Regresi Linier Berganda

Regresi linier berganda adalah teknik statistik yang diterapkan untuk mengeksplorasi keterkaitan antara sebuah variabel dependen dengan sejumlah variabel independen. Analisis regresi linier berganda dilakukan dengan tujuan menguji efek variabel-variabel independen tersebut pada kebijakan hutang perusahaan. Temuan penelitian ini disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 4. 8 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8.494	1.960		4.334	.000
	FCF	-5.472E-14	.000	-.394	-3.999	.000
	INSWN	-5.141	2.096	-.274	-2.453	.018
	MWON	-240.664	91.825	-.288	-2.621	.012
	CR	-1.342	.229	-.572	-5.871	.000
	GROWT H	-.429	1.039	-.041	-.413	.681

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Dari kalkulasi regresi linier berganda tersebut, maka diperoleh formula dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = 8,494 - 5.472E-14 (FCF) - 5,141 (INSWN) - 240,664 (MWON) - 1,342 (CR) - 0,429 (GROWTH) + e$$

Berikut adalah interpretasi hasil persamaan regresi linear berganda diatas:

- a. Nilai konstanta sebesar 8,494 bernilai positif, dapat diartikan apabila variabel *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan memiliki nilai 0 (nol) maka DER sebesar nilai konstan yaitu 8,494.
- b. Variabel *free cash flow* memperoleh nilai koefisien senilai -5.472E-14 dengan arah negatif, yang menunjukkan bahwa apabila nilai FCF mengalami kenaikan satu satuan, maka nilai FCF turun sebesar 5.472E-14.

- c. Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai koefisien sebesar -5,141 dengan arah negatif, yang menunjukkan bahwa apabila nilai INSWN mengalami kenaikan satu satuan, maka nilai INSWN turun sebesar 5,141.
- d. Variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai koefisien sebesar -240,664 dengan arah negatif, yang menunjukkan bahwa apabila nilai MWON mengalami kenaikan satu satuan, maka nilai MWON turun sebesar 240,664.
- e. Variabel likuiditas memiliki nilai koefisien sebesar -1,342 dengan arah negatif, yang menunjukkan apabila nilai CR mengalami kenaikan satu satuan, maka nilai CR turun sebesar 1,342.
- f. Variabel pertumbuhan perusahaan memperoleh nilai koefisien senilai -0,429 dengan arah negatif, yang menunjukkan bahwa apabila nilai GROWTH mengalami kenaikan satu satuan, maka nilai GROWTH turun sebesar 0,429.

4.2.4 Uji Statistik F (Uji Simultan)

Melalui penerapan uji statistik F ini, dapat ditentukan apakah arus kas bebas, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan secara bersamaan atau kolektif memengaruhi kebijakan hutang. Berikut adalah hasil pengujiannya:

Tabel 4. 9 Hasil Uji Statistik F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	51.055	5	10.211	12.323	.000 ^b
	Residual	41.430	50	.829		
	Total	92.485	55			

a. Dependent Variable: DER
b. Predictors: (Constant), GROWTH, FCF, CR, MWON, INSWN

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Untuk menolak hipotesis alternatif (H_a) bahwa tidak ada hubungan signifikan antara faktor-faktor (arus kas bebas, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan) dengan kebijakan hutang, diperlukan nilai signifikansi (p -value) lebih dari 0,05. Dalam penelitian ini, tabel 4.9 menunjukkan nilai F hitung sebesar 12,323 dengan tingkat signifikansi 0,000. Nilai ini jauh lebih kecil dari batas signifikansi 0,05. Berdasarkan hasil uji F, dengan nilai signifikansi yang sangat kecil (0,000), hipotesis alternatif (H_a) ditolak. Hal ini berarti bahwa secara simultan, kelima faktor tersebut memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang..

4.2.5 Koefisien Determinasi (R^2)

Sejauh mana model yang dikembangkan dapat menjelaskan ragam variabel bebas diukur dengan uji koefisien determinasi yang disesuaikan, yang juga dikenal sebagai *adjusted R square*. Berikut temuan koefisien determinasi *adjusted R square*..

