

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN
SAHAM TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DENGAN
INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI
VARIABEL MODERATING
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)**

SKRIPSI

*Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh Gelar Sarjana (S1) di
Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*



Oleh :

BERTHA FIRYANNI GUSTI
BP/NIM : 2008/02121

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2013**

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN
SAHAM TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DENGAN
INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI
VARIABEL MODERATING
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)**

Nama : Bertha Firyani Gusti
NIM/BP : 02121/2008
Program Studi : Akuntansi
Keahlian : Manajemen
Fakultas : Ekonomi

Padang, Mei 2013

DISETUJUI OLEH :

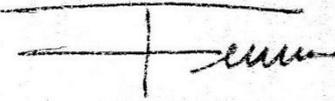
PEMBIMBING I

PEMBIMBING II

Lili Anita, SE, M.Si, Ak
NIP.19710302 199802 2 001


Herlina Helmy, SE, MS, Ak
NIP.19800327 200501 2 002

KETUA PRODI AKUNTANSI


Fefri Indra Arza, SE, M.Sc, Ak
NIP : 19730213 199903 1 003

HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

**Dinyatakan lulus setelah dipertahankan di depan Tim Penguji Skripsi
Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Padang**

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN
SAHAM TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG.DENGAN
INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI
VARIABEL MODERATING
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)**

Nama : Bertha Firyanni Gusti

NIM/BP : 02121/2008

Program Studi : Akuntansi

Keahlian : Akuntansi Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Padang, Mei 2013

Tim Penguji

	Nama	Tanda Tangan
1. Ketua	: Fefri Indra Arza, SE, M.Sc, Ak	 1. _____
2. Sekretaris	: Herlina Helmy, SE, MS, Ak	 2. _____
3. Anggota	: Salma Taqwa, SE, M.Si	 3. _____
4. Anggota	: Nelvirita, SE, M.Si, Ak	 4. _____

SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Bertha Firyanni Gusti
TM/NIM : 2008/02121
Tempat/Tanggal Lahir : Padang Panjang/ 09 November 1990
Program Studi : Akuntansi
Keahlian : Akuntansi Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Alamat : Komp. Perum. Permata Surau Gadang Blok. D/21 Siteba
No. Hp : 081363122880
Judul Skripsi : Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Moderating

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Karya tulis/skripsi ini, adalah asli dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik (sarjana) baik di UNP maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis ini murni gagasan, rumusan, dan penilaian saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain, kecuali arahan tim pembimbing.
3. Pada karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan pada daftar pustaka.
4. Karya tulis/skripsi ini sah apabila telah ditandatangani Asli oleh Tim Pembimbing, Tim Penguji, dan Ketua Program Studi.

Pernyataan ini saya buat dengan sungguh-sungguh dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran di dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima **Sanksi Akademik** berupa pencabutan gelar akademik yang telah diperoleh karena karya tulis/skripsi ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di perguruan tinggi.

Padang, April 2013

METERAI
TEMPEL
PAJAK MENBANGUN BARUSA
TGL
ABD90ABF356929626

ENAM RIBU RUPIAH
6000



menbuat pernyataan,

Bertha
DJP

Bertha Firyanni Gusti

TM/NIM : 2008/02121

ABSTRAK

Bertha Firyanni Gusti 2008/02121 : Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI), Skripsi, Universitas Negeri Padang, 2013.

Pembimbing I : Lili Anita, SE, M.Si, Ak

II : Herlina Helmy, SE, M.S, Ak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh (1) *Free cash flow* terhadap kebijakan hutang. (2) Kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. (3) Kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. (4) *Free cash flow* terhadap kebijakan hutang dimoderasi oleh *investment opportunity set*. (5) Kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dimoderasi oleh *investment opportunity set*. (6) Kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dimoderasi oleh *investment opportunity set* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Jenis penelitian ini digolongkan sebagai penelitian yang bersifat kausatif. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008-2010. Sampel ditentukan berdasarkan metode *purposive sampling*, sebanyak 25 perusahaan. Data diperoleh dari *www.idx.co.id*. Teknik analisis data dengan menggunakan teknik regresi berganda yang dianalisis dengan Uji t dengan tingkat sig alpha 5%.

