

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW* (FCF), DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* (IOS) TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN ASURANSI YANG TERCATAT DI BEI

Puput Ria Mayani, Dwi Artati
S1 Manajemen, STIE Putra Bangsa Kebumen,
puput.riamaryani@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan *investment opportunity set* pada Perusahaan Asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2018. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang seluruhnya berjumlah 8 dari 14 perusahaan atau emiten terdaftar. Teknik penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dan memperoleh sampel sebesar 32. Alat analisis yang digunakan adalah SPSS dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil analisis regresi pertama menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, variabel *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan variabel *investment opportunity set* juga tidak menunjukkan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis kedua menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional, *free cash flow* dan *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.

Kata kunci : kepemilikan institusional, *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan kebijakan hutang

ABSTRACTION

This study aims to examine the effect of institutional ownership, free cash flow and investment opportunity set on insurance companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2015-2018 period. The population used in this study are insurance companies that are listed on the Indonesia Stock Exchange with a total of 8 out of 14 listed companies or issuers. The sampling technique used purposive sampling method and obtained a sample of 32. The analysis tool used was SPSS using multiple linear regression analysis. The results of the first regression analysis indicate that institutional ownership variables do not have a significant effect on debt policy, the free cash flow variable does not have a significant effect on debt policy, while the investment opportunity set value does not show an effect on debt policy. The results of the second analysis show that institutional ownership variables, free cash flow and investment opportunity sets do not have a joint influence on debt policy.

Key words : institutional ownership, free cash flow, investment opportunity set, and

PENDAHULUAN

Perusahaan dalam melakukan kegiatan operasional pasti membutuhkan modal. Modal usaha dapat bersumber dari dana sendiri, modal saham maupun dengan hutang. Sumber dana tersebut biasanya digunakan untuk dua hal, *pertama* digunakan untuk membiayai modal usaha dan yang *kedua* digunakan untuk keperluan investasi. Pengambilan keputusan sumber dana yang tepat akan membantu pengusaha untuk menyesuaikan dana yang dibutuhkan oleh perusahaan. Setiap keputusan sumber dana perusahaan memiliki perbedaan karakteristik dan konsekuensi keuangan. Kebijakan hutang juga dapat menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan yang dibiayai oleh hutang. Penggunaan hutang akan memberi manfaat bagi perusahaan yaitu menghemat pajak, di sisi lain penggunaan hutang yang berlebih akan menimbulkan kebangkrutan apabila perusahaan tidak dapat melunasi hutangnya (Nofiani, 2018).

Menurut Nabel (2012) ada empat alasan mengapa perusahaan mengutamakan hutang dari pada modal sendiri saat pendanaan eksternal dibutuhkan yaitu pertama, pasar menderita kerugian karena adanya asimetri antara manajer dan pasar. Manajemen cenderung tertarik untuk menerbitkan saham baru atau *overpriced* sedangkan penerbitan saham baru yang akan menyebabkan harga saham mengalami penurunan. Kedua, hutang dan saham sama-sama membutuhkan biaya transaksi bagi perusahaan. Namun biaya transaksi hutang lebih kecil jika dibandingkan dengan saham. Ketiga, perusahaan mendapatkan manfaat pajak dengan mengeluarkan sekuritas hutang. Keempat, kontrol manajemen lebih besar adanya hutang baru dari pada menerbitkan saham baru. Kebijakan hutang yang tepat akan menghasilkan kinerja yang baik. Kinerja keuangan yang baik pada perusahaan akan memberikan keuntungan baik secara internal maupun eksternal perusahaan.

Perusahaan asuransi merupakan perusahaan yang memberikan layanan jasa dengan memberikan perlindungan pada tertanggung apabila terjadi risiko di masa mendatang. Perusahaan asuransi juga harus mampu bersaing dengan perusahaan lainnya agar mendapatkan profit yang nantinya akan berdampak baik untuk kelangsungan hidup

perusahaan. Dalam perusahaan asuransi kebijakan hutang merupakan kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Perusahaan asuransi adalah salah satu perusahaan yang tidak mudah dalam membuat kebijakan hutang, karena banyak pihak dalam perusahaan yang memiliki kepentingan yang berbeda-beda sehingga pembuat keputusan tidak akan lepas dari konflik keagenan yang mungkin terjadi dalam perusahaan.