Tabel 4. 10 Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.743 ^a	.552	.507	.910279

a. Predictors: (Constant), GROWTH, FCF, CR, MWON, INSWN
 Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Tabel 4.10 menunjukkan *adjusted R square* yang dicapai senilai 0,507 atau 50,7%. Dengan kata lain, variabel kebijakan utang dapat dijelaskan sejumlah 50,7% oleh variabel bebas yang diteliti. Sedangkan sisanya sejumlah 49,3% dijelaskan oleh faktor di luar yang tidak dimasukkan pada model penulisan ini.

4.2.6 Uji Statistik t (Uji Parsial)

Uji statistik t dimanfaatkan untuk menilai sejauh mana kontribusi tiap variabel independen guna menjabarkan ragam variabel dependen. Hipotesis alternatif (H_a) menegaskan bahwa sebuah variabel bebas secara parsial mempunyai dampak pada variabel terikat. Ketika nilai signifikansi kurang dari 0,05, H_a dinyatakan valid. Yang artinya variabel independen mempunyai pengaruh yang berarti pada variabel terikat.

Tabel 4. 11 Hasil Uji Statistik t

Coefficients^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8.494	1.960		4.334	.000
	FCF	-5.472E-14	.000	-.394	-3.999	.000
	INSWN	-5.141	2.096	-.274	-2.453	.018
	MWON	-240.664	91.825	-.288	-2.621	.012
	CR	-1.342	.229	-.572	-5.871	.000
	GROWTH	-.429	1.039	-.041	-.413	.681

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Data Sekunder yang diolah SPSS 23, 2024

Berdasarkan tabel 4.11 model persamaan diatas menunjukkan hasil:

1. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian mengindikasikan signifikansi dengan nilai yang $< 0,05$ ialah 0,000 dan nilai koefisien $-5,472E-14$ dengan arah negatif. Arus kas bebas mempunyai dampak yang besar dan tidak menguntungkan pada kebijakan hutang. Oleh karena itu, H1 ditolak karena tidak dapat dibuktikan bahwa arus kas bebas meningkatkan kebijakan hutang..

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji memperlihatkan jika signifikansi dengan nilai $0,05 < \text{nilai koefisien } -5,141$ yang berarah negatif. Oleh karena itu, kepemilikan institusional mempunyai dampak yang penting dan merugikan pada prosedur utang. H2 diterima karena hipotesis 2 yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif pada kebijakan utang telah terbukti secara empiris.

3. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian memperlihatkan jika nilai signifikansi $0,05 < \text{nilai koefisien } -240,664$ yang berarah negatif. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berdampak signifikan dan negatif pada kebijakan hutang. Oleh karena itu H3 dapat diterima karena telah ditunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berdampak negatif pada kebijakan utang.

4. Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang

Dari hasil analisis terungkap bahwa dengan signifikansi $0,05$ lebih kecil dibandingkan nilai koefisien $-1,342$ yang arahnya negatif yaitu $0,000$.

Likuiditas, dengan demikian, secara signifikan melemahkan kebijakan utang. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa H3 dapat diterima karena telah terbukti bahwa kepemilikan manajerial memiliki dampak negatif pada kebijakan utang.

5. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji menunjukkan nilai signifikansi yang $>$ nilai signifikansi 0,05 yaitu sejumlah 0,681 dan nilai koefisien -0,429 dengan arah negatif. Oleh karena itu, dikatakan jika kebijakan hutang didampaki secara negatif dan tidak signifikan oleh ekspansi perusahaan. Akibatnya, H5 tidak terbukti karena tidak memberikan bukti bahwa ekspansi perusahaan meningkatkan kebijakan utang.

4.2.7 Pembahasan

4.2.7.1 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Menurut penulisan, kebijakan utang didampaki secara signifikan dan negatif oleh arus kas bebas. Hal ini menyiratkan bahwa kemungkinan perusahaan menggunakan hutang untuk mendanai operasinya menurun seiring dengan jumlah arus kas bebasnya. Karena perusahaan memiliki arus kas bebas yang lebih banyak, maka perusahaan menjadi lebih kaya dan oleh karena itu tidak memiliki pembiayaan utang, sehingga kebijakan utang menjadi lebih sedikit. (Rezki & Anam, 2020).