Hasil penelitian membuktikan bahwa (1) *free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang dengan tingkat sig $0,00 < 0,05$ dan β positif yaitu 0,389, maka H1 diterima (2) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan hutang ditunjukkan dengan tingkat sig $0,309 > 0,05$ dan β negatif yaitu -0,206, maka H2 ditolak (3) kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang dengan tingkat sig $0,007 < 0,05$ dan β negatif yaitu -0,420, maka H3 diterima (4) *investment opportunity set* memperlemah hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dengan tingkat sig $0,008 < 0,05$ dan β negatif yaitu -0,353, maka H4 diterima (5) *investment opportunity set* memperlemah hubungan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dengan tingkat sig $0,706 < 0,05$ dan β negatif yaitu -0,072, maka H5 ditolak (6) *investment opportunity set* memperkuat hubungan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dengan tingkat sig $0,042 < 0,05$ dan β positif yaitu 0,314, maka H6 diterima.

Dalam penelitian ini disarankan : (1) Bagi perusahaan dapat dijadikan bahan pertimbangan karena akan membantu dalam pengambilan keputusan mengenai hutang (2) Bagi penelitian selanjutnya agar mengambil sampel yang berbeda misalnya seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI, dan memperpanjang periode penelitian (3) Bagi investor dan kreditor dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi dan pemberian pinjaman kepada perusahaan.

ABSTRACT

Bertha Firyanni Gusti 2008/02121 : The effect of Free Cash Flow and Structure of Stock Ownership on Debt Policy with Investment Opportunity Set as Moderate Subject (An Empirical Study of Manufacturing Companies registered on the Stock Exchange), Thesis. Padang State University. 2013.

Supervisor I: Lili Anita, SE, M.Si, Ak

II: Herlina Helmy, SE, M.S, Ak

The aims of this research were to determine the effect of (1) Free cash flow on debt policy. (2) Managerial ownership on debt policy. (3) Institutional ownership on debt policy. (4) Free cash flow on debt policy with investment opportunity set as moderate subject. (5) Managerial ownership on debt policy with investment opportunity set as moderate subject. (6) Institutional ownership on debt policy with investment opportunity set as moderate subject at the manufacturing company registered on the Indonesia Stock Exchange.

This research was classified as causative study. The population of this research was manufacturing company registered on the Stock Exchange in 2008 until 2010. A total of 25 companies were enrolled in this research, determined by the purposive sampling method. The data obtained from www.idx.co.id. Data analysis techniques using double regression test, analyzed by t test with significance alpha score 5%.

From this research we can conclude that (1) free cash flow has positive significant effect on debt policy, with significance level of $0,000 < 0,05$, β coefficient is positive, 0,389, H_1 accepted (2) managerial ownership has negative effect but did not significant on debt policy, with significance level of $0,309 > 0,05$, β coefficient is negative, -0,206, H_2 rejected (3) institutional ownership has negative significant effect on debt policy, with significance level of $0,007 < 0,05$, β coefficient is negative, -0,420, H_3 accepted (4) investment opportunity set weakened the effect of free cash flow on debt policy with significance level of $0,008 < 0,05$, β coefficient is negative, -0,353, H_4 accepted (5) investment opportunity set weakened the effect of managerial ownership on debt policy with significance level of $0,706 < 0,05$, β coefficient is negative, -0,072, H_5 rejected (6) investment opportunity set strengthen the effect of institutional on debt policy with significance level of $0,042 < 0,05$, the value of the coefficient β is positive, 0,314, H_6 accepted.

In this study suggested: (1) For a company can be used as consideration for the management because it will help in decision making of debt policy (2) For further study in order to take different samples with writers such as all companies listed on the Stock Exchange, and extend the period of study (3) For the investor and creditors can be used as a material consideration in making investment decisions and granting loans to companies.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur Penulis ucapkan pada Allah SWT, karena berkat limpahan rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Moderating Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI”**. Skripsi ini merupakan salah satu syarat dalam menyelesaikan studi strata satu pada Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis telah banyak mendapat bantuan dan dorongan baik moril maupun materil dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terimakasih terutama kepada Ibu Lili Anita, SE, M.Si, Ak sebagai pembimbing I dan Ibu Herlina Helmy, SE, M.S, Ak sebagai pembimbing II yang telah menyediakan waktu dan tenaga untuk membimbing penulis selama ini. Selain itu, tidak lupa penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Dekan dan Pembantu Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
2. Ketua dan Sekretaris Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
3. Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
4. Bapak dan Ibu Staf Tata Usaha dan Perpustakaan Fakultas Ekonomi yang telah membantu kelancaran administrasi dan perolehan buku penunjang skripsi.