Data empiris dari variabel kebijakan hutang yang di proksikan menggunakan DER (*Debt Equity Ratio*) pada perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015 sampai tahun 2018 dapat kita lihat pada table berikut ini :

Tabel I.1

DER Perusahaan Asuransi Periode 2015-2017

| PERUSAHAAN | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------|------|------|------|------|
| ABDA | 1.33 | 1.28 | 1.16 | 1.17 |
| AMAG | 0.74 | 0.95 | 1.1 | 1.34 |
| ASDM | 4.93 | 2.91 | 2.64 | 2.29 |
| ASJT | 1.35 | 1.33 | 1.11 | 1.18 |
| LPGI | 0.75 | 0.94 | 1.21 | 1.82 |
| MREI | 1.31 | 1.46 | 1.12 | 1.43 |
| PNIN | 0.3 | 0.2 | 0.18 | 0.17 |
| VINS | 0.28 | 0.4 | 0.34 | 0.46 |
| Rata-rata | 1.69 | 1.48 | 1.3 | 1.23 |

Sumber : www.idx.co.id, 2019

Berdasarkan tabel 1.I menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan asuransi mengalami penurunan, hal itu ditunjukkan dengan penurunan pada tahun 2016 sebesar 0,21 dan pada tahun 2018 sebesar 0,07. Penurunan ini dapat di sebabkan karena adanya pengaruh dari beberapa faktor seperti kepemilikan institusional dan *free cash flow*.

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, diantaranya ada kepemilikan institusional, *free cash flow* (FCF), *investment opportunity set* (IOS). Kebijakan hutang pada perusahaan yang sudah *go public* memiliki peran yang sangat penting dalam

perusahaannya, yaitu sebagai solusi dari konflik keagenan karena kebijakan hutang mampu mengimbangi *agency cost* yang ditimbulkan dari konflik keagenan. Konflik keagenan adalah konflik yang terjadi antara pemilik dan manajerial perusahaan yang dapat diminimumkan dengan jalan menyamakan kepentingan manajer dan pemegang saham. Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk menyamakan kepentingan manajer dan pemegang saham adalah dengan meningkatkan kepemilikan, salah satunya kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional diduga mampu memberikan pengawasan dalam perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan, sumber daya, dan kemampuan untuk memonitor manajer (Kazemian & Sanusi, 2015).

Penulis dalam penelitian ini memilih perusahaan asuransi sebagai objek penelitian. Alasannya karena perusahaan asuransi memiliki karakteristik yang berbeda dengan jenis usaha lainnya. Perusahaan asuransi adalah perusahaan yang memiliki banyak risiko apabila tidak di kelola dengan baik, terutama dalam kinerja keuangannya. Oleh karena itu perusahaan asuransi harus di kelola dengan baik kebijakannya secara profesional, terutama dalam kebijakan hutang agar menghasilkan kinerja keuangan yang baik, maka peneliti tertarik untuk meneliti dengan judul “**Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow (FCF) dan Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Asuransi yang tercatat di BEI**”. Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan insitusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan asuransi yang tercatat di BEI periode 2015-2018?
2. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan asuransi yang tercatat di BEI periode 2015-2018?
3. Apakah *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan asuransi yang tercatat di BEI periode 2015-2018?
4. Apakah kepemilikan insitusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* berpengaruh secara bersamaan terhadap kebijakan hutang

pada perusahaan asuransi yang tercatat di BEI periode 2015-2018?

LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

1. Agency teory

Agency theory pertama kali di populerkan oleh Jansen dan Meckling pada tahun 1976. Dalam teori ini menyatakan bahwa hubungan antara dua individu yang berbeda kepentingan yaitu *principal* dan *agen*. Hubungan keagenan muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) memperkerjakan orang lain (*agen*) untuk memberikan jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut untuk mengharapkan keuntungan dari perusahaan (Ratna & Marwati 2018). Masalah keagenan potensial untuk terjadi dalam perusahaan itu ketika manajer memiliki kurang dari seratus persen saham perusahaan. Perusahaan perseorangan, pemilik sekaligus sebagai manajer akan selalu bertindak memaksimalkan kemakmuran mereka, dan meminimumkan pengeluaran yang tidak di perlukan, akan tetapi jika perusahaan tersebut menjual sebagian sahamnya kepada investor lain maka muncul masalah keagenan (Sartono, 2001:1). Teori ini menjelaskan keterkaitan antara struktur kepemilikan dengan kebijakan hutang perusahaan. Kebijakan hutang di gunakan untuk mengurangi konflik dengan berbagai kelompok kepentingan. Hubungan yang utama terjadi dalam teori ini yaitu, antara pemegang saham dan manajer, dan juga antara manjer dan kreditur.

2. Kebijakan hutang

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk mebiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan penggunaan hutang ini, perusahaan biasanya mempertimbangkan besar kecilnya biaya yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *laverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat

pengembalian bagi para pemegang saham biasa (Rohmah *et al*, 2018). Nuraina (2012) juga menyatakan bahwa kemampuan perusahaan mengelola hutang merupakan salah satu penarik minat investor. Untuk memperoleh persepsi positif dari investor pihak manajemen akan menaikkan harga saham dengan menggunakan *leverage* pada tingkatan yang optimal. Penggunaan *leverage* yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan akan menyebabkan biaya bunga semakin besar sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham akan semakin besar pula.