Lebih banyak sumber daya internal menghilangkan kebutuhan akan pendanaan eksternal berbasis hutang untuk memenuhi kebutuhan operasional dan tujuan investasi suatu bisnis. Temuan penulisan ini berbeda dengan *agency*

teori yang mengungkapkan bahwa konflik keagenan yang disebabkan oleh arus kas bebas yang besar dalam organisasi dapat dihindari dengan meningkatkan pembiayaan utang (Fadhilah et al., 2021; Fauzi et al., 2022).

Perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi biasanya menghindari hutang dan memutuskan untuk memperluas investasi demi kepentingan pemilik saham, klaim Rahmawantari (2022). Hubungan antara pemilik saham dan korporasi diperiksa dalam teori keagenan, yang menjelaskan perilaku ini. Dalam hal ini, pemilik saham utama berkonsentrasi pada kesejahteraan manajemen perusahaan yang ialah agennya.

Penelitian Rahmawantari (2022), Tahir dkk. (2020) dan Hamdan & Al-Sraheen (2022) mendukung penelitian ini. Studi-studi ini menunjukkan bahwa ketika entitas mempunyai arus kas bebas yang besar biasanya mereka memanfaatkan utang dengan porsi yang sedikit. Kontrasnya, studi ini menunjukkan hasil yang berbeda dengan riset Veronisa et al. (2023) dan Fadilla & Aryani (2020) yang menyimpulkan bahwa arus kas bebas justru berdampak positif signifikan pada kebijakan hutang.

4.2.7.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Temuan penulisan memperlihatkan jika kepemilikan institusional yang signifikan akan menurunkan pembiayaan utang. Hal ini menyiratkan bahwa penggunaan utang dapat menurun seiring dengan semakin banyaknya investor institusi yang memperoleh lebih banyak saham. Karena kepemilikan institusional dapat memantau dan mengawasi manajer dalam mengambil keputusan strategis perusahaan salah satunya ialah utang kepemilikan

institusional memainkan peran penting dalam menurunkan konflik keagenan. Hutang yang besar akan meningkatkan risiko perusahaan; peningkatan kepemilikan institusional akan menurunkan utang..

Temuan penulisan ini mengkonfirmasi penulisan sebelumnya yang dilakukan oleh Thanatawee (2023) dan Murtini (2019) bahwa kepemilikan institusional berdampak signifikan dan negatif pada kebijakan utang. Hasil ini konsisten dengan teori biaya agensi yang mengungkapkan jika pengawasan yang dilakukan akan semakin efektif untuk menurunkan jumlah hutang yang dipakai perusahaan jika persentase saham yang dimiliki oleh institusi mengalami kenaikan. Namun temuan penulisan ini bertentangan dengan temuan Katharina dkk. (2021) dan Abdurrahman dkk. (2019), yang menemukan bahwa kenaikan saham institusional tidak memiliki dampak nyata pada kebijakan utang.

4.2.7.3 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Diketahui bahwa kepemilikan manajerial memiliki dampak negatif signifikan pada kebijakan hutang berdasarkan hasil pengujian. Salah satu upaya strategis yang bisa membantu mengakomodasi kepentingan manajemen dan pemegang saham adalah melalui kepemilikan manajerial. Konflik keagenan ialah perselisihan antara manajemen dan pemilik saham. Memiliki persentase kepemilikan manajerial yang besar, manajemen biasanya sangat berhati-hati ketika memutuskan hal-hal strategis perusahaan, termasuk prosedur utang. Modal hutang digunakan dengan hati-hati oleh para manajer karena mereka

pada akhirnya harus menghadapi bahayanya. Hal ini berarti kebijakan hutang suatu perusahaan akan semakin rendah jika semakin banyak kepemilikan manajemen yang dimilikinya.

Gagasan ini mendukung temuan penulisan ini yang memperlihatkan jika kepemilikan manajerial berdampak signifikan dan negatif pada prosedur utang. Meskipun berkisar antara 0% hingga 0,86%, namun persentase kepemilikan manajerial dalam penulisan ini cukup rendah jika dibandingkan dengan kelompok pemangku kepentingan lainnya dalam organisasi. Sementara itu, ternyata manajer yang memiliki kepemilikan saham tetap mempunyai dampak yang signifikan dalam cara perusahaan memutuskan kebijakan utang.