5. Teristimewa buat Ibuk, Mishayati, S.Pd, ibu terbaik sepanjang masa yang telah memberikan perhatian, do'a, kasih sayang, dorongan dan pengorbanan yang sangat besar, yang tidak ada putus-putusnya kepada penulis hingga akhirnya penulis dapat menyelesaikan studi.
6. Teristimewa buat Papa, Gusfari Arifin (Alm) yang selamanya akan menjadi lelaki terhebat sepanjang hidup.
7. Yang tersayang Uni, Widyastuti Gusti, S.Sos dan Abang, Alde Rifdayat Gusti, SE yang telah memberi dorongan moril dan materi kepada penulis untuk dapat menyelesaikan skripsi ini.
8. Yang tersayang, teman-teman Akuntansi 2008 Universitas Negeri Padang yang telah memberikan warna berbeda semasa kuliah.
9. Buat Een yang akhirnya kita wisuda (juga) bareng, hehe. Ucie, nyusul kita ya, cepat selesaikan penelitiannya. Nesti yang udah wisuda duluan tahun lalu, akhirnya eta nyusul... ^.^
10. *Thank's to someone special* yang selalu ada menemani walaupun terkadang jarak selalu menjadi pemenang dalam perjalanan kita hingga kini.
11. Untuk semua pihak yang tidak dapat di sebutkan satu persatu atas dukungan dalam menyelesaikan skripsi ini.

Dalam rangka penyempurnaan isi skripsi ini penulis mengharapkan sumbangan pikiran para pembaca berupa kritikan dan saran, semoga skripsi ini dapat dijadikan bahan bacaan bagi rekan-rekan dimasa yang akan datang.

Padang, Mei 2013

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI.....	iii
ABSTRAK.....	iv
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
 BAB I.PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Identifikasi Masalah	8
C. Batasan Masalah.....	8
D. Perumusan Masalah.....	9
E. Tujuan Penelitian.....	9
F. Manfaat Penelitian.....	10

BAB II.KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN

HIPOTESIS

A. Kajian Teori.....	12
1. Hutang dan Kebijakan Hutang.....	12
a. Defenisi Hutang.....	12
b. Jenis-Jenis Hutang.....	14
c. Keunggulan dan kelemahan Hutang	15
d. Kebijakan Hutang.....	15
e. <i>Leverage Ratio</i>	16
2. <i>Cash Flow</i> dan <i>Free Cash Flow</i>	18
a. <i>Cash Flow</i>	18
b. <i>Free Cash Flow</i>	21
3. Struktur Kepemilikan Saham.....	24
a. Kepemilikan Manajerial	24
b. Kepemilikan Institusional	26
4. <i>Investment Opprtunity Set</i>	28
5. Penelitian yang Relevan.....	31
B. Hubungan Antar Variabel.....	34
1. Hubungan antara <i>Free Cash Flow</i> dan Kebijakan Hutang.....	34
2. Hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang	35

3. Hubungan antara Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang	36
4. Hubungan antara <i>Free Cash Flow, Investment Opportunity Set</i> , dan Kebijakan Hutang.....	37
5. Hubungan antara Kepemilikan Manajerial, <i>Investment Opportunity Set</i> dan Kebijakan Hutang	38
6. Hubungan antara Kepemilikan Institusional, <i>Investment Opportunity Set</i> , dan Kebijakan Hutang.....	40
C. Kerangka Konseptual.....	40
D. Hipotesis.....	42

BAB III. METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian.....	43
B. Populasi dan Sampel	43
C. Jenis Data dan Sumber Data.....	46
D. Teknik Pengumpulan Data.....	46
E. Variabel Penelitian	47
F. Pengukuran Variabel.....	47
G. Uji Asumsi Klasik.....	49
H. Teknik Analisis Data.....	52
I. Pengujian Hipotesis.....	55
J. Defenisi Operasional	55

BAB IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur	57