Kebijakan hutang merupakan salah satu bagian yang sangat penting dalam perusahaan yang digunakan untuk keputusan suatu perusahaan. Untuk memperoleh sumber daya pembiayaan biasanya pihak manajemen mengambil suatu kebijakan, dimana kebijakan tersebut adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang juga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan.

Kesimpulannya kebijakan hutang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan yang dibiayai oleh hutang. Penggunaan hutang akan memberikan manfaat bagi perusahaan yaitu penghematan pajak, disisi lain penggunaan hutang yang berlebih akan menimbulkan kebangkrutan apabila perusahaan tidak dapat melunasi hutangnya. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri. Rasio hutang terhadap ekuitas (DER) disebut juga dengan *leverage*. Pengukuran kebijakan hutang dalam penelitian ini menggunakan DER (*Debt Equity Ratio*) yang mencerminkan hutang dengan total ekuitas (Kasmir, 2009:158).

3. Kepemilikan institusional

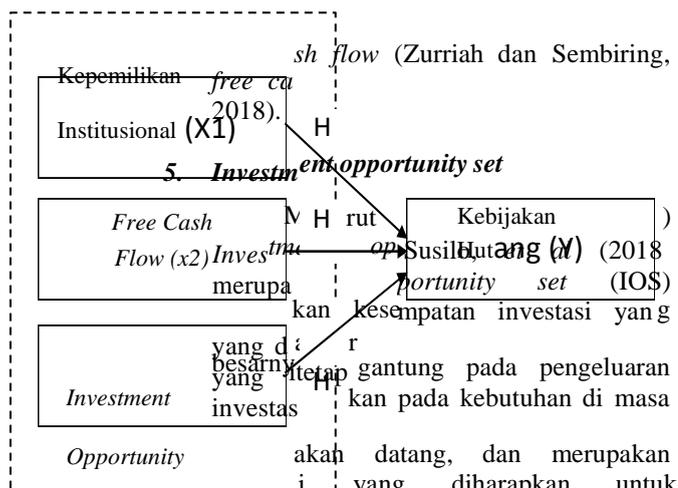
Kepemilikan institusional adalah prosentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain). Kepemilikan institusional merupakan perihal

kepemilikan saham yang dimiliki suatu lembaga maupun instansi perusahaan seperti bank, investasi, asuransi, dan institusi lainnya (Nofiani, 2018). Kepemilikan institusional yang tinggi akan mengakibatkan pihak manajemen berhati-hati dalam mengambil keputusan, terutama dalam keputusan pendanaan. Ini dikarenakan pihak pemegang saham memilih pendanaan yang mempunyai risiko rendah. Untuk itu, para manajer harus memilih baik-baik dalam keputusan pendanaan agar pemegang saham tidak berniat untuk menjual saham yang dimilikinya (Surya & Rahayuningsih, 2012). Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Untuk menghindari kebangkrutan dalam perusahaan karena penggunaan hutang yang berlebih, maka diperlukan alat pengawasan untuk mengawasi manajer dalam penggunaan hutang.

4. *Free cash flow*

Menurut Anggraeni, *et al* (2018) definisi *free cash flow* yaitu salah satu perkiraan-perkiraan arus kas untuk bisnis. Manfaat arus kas ini yaitu untuk mengetahui seberapa banyak uang yang dihasilkan perusahaan melebihi apa yang di perlukan untuk mempertahankan tingkat pertumbuhan saat ini. *Free cash flow* distribusikan oleh perusahaan kepada kreditur dan para pemegang saham yang tidak di perlukan lagi untuk modal kerja ataupun investasi asset tetap. Terlalu banyak *free cash flow* maka akan mengakibatkan ketidak cukupan internal seperti modal kerja dan pemborosan sumberdaya perusahaan, sehingga ini mengarah ke biaya *agency* sebagai beban bagi para pemegang saham.

Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas. Perusahaan yang memiliki *free cashflow* yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya *agency cost* yang berasal dari



akan datang, dan merupakan yang diharapkan untuk mendapatkan *return* yang lebih besar. Secara umum dapat disimpulkan bahwa IOS adalah hubungan antara pengeluaran saat ini maupun dimasa yang akan datang sebagai hasil dari keputusan investasi. Nofiani (2018) menjelaskan *investment opportunity set* merupakan adanya pilihan lain penanaman modal bagi perusahaan pada masa mendatang, juga merupakan konsep tentang set kesempatan investasi. Pada mulanya *investment opportunity set* (IOS) merupakan gabungan aktiva riil yang dimiliki yang sifatnya berwujud dengan kesempatan investasi yang sifatnya tidak berwujud. Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesis

Kerangka Pemikiran

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi atau lembaga, kepemilikan saham institusional akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan *opportunistik* manajer (Surya & Rahayuningsih, 2012). Menurut Yenziatie & Destriana (2010) dalam suatu perusahaan, kepemilikan institusional yang semakin tinggi maka hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan akan semakin kecil. Apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar untuk mendanai proyek yang berisiko tinggi mempunyai kemungkinan kegagalan. Para pemegang saham institusi takut akan risiko gagal bayar hingga risiko kebangkrutan apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Hal ini sesuai dengan penelitian oleh Nuraina (2012) yang menyatakan bahwa

semakin tinggi kepemilikan institusional maka penggunaan hutang rendah.

2. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow adalah kas yang dimiliki oleh suatu perusahaan yang berasal

dari segala aktivitas perusahaan dan digunakan untuk membiayai pekerjaan perusahaan yang memiliki nilai positif. *Free*

cash flow juga menggambarkan keleluasaan perusahaan dalam membeli saham, membayarkan hutang, serta melakukan investasi tambahan bagi perusahaan. Menurut penelitian Nofiani (2018), *free cash flow* yang semakin besar maka kesanggupan perusahaan dalam membayarkan hutangnya juga semakin besar, sehingga ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai maka kebijakan hutang dapat diambil oleh pihak manajer perusahaan. *Free cash flow* yang semakin tinggi maka semakin tinggi pula kebijakan hutang perusahaan

3. Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Hutang

Investment opportunity set dikatakan sebagai pengeluaran saat ini maupun yang akan datang yang digunakan oleh perusahaan sebagai keputusan investasi. Menurut Susilo, et al (2018) *Investment opportunity set* merupakan kesempatan investasi yang besarnya tergantung pada pengeluaran yang ditetapkan pada kebutuhan dimasa yang akan datang, dan merupakan investasi yang diharapkan untuk mendapatkan *return* yang lebih besar.

Menurut Nofiani (2018), diketahui bahwa *investment opportunity set* memiliki pengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi IOS dapat menyebabkan kebijakan hutang menjadi semakin rendah

MODEL PENELITIAN

Deinisi Operasiobnal Variabel Penelitian

1. Variabel dependen

Variable dependen dari penelitian ini adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan (Nuraina, 2012). Rumus kebijakan hutang sebagai berikut :

$$DER = \frac{T a g}{E a g}$$

2. Variable independen

a. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional yaitu proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh lembaga institusi yang di ukur dalam presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan (Indahningrum & Handayani, 2009). Kepemilikan institusional juga dirumuskan sebagai berikut :

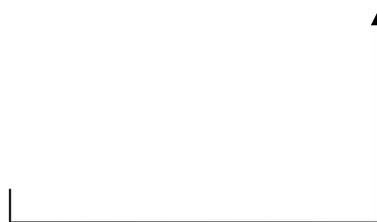
$$INS = \frac{\text{Jumlah lembar saham institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

b. Free cash flow

Menurut Anggraeni, *et al* (2018) definisi *free cash flow* yaitu salah satu perkiraan-perkiraan arus kas untuk bisnis. *Free cash flow* didistribusikan oleh perusahaan kepada kreditor dan para pemegang saham yang tidak di perlukan lagi untuk modal kerja ataupun investasi asset tetap. *Free cash flow* didistribusikan oleh perusahaan kepada kreditor dan para pemegang saham yang tidak di perlukan lagi untuk modal kerja ataupun investasi asset tetap. Rumus *free cash flow* sebagai berikut :

$$\text{Arus Kas Bebas} = \text{Arus Kas dari Operasi} - \text{Belanja Modal}$$

c. Investment opportunity set



Gambar 2.I. Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Objek penelitian yaitu data kepemilikan institusional, *free cash flow*, *investment opportunity set* dan kebijakan hutang tahun 2015-2018 pada perusahaan asuransi yang tercatat BEI. Jenis data penelitian ini yaitu data sekunder berupa kumpulan angka-angka dari kepemilikan institusional, *free cash flow* (FCF), *investment opportunity set* (IOS) serta kebijakan hutang. Teknik pengambilan sampel penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu merupakan sampel yang ditentukan berdasarkan kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan. Adapun kriteria perusahaan yang dijadikan sampel sebagai berikut:

Table III-1

| Kriteria Sampel Penelitian | |
|----------------------------|--|
| No. | Kriteria |
| 1 | Perusahaan Asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) |
| | Perusahaan Asuransi yang tidak melaporkan laporan keuangan secara konsisten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) |
| 2 | Jumlah perusahaan asuransi yang memenuhi criteria dan melaporkan laporan keuangan lengkap periode 2015-2017 |
| 3 | Jumlah Sampel laporan keuangan = 8 |
| | x 4 |

Sumber: Data diolah, 2019

Menurut Susilo, *et al* (2018) *Investment opportunity set* merupakan kesempatan investasi yang besarnya tergantung pada pengeluaran yang ditetapkan pada kebutuhan dimasa yang akan datang, dan merupakan investasi yang diharapkan untuk mendapatkan *return* yang lebih besar. Rumus *Investment opportunity set* sebagai berikut :

$$MVE/BE = \frac{\text{Jumlah lembar saham beredar} \times \text{Harga Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Analisis Data dan Uji Hipotesis

Analisis deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis dan skewness (kemencengan distribusi) Ghozali (2018: 19)

1) Uji Asumsi Klasik

1) Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan uji F mengasumsikan nilai residual mengikuti distribusi normal (Ghozali dan Ratmono, 2013: 168).

2) Uji Multikolinieritas

Menurut Ghazali (2018 : 107-108), uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi adalah dengan melihat nilai korelasi antar variabel independen

3) Uji Heteroskedastisitas

Menurut Ghazalidan Ratmono (2013) uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam regresi terjadi ketidaksamaan

variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain.. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas.

4) Uji Autokolerasi

Uji autokorelasi yang di gunakan dalam penelitian ini adalah Uji *Durbin-Waston* (DW Test). Menurut Ghazali (2018: 112), uji *Durbin Waston* hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lagi diantara variabel independen.

5) Uji Hipotesis

1. Model Regresi Linear

Berganda

Persamaan dalam regresi berganda akan digunakan untuk menguji apakah terdapat pengaruh variabel *independen* terhadap variabel variabel *dependen*. Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$$

Dimana :

Y = Kebijakan Hutang
 X1 = Kepemilikan Institusional
 X2 = *Free Cash Flow* (FCF)
 X3 = *Investment opportunity set* (IOS)
 a = konstanta
 b₁ = koefisien kepemilikan institusional
 b₂ = koefisien *free cash flow*
 b₃ = koefisien *investment opportunity set*
 e = faktor pengganggu

2. Parsial (Uji-t Statistik)

Uji statistik t dapat menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen terhadap variabel dependen dengan menganggap variabel independen lainnya konstan (Ghozali dan Ratmono, 2013: 62).

3. Uji F

Uji f digunakan untuk mengetahui tingkat signifikansi pengaruh variable independen (X)

secara bersama-sama terhadap variable dependen (Y) dengan signifikansi 5 % ($\alpha = 0,05$) (Ghozali, (2007: 91-110).

tersebut menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memiliki keragaman sampel yang paling besar dibandingkan dengan variable yang lainnya.

2) Uji Normalitas

| | | Unstandardized Residual |
|----------------------------------|----------------|-------------------------|
| N | | 31 |
| Normal Parameters ^{a,b} | Mean | .0000000 |
| | Std. Deviation | .91364409 |
| Most Extreme Differences | Absolute | .203 |
| | Positive | .203 |
| | Negative | -.125 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | 1.130 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | .156 |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Olah data SPSS 21, 2019

Berdasarkan hasil uji normalitas pada Tabel IV.2 dapat dilihat bahwa hasil *asymp. sig. (2-tailed)* dengan jumlah nilai

hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa seluruh variable pada persamaan semuanya terdistribusi dengan normal.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Dalam penelitian ini, perusahaan yang menjadi obyek penelitian adalah perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data diakses di *website* BEI yang resmi dari tahun 2015-2018. Pengambilan sampel dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Data yang digunakan sebanyak 31 setelah dikurangi dengan data *outlier*.

S

| Descriptive Statistics | | | |
|------------------------|----|--------------|--------------|
| | N | Minimum | Maximum |
| X1 | 31 | .41 | .96 |
| X2 | 31 | 450631000000 | 129786225159 |
| X3 | 31 | .10 | 4.06 |
| Y | 31 | .17 | 4.93 |
| Valid N (listwise) | 31 | | |

3) Uji Multikolinieritas

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | Collinearity Statistics | | |
|-------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------------------------|-------|-------|
| | B | Error Std. | Beta | Tolerance | VIF | |
| 1 | (Constant) | .94962 | | | | |
| | x1 | 1.204 | .256 | .751 | 1.332 | |
| | reverse_x2 | - | | | | |
| | | 9.678E-13 | .000 | -.182 | .980 | 1.020 |
| | x3 | .171 | .151 | .751 | 1.332 | |