Temuan penelitian ini memberikan dukungan pada hasil studi yang telah dilakukan oleh Rahayu & Yasa (2018) dan Murtini (2019) yang mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial berdampak negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sebaliknya, penelitian ini bertolak belakang dengan riset yang dilakukan Zurriah & Sembiring (2018) dan Katharina *et al.* (2021) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mendampaki kebijakan hutang.

4.2.7.4 Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang

Diketahui bahwa likuiditas berdampak signifikan dan negatif pada kebijakan utang berdasarkan hasil pengujian. Oleh karena itu, jumlah utang yang diambil suatu perusahaan berkurang seiring dengan likuiditasnya. Suatu perusahaan dapat melunasi utang jangka pendeknya dengan lebih mudah jika semakin likuid, sehingga menurunkan beban utangnya secara keseluruhan.

Alasannya ialah bahwa organisasi yang sangat likuid biasanya memiliki cukup uang tunai atau aset yang siap dikonversi untuk mendukung operasi mereka. Hal ini menunjukkan betapa bisnis yang sangat likuid tidak memerlukan modal dari luar karena sumber daya internal mereka mampu dalam memenuhi kebutuhan mereka. Hal ini selaras dengan teori *pecking order*, yang mengungkapkan jika entitas lebih mengutamakan sumber pendanaan internal untuk operasional bisnisnya dibandingkan sumber pendanaan eksternal dan struktur pendanaannya akan mencerminkan urutan pemilihan sumber tersebut.

Hasil analisis ini menegaskan temuan dari penelitian terdahulu oleh Ramelan dkk. (2023), Afiezan dkk. (2020), dan Abdurrahman dkk.(2019) yang mendukung gagasan jika terjadi peningkatan likuiditas maka perusahaan akan mengurangi utang. Namun temuan ini tidak mendukung riset yang dilakukan oleh Rahmawantari (2022) yang menyimpulkan bahwa kebijakan utang tidak berkorelasi dengan likuiditas.

4.2.7.5 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Temuan penulisan ini memperlihatkan jika kebijakan utang didampaki secara negatif dan tidak signifikan oleh pertumbuhan perusahaan. Hal ini terlihat memperlihatkan jika prosedur utang tidak terdampak oleh peningkatan perusahaan. Hal ini memperlihatkan jika pertumbuhan utang belum tentu sejalan dengan peningkatan perusahaan. Hal ini terjadi karena bisnis yang berkembang pesat memperlihatkan jika sumber daya mereka memadai untuk mendukung ekspansi yang sehat. Korporasi yang tingkat pertumbuhannya tinggi biasanya mempergunakan sumber daya internal secara maksimal dan

lebih bergantung pada modal sendiri dibandingkan pinjaman (Rezki & Anam, 2020).

Bisnis yang berkembang juga akan membutuhkan lebih banyak aset. Namun, dunia usaha lebih memilih menggunakan modal sendiri atau laba ditahan dibandingkan menggunakan uang dari luar. Hal ini mendukung gagasan pecking order tentang pernyataan jika dunia usaha lebih memilih sumber-sumber pembiayaan yang lebih murah dan tidak terlalu berisiko. Tingkat pertumbuhan yang baik tercermin dalam peningkatan laba dan nilai aset yang sering dihasilkan oleh perusahaan-perusahaan yang berkinerja baik. Pertumbuhan suatu perusahaan menunjukkan keberhasilan investasi dan operasional yang baik, sehingga perusahaan harus mampu memenuhi kebutuhannya dengan lebih baik (D. P. Sari & Setiawan, 2021).

Temuan ini selaras dengan riset Rezki & Anam (2020), Sari & Setiawan (2021) serta Fauziah & Rejeki (2022) yang menyimpulkan bahwa tidak ada pengaruh antara pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan hutang. Namun temuan ini tidak selaras dengan riset oleh Veronisa dkk. (2023), Nurjanah & Purnama (2021) dan Abdurrahman dkk. (2019) yang mendapatkan bukti bahwa korporasi yang tengah mengalami pertumbuhan dengan pesat biasanya lebih banyak memanfaatkan utang.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Studi ini dilakukan untuk menguji dampak *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, likuiditas dan pertumbuhan perusahaan pada kebijakan hutang. Berdasarkan analisis data yang dilakukan terhadap 12 sampel pada perusahaan BUMN non sector keuangan yang termasuk dalam daftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022. Setelah analisis data dan penjelasan sebelumnya, diperoleh temuan-temuan berikut:

1. *Free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat diartikan bahwa adanya peningkatan *free cash flow* perusahaan akan menurunkan kebijakan hutang. Karena semakin tingginya *free cash flow* menunjukkan bahwa perusahaan semakin kaya sehingga tidak menggandakan utang
2. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat diartikan bahwa peningkatan proporsi saham yang dimiliki institusi akan menurunkan kebijakan hutang. Karena semakin efektif pengawasan yang dilakukan investor institusi terhadap keputusan yang diambil manajemen sehingga pemanfaatan utang oleh entitas akan semakin berkurang.
3. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat diartikan bahwa peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan kebijakan hutang. Karena

manajer yang menggunakan utang berhati-hati karena pada akhirnya mereka juga menghadapi risiko dari utang tersebut

4. Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat diartikan bahwa peningkatan likuiditas akan menurunkan kebijakan hutang. Karena perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi biasanya mempunyai cukup dana tunai dan asset yang mudah diubah menjadi tunai untuk membiayai operasional mereka.
5. Pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Ini menunjukkan bahwa penurunan atau peningkatan pertumbuhan perusahaan tidak akan mempengaruhi penggunaan kebijakan hutang, karena perusahaan cenderung lebih memilih menggunakan sumber dana internal daripada hutang, terutama saat mengalami pertumbuhan, untuk membiayai kegiatan operasional mereka.

5.2 Saran

1. Bagi Investor

Hasil dari kajian ini harapannya berkontribusi dalam memberikan pandangan dalam menentukan suatu keputusan dan analisis yang berkaitan dengan variabel penelitian untuk meminimalisir risiko yang berkaitan dengan investasi yang dilaksanakan dalam bisnis.

2. Bagi Perusahaan

Perusahaan terutama manajer perlu memperhatikan berbagai factor yang mempengaruhi kebijakan hutang dalam mengatur proporsi pendanaan, baik yang berasal dari hutang maupun modal sendiri. Sehingga pendanaan

tersebut mampu membiayai kegiatan operasional dan investasi perusahaan serta menciptakan kebijakan hutang yang optimal.

3. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian berikutnya perlu untuk memasukkan variabel independen lainnya yang memungkinkan memiliki pengaruh pada kebijakan hutang, misalnya struktur asset, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Selain itu, peneliti selanjutnya juga diharapkan menggunakan sampel perusahaan sektor yang lain untuk memperluas generalisasi dari penelitian ini.

5.3 Keterbatasan

Dalam penelitian ini terdapat kendala-kendalam selama peneliti melakukan penelitian, diantaranya adalah :

1. Tidak semua entitas memiliki kepemilikan manajerial dan terdapat beberapa entitas yang tidak konsisten mempunyai kepemilikan saham oleh manajerial dari satu tahun ke tahun berikutnya.
2. Nilai Adjusted R Square yaitu 0,507 menyuratkan bahwa variabel bebas pada studi ini hanya menjabarkan 50,7% dari keseluruhan adalah keterbatasan penelitian ini. Sebanyak 49,3% sisanya dijabarkan oleh factor lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, N., & Pok, W. C. (2015). Separation of cash flow rights and control rights and debt among Malaysian family firms. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 5(2), 184–201. <https://doi.org/10.1108/JAEE-09-2011-0030>
- Abdurrahman, A. Z., N.R, E., & Taqwa, S. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Likuiditas, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(2), 589–604. <https://doi.org/10.24036/jea.v1i2.97>
- Adnin, M. V., & Triyonowati, T. (2021). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, dan Pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 10(6), 1–17.
- Afiezan, A., Wijaya, G., Priscilia, P., & Claudia, C. (2020). The Effect of Free Cash Flow, Company Size, Profitability and Liquidity on Debt Policy for Manufacturing Companies Listed on IDX in 2016-2019 Periods. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 3(4), 4005–4018. <https://doi.org/10.33258/birci.v3i4.1502>
- Ahyuni, P. K., Rizal, N., & Wibisono, Y. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Return On Asset (ROA) Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang. *Assets : Jurnal Ilmiah Ilmu Akuntansi, Keuangan Dan Pajak*, 2(2), 56–65. <https://doi.org/10.30741/assets.v2i2.277>
- Almarjan, L., Danial, D. M., & Jhoansyah, D. (2020). Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang. *BUDGETING: Journal of Business, Management and Accounting*, 1(2), 163–169. <https://doi.org/10.31539/budgeting.v1i2.807>
- Amiliyah, D. N. (2019). *The Effect Of Free Cash Flow, Firm Size, Institutional Ownership, Managerial Ownership, Profitability And Asset Structure On Debt Policy Manufacturing Companies*. 1–22.
- Aminah, N. N., & Wuryani, E. (2021). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di Bei Tahun 2014-2018. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*,