Sumber : Olah data SPSS 21, 2019

Dari Tabel IV.1 dapat dilihat bahwa N menunjukkan angka 31 yang memiliki arti bahwa jumlah data dalam penelitian ini sebanyak 31 yang diperoleh dari 8 Perusahaan Asuransi 4 periode

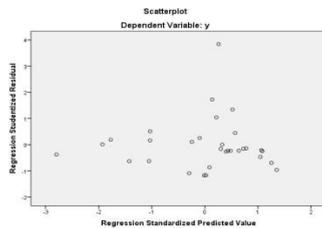
2015-2018. Dari hasil analisis di atas, standar deviasi tertinggi adalah *investment opportunity set* yaitu sebesar 1.18514. Hal

a. Dependent Variable: y

Sumber : Olah data SPSS 21, 2019

Berdasarkan table IV-3 dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki nilai VIF 1.332 yang berarti nilai VIF tidak lebih besar dari 10 ($1.332 < 10$) dan investment opportunity set juga memiliki nilai VIF 1.020 yang berarti nilai VIF tidak lebih besar dari 10 ($1.020 < 10$). Dari hasil nilai VIF dan tolerance tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolonieritas antar variable independen.

4) Uji Heterokedastisias



Berasarkan gambar IV-1 bisa dilihat bahwa titik-titik menyebar secara acakserta tersebar baik diatas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada model persamaan diatas.

5) Uji Autokolerasi

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .273 ^a | .074 | -.029 | .96307 | 2.270 |

a. Predictors: (Constant), x3, log_reverx2, x1

b. Dependent Variable: y

Berdasarkan Tabel IV.4 dapat dilihat bahwa nilai *Durbin Waston* (DW) sebesar 2.270 dengan $N = 31$ dan parameter $k = 3$ maka diperoleh nilai dL (batas bawah) sebesar 1.2292 dan dU (batas atas) sebesar 1.6500. Nilai DW berada diantara $dU = 1.6500$ dan $4 - dU = 2.3495$ atau $1.6500 < 2.270 < 2.3495$. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian model regresi yang digunakan tidak mengandung gejala autokorelasi.

6) Uji Hipotesis
1. Uji T

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients |
|---------------|-----------------------------|------------|---------------------------|
| | B | Std. Error | Beta |
| (Constant) | -.618 | 1.283 | |
| x1 | 1.200 | 1.216 | .213 |
| 1 log_reverx2 | .083 | .091 | .172 |
| x3 | .104 | .174 | .129 |

a. Dependent Variable: y

Sumber : Olah data SPSS 21, 2019

2. Uji F

| Model | Sum of Squares | | Mean Square |
|------------|----------------|----|-------------|
| | Squares | Df | Square |
| Regression | 2.011 | 3 | .670 |
| 1 Residual | 25.042 | 27 | .927 |
| Total | 27.054 | 30 | |

a. Dependent Variable: y

b. Predictors: (Constant), x3, log_reverx2, x1

Sumber : Olah data SPSS 21, 2019

Implikasi Manajerial

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis pertama bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil uji t, t_{hitung} sebesar $1.236 < t_{tabel}$ 1.70113. Dengan nilai signifikansi $0.227 > 0.05$ yang berarti kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Y). Hasil

penelitian yang dilakukan sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rika Nofiani (2018), Safitri dan Asyik (2015), Ariyanti (2013), Murtiningtyas (2012), serta Setiana dan Sibagariang (2013) yang

t menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010), Indahningrum dan Handayani (2013), serta Surya dan Rahayuningsih (2012) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut dikarenakan kepemilikan institusional berlaku sebagai pengawas terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan institusional merupakan perihal kepemilikan saham yang dimiliki suatu lembaga

maupun instansi perusahaan seperti bank, investasi, asuransi, dan institusi lainnya. Pembagian saham antara

stakeholder dari luar seperti investor institusional bisa mengurangi anggaran agensi. Besar kecilnya kepemilikan institusional tidak akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kebijakan hutang, karena Manajer merupakan pengelola perusahaan yang lebih mengetahui keadaan perusahaan sehingga dalam menentukan hutang akan mempertimbangkan segala risiko atas penggunaan hutang sebagai pendanaan dengan mempertimbangkan faktor lain secara internal maupun eksternal untuk memenuhi kebutuhan perusahaan yang akan digunakan dan juga menentukan besar kecilnya hutang yang akan diambil (Nofiani, 2018).

2. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis kedua bertujuan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan dilihat bahwa nilai t_{hitung} sebesar 0.291 lebih kecil

dari ttabel 1.70113 ($0.291 < 1.70113$). Dilihat dari nilai signifikan *free cash flow* memiliki nilai signifikan sebesar $0.773 > 0.05$. Maka dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* (X2) tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang (Y) dengan nilai koefisien 0.056. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis kedua ditolak.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Trisnawati (2016) yang menyatakan bahwa variabel *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. *Free cash flow* merupakan kas berlebih pada perusahaan, yang dibutuhkan untuk mendanai semua kegiatan yang mempunyai NPV positif sesudah dibagi deviden (Sonjaya, 2015). Namun penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiana dan Sibagariang (2013), Indahningrum dan Handayani (2013), Ariyanti (2013), Syafi'i (2011) yang menyatakan bahwa variabel *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Free Cash flow merupakan dana berlebihan, yang seharusnya dialokasikan pada pemegang saham. *Free cash flow* juga menggambarkan kebebasan perusahaan dalam melakukan penanaman modal tambahan, menambah likuiditas, membeli saham dan melunasi hutang (Nofiani, 2018).

3) Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Hutang

Pengujian hipotesis ketiga bertujuan untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil uji t, $t_{hitung} = 0.918 < t_{tabel} = 1.70113$. Dengan nilai signifikansi $0.227 > 0.05$ yang berarti kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (Y). Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis ketiga ditolak. Hal ini disebabkan karena

investment opportunity set bagi perusahaan sudah cukup serta berfungsi untuk meningkatkan produktivitas perusahaan, karena sumber dana perusahaan dapat dicukupi dengan besarnya *investment opportunity set* yang dilakukan perusahaan, sehingga dengan menggunakan sumber pendanaan internal untuk kegiatan operasional perusahaan lebih menguntungkan (Nofiani, 2018).

Perusahaan dalam melakukan suatu investasi mungkin saja sebelumnya sudah memprediksi atau sudah menyiapkan dana serta modal untuk melakukan investasi. Maka tinggi rendahnya *investment opportunity set* tidak akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kebijakan hutang. *Investment opportunity set* juga merupakan karakteristik yang digunakan perusahaan dalam menentukan cara pandang manajer, pemilik, investor, maupun kreditor terhadap keputusan pendanaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tinggi rendahnya *investment opportunity set* tidak akan menentukan apakah kebijakan hutang perusahaan akan tinggi atau rendah (Andriella, 2015).

4. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Hutang

Pengajuan hpotesis keempat bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang. Pada penelitian ini diperoleh nilai $F_{hitung} = 0.723$ dengan tingkat signifikansi 0.547^b yaitu lebih dari $\alpha = 0.05$. Hal ini membuktikan bahwa kepemilikan institusional, *free cash flow* dan *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan memperoleh bukti empiris tentang pengaruh kepemilikan institusional, *Free Cash Flow* (FCF), *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap kebijakan hutang pada perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015-2018. Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini dapat dilihat bahwa kepemilikan institusional memiliki nilai t hitung sebesar 1.236 lebih kecil dari t tabel 1.70113 ($1.236 < 1.70113$). Dilihat dari nilai signifikan kepemilikan institusional memiliki nilai signifikan sebesar $0.227 > 0.05$. Maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional (X_1) tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang (Y) dengan nilai koefisien 0.265, hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis pertama ditolak.
2. Hasil penelitian ini dapat dilihat bahwa *free cash flow* memiliki nilai t hitung sebesar 0.291 lebih kecil dari t tabel 1.70113 ($0.291 < 1.70113$). Dilihat dari nilai signifikan *free cash flow* memiliki nilai signifikan sebesar $0.773 > 0.05$. Maka dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* (X_2) tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang (Y) dengan nilai koefisien 0.056, hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis kedua ditolak.
3. Hasil penelitian ini dapat dilihat bahwa *Investment Opportunity Set* memiliki nilai t hitung sebesar 0.918 lebih kecil dari t tabel 1.70113 ($0.918 < 1.70113$). Dilihat dari nilai signifikan *Investment Opportunity Set* memiliki nilai signifikan sebesar $0.367 > 0.05$. Maka dapat disimpulkan bahwa *Investment Opportunity Set* (X_3) tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang (Y) dengan nilai koefisien 0.194, hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis ketiga ditolak.

4. Hasil *output* dari uji simultan persamaan regresi di peroleh nilai F_{hitung} 0.571 dengan tingkat signifikansi 0.639^b yaitu lebih dari $\alpha = 0.05$, maka dapat disimpulkan koefisien Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, dan *Investment Opportunity Set* tidak memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang, hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis keempat ditolak.

2. Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dan kesimpulan yang telah dijelaskan diatas, maka dapat diajukan beberapa saran sebagai berikut:

1) Bagi Investor

Bagi investor yang akan berinvestasi sebaiknya jangan hanya terfokus pada kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* nya saja, namun harus mempertimbangkan berbagai faktor lain yang dapat mempengaruhi prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

2) Bagi Perusahaan

Bagi perusahaan, sebaiknya lebih memperhatikan kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* dalam membuat keputusan kebijakan hutang, karena hasil penelitian membuktikan kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh dalam pembuatan keputusan kebijakan hutang.

3) Bagi Peneliti Selanjutnya

1. Diharapkan penelitian selanjutnya memperluas jumlah sampel dengan menambahkan perusahaan dari berbagai sektor dan periode pengamatan yang lebih panjang
2. Dalam penelitian selanjutnya sebaiknya menambahkan variabel atau faktor lain yang

berpengaruh terhadap kebijakan hutang, tidak hanya sebatas variabel kepemilikan institusional, free cash flow, dan investment opportunity set.

3. Beberapa variabel pada penelitian ini yang tidak terbukti sebaiknya pada penelitian selanjutnya digunakan proksi atau metode pengukuran yang lain dari variabel tersebut, sehingga diharapkan dapat mencerminkan variabel yang digunakan.
4. Dalam penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel eksternal yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang, seperti tingkat suku bunga atau tax rate.

I. DAFTAR PUSTAKA

- Arieska, M dan Gunawan, B. 2011. "Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi Dividen sebagai Variabel Moderasi". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 13, No. 1, Hal. 13-23
- Fitriyah Furi ,K, Hidayat D. (2011). Pengaruh Kepemilikan Investasi, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang. *Jurnal Akuntansi*, Vol. 1, No.1, Februari 2011, 31-56. Bandung: Universitas Padjajaran.
- Ghozali, Imam dan Dwi Ratmono. (2013). *Analisis Multivariate dan Ekonometrika Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8*. Semarang: Badan Penerbit-Universitas Diponegoro.
- Gusti Berta F. (2013). Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variable Moderating. *Skripsi Akuntansi*, April 2013. Padang: Universitas Negri Padang
- Handayani Ni Luh R, (2017). Pengaruh Stuktur Kepemilikan Institusional dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol. 3, No.1, Maret 2017, 1-11. Jagadita: Universitas Warmadewa
- Hidayat, M. S. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Manajemen*, Volume 1 N, 12–25 Surabaya: Universitas Negeri Surabaya
- Kasmir. (2009). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Kencana.
- Kazemian, S., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings Management and Ownership Structure. *Journal Procedia Economics and Finance*, Volume 31(15), Hal 618-624. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01149-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01149-1)
- Kuncoro, M. (2007). *Metode Kuantitatif Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi* (Edisi Ketiga). Yogyakarta: STIM YKPN.
- Kurniasih, T., & Sari, M. M. R. (2013). Pengaruh Return On Assets, Leverage, Corporate Governance, Ukuran Perusahaan, dan Kompensasi Rugi Fiskal pada Tax Avoidance. *Buletin Studi Ekonomi*, Volume 18 (1), Hal 58-66 Bali: Universitas Udayana.
- Nabela, Y. (2012). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia.

- Jurnal Manajemen*, 1, Hal 1-8
Padang: Universitas Negeri
Padang.
- Nofiani, Rika. (2018). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow (Fcf), Dan Investment Opportunity Set (Ios) Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: Uiversitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Nuraina, E. (2012). Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Akrua*, 4 (1), Hal 51-70 Madiun: IKIP PGRI Madiun.
- Pakekong Mentari.S, Murni S, Van Rate P. (2019). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Manado: Universitas Sam Ratulangi Manado.
- Prasetyorini, B. F. (2013). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Ratio dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, Volume 1 N, Hal 183-196 Surabaya: Universitas Negeri Surabaya.
- Sartono, A. (2001). *Manajemen Keungan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Surya, D, & Rahayuningsih, D. A. (2012). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keuangan Yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, Volume 14 (3), Hal 213-225 Jakarta: STIE Triskati.
- Susilo Heri, Dhiana P, Rita Andini. (2018). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan dan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*. Semarang: Universitas Padanarang Semarang.
- Yeniatie, & Destriana, N. (2010). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nonkeuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, Volume 12, Hal 1-16 Jakarta: STIE Trisakti.
- Website resmi IDX, www.idx.co.id diakses tanggal 24 Februari 2019
- <https://www.edusaham.com/2019/04/pe-rusahaan-sektor-keuangan-yang-terdaftar-di-bei.html>
- <https://britama.com/index.php/2012/05/sejarah-dan-profil-singkat-perusahaan-asuransi/>