9(2), 337–352. <https://doi.org/10.17509/jrak.v9i2.29483>

- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Policy, Ownership, Managerial Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3), 38–50.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1998). *Principles of Corporate Finance* (3rd ed.). McGraw Hill.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2016). *Intermediate Financial Management* (12th ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1996). *Intermediate Finance Management*. The Dryden Press.
- Chamdiyah, H., & Subardjo, A. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(8), 1–19. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/755>
- Djarwanto. (2004). *Pokok-pokok Analisa Laporan Keuangan* (Edisi Kedu). BPFY-Yogyakarta.
- Erika, C. (2023). Dampak Free Cash Flow Dan Susunan Asset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2020. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Dan Bisnis*, 3(3), 268–277. <http://jurnalmahasiswa.umsu.ac.id/index.php/jimeis/article/view/1492>
- Fadhilah, F., Setiadi, I., & Mulyati, H. (2021). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aset, Risiko Bisnis Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan BUMN Go Public yang terdaftar di BEI). *Kompartemen : Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 19(1), 41. <https://doi.org/10.30595/kompartemen.v19i1.11222>
- Fadilla, N., & Aryani, F. (2020). Pengaruh Free Cash Flow dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Kategori LQ 45 Tahun 2013 – 2017. *Neraca : Jurnal Akuntansi Terapan*, 1(1), 43–54. <https://doi.org/10.31334/neraca.v1i1.646>
- Fauzi, A., Azis, M. T., & Hadiwibowo, I. (2022). Pengaruh Free Cash Flow,

- Struktur Aset, Profitabilitas Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Ekspansi: Jurnal Ekonomi, Keuangan, Perbankan, Dan Akuntansi*, 14(2), 130–145. <https://doi.org/10.35313/ekspansi.v14i2.4431>
- Fauziah, N. L., & Rejeki, D. (2022). Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Properti, Real Estate dan Konstruksi Bangunan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Krisnadwipayana*, 9(2), 660. <https://doi.org/10.35137/jabk.v9i2.683>
- Febriana, D., & Yulianto, A. (2017). Pengujian Pecking Order Theory Di Indonesia. *Management Analysis Journal*, 6(2), 153–165. <http://maj.unnes.ac.id>
- Fitri, H., Apriyanti, D. G., Lusiana, Putra, R. B., & Mulyani, S. R. (2022). Kebijakan Hutang Melalui Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Deviden. *Jurnal Informatika Ekonomi Bisnis*, 4, 244–250. <https://doi.org/10.37034/infeb.v4i4.181>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (9th ed.). Badan Penerbit Universita Diponogoro.
- Gómez, G., Mena Rivas, A., & Lizaraburu Bolaños, E. R. (2014). The determinants of capital structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administracion*, 27(3), 341–354. <https://doi.org/10.1108/ARLA-01-2014-0007>
- Hamdan, M. N., & Al-Sraheen, D. A.-D. O. (2022). An analysis of joint effects of free cash flows and ownership concentration on corporate debt policy. *Global Bussines and Economic Review*, 26(3), 353–363.
- Hanafi, M. M. (2004). *Manajemen Keuangan*. BPFÉ.
- Harjito, D. A. (2011). Teori Pecking Order dan Trade-Off dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 15(2). <https://journal.uui.ac.id/JSB/article/view/3215>
- Hendro, H., & Wardhani, R. (2015). Pengaruh Agency Cost of Free Cash Flow Terhadap Tingkat Konservatisme dan Pengujian Efek Moderasi Kebijakan Hutang, Pendistribusian Kas, Persistensi Kas, dan Tata Kelola Perusahaan.

- Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 17(1), 41–56.
<https://doi.org/10.9744/JAK.17.1.41-56>
- Idris, M. (2023, August 15). *Pengertian BUMN, Tugas, Jenis, Contoh, dan Status Karyawannya Halaman all - Kompas.com*. Kompas.com.
<https://money.kompas.com/read/2023/02/19/125440326/pengertian-bumn-tugas-jenis-contoh-dan-status-karyawannya?page=all>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
<https://doi.org/10.1017/cbo9780511609435.005>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Financial Economics* 3, 3(4), 305–360.
- Katharina, N., Saragih, D. F., Manurung, C. E., & Rosmegawati, R. (2021). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jesya (Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah)*, 4(1), 221–237.
<https://doi.org/10.36778/jesya.v4i1.347>
- Kristina, A., Prihatiningsih, P., & Kusmargiani, I. S. (2019). Analisis Pengaruh Likuiditas, Struktur Aktiva, Free Cash Flow, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang (Der) Pada Pt Jasa Marga Tbk Periode 2009-2018. *Keunis*, 7(2), 92. <https://doi.org/10.32497/keunis.v7i2.1588>
- Lidyana, V. (2023). *Daftar 8 BUMN yang Punya Utang Jumbo, Pertamina-PLN Ratusan Triliun!* IDN TIMES.
<https://www.idntimes.com/business/economy/vadhia-lidyana-1/daftar-8-bumn-yang-punya-utang-jumbo-pertamina-pln-ratusan-triliun>
- Makkulau, M., Saidi, L. O., & Ampa, A. T. (2014). Pendeteksian Outlier Pada Model Regresi Multivariat Dengan Kasus Outlier Dihilangkan dan Pergeseran Rata-rata. *Jurnal Paradigma*, 18(1), 53–68.
<https://www.researchgate.net/publication/353998638>
- Masdupi, E. (2005). Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan

- Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 20(1), 57–69.
- Murtini, U. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Institusional, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 14(2), 141–153.
- Murtiningtyas, A. I. (2012). Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1–6. <http://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaj>
- Nasrizal, Kamaliah, & Syafitri, T. R. (2013). Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Saham Manajerial, Dan Kepemilikan Saham Institusional Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ekonomi Universitas Riau*, 18(4), 8822. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.31258/je.18.04.p.%25p>
- Nuha, M. U. (2017). *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014)*. Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
- Nurfathirani, N., & Rahayu, Y. (2020). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas, dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(1), 1–17.
- Nurjanah, I., & Purnama, D. (2021). Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Profitabilitas Dan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Revenue: Jurnal Akuntansi*, 01(02), 51.
- Nuswandari, C. (2009). Good Corporate Governance Dalam Perspektif Teori Agensi. *Jurnal Dinamika Keuangan Dan Perbankan*, 1(1), 47–53. <https://doi.org/https://doi.org/10.34152/fe.2.1.%25p>
- Oktariyani, O., & Hasanah, A. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Likuiditas Dan Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 3(1), 20–42. <https://doi.org/10.30871/jama.v3i1.928>
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run

- target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1-2), 175–198. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- Rahayu, A. P., & Yasa, G. W. (2018). Investment Opportunity Set (Ios) Sebagai Pemoderasi Pengaruh Profitabilitas Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang. *E-Jurnal Akuntansi*, 22, 856. <https://doi.org/10.24843/eja.2018.v22.i02.p02>
- Rahmawantari, D. M. (2022). Pengaruh Likuiditas, Struktur Aset, Profitabilitas dan Free Cashl Flowl terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Krisnadwipayana*, 9(3), 822–829. <https://doi.org/10.35137/jabk.v9i3.823>
- Ramelan, I. A. R., Kurniawan, A. W., & Hesdiansa, I. W. (2023). Pengaruh Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Manajemen*, 2(2). <https://doi.org/10.26858/jm.v2i2.36707>
- Rendasari, R., & Irwansyah, I. (2022). Pengaruh Kepemilikan Institusional , Free Cash Flow , Collateral Assets Dan Return On Assets Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ilmu Akuntansi Mulawarman*, 7(4), 1–10.
- Rezki, Y., & Anam, H. (2020). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Pertumbuhan Perusahaan Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Utang. *JURNAL AKUNTANSI DAN BISNIS : Jurnal Program Studi Akuntansi*, 6(1), 77–85. <https://doi.org/10.31289/jab.v6i1.3010>
- Sadia, N. M. D. S., & Sujana, I. K. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Manajerial, Free Cash Flow Pada Nilai Perusahaan Dengan Variabel Intervening Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 19(1), 479–507.
- Safitri, I., & Asyik, N. F. (2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 4(7), 1–18.
- Sapuan, N. M., Wahab, N. A., Fauzi, M. A., & Omonov, A. (2021). Analysing the Impacts of Free Cash Flow, Agency Cost and Firm Performance in Public

- Listed Companies in Malaysia. *Journal of Governance and Integrity*, 5(1), 211–218. <https://doi.org/10.15282/jgi.5.1.2021.7061>
- Sari, A. R. (2023). *BUMN Karya Banyak Terjerat Utang, Begini Kata Pengamat*. Tempo.co. <https://bisnis.tempo.co/read/1730823/bumn-karya-banyak-terjerat-utang-begini-kata-pengamat>
- Sari, D. P., & Setiawan, M. A. (2021). Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Perusahaan, Resiko Bisnis dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(2), 384–399. <https://doi.org/10.24036/jea.v3i2.367>
- Sartono, A. (2017). *Manajemen Keuangan Teori dan Keuangan* (4th ed.). BPFE.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2017). *Metode Penelitian Untuk Bisnis* (6th ed.). Salemba Empat.
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Penerbit Alfabeta.
- Sugiyono. (2018). *Metode Penelitian Evaluasi (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan Kombinasi)*. Alfabeta.
- Sujarweni, V. W. (2015). *Statistik untuk Bisnis dan Ekonomi*. Pustaka Baru Press.
- Sumarsan, T. (2013). *Sistem pengendalian manajemen: konsep, aplikasi, dan pengukuran kinerja* (2nd ed.). PT Indeks.
- Susilo, H., Dhiana, P., & Rita, A. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, Dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 1–14.
- Syarifa, A. N. (2022). *Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2020* [STIE YKPN]. <https://medium.com/@arifwicaksanaa/pengertian-use-case-a7e576e1b6bf>
- Tahir, N., Hormati, A., & Zainuddin, Z. (2020). Ownership Structure, Free Cash Flow, Asset Structure and Dividend Policy on Debt Policy. *Accountability*, 9(1), 28–35. <https://doi.org/10.32400/ja.27989.9.1.2020.28-35>
- Thanatawee, Y. (2023). Institutional ownership and cost of debt: evidence from

- Thailand. *Cogent Business and Management*, 10(2).
<https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2207693>
- Veronisa, F. I., Budiantoro, H., Santosa, P. W., & Lapae, K. (2023). Pengaruh Struktur Aset, Free Cash Flow dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening. *Journal of Business and Economics Research*, 4(2), 174–185.
<https://doi.org/10.47065/jbe.v4i2.3636>
- Weston, J. F., & Brigham, E. F. (1994). *Dasar-Dasar Manajemen Pendanaan* (7th ed.). Penerbit Erlangga.
- Yanti, W. I. (2019). *Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Property dan Real Estate periode 2014-2018* [STIE Perbanas Surabaya]. <http://eprints.perbanas.ac.id/4702/>
- Yuliana, T. (2020). Pengaruh Free Cash Flow, Dan Harga Saham Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Deviden Sebagai Variabel Intervening. *Prosiding Seminar Nasional Pakar*. <https://doi.org/10.25105/pakar.v0i0.6887>
- Yulianto, A. H. (2010). *Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow dan Kebijakan Deviden terhadap Kebijakan Utang Perusahaan*. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Zurriah, R., & Sembiring, M. (2018). Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index). *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis : Jurnal Program Studi Akuntansi*, 4(2), 31. <https://doi.org/10.31289/jab.v4i2.1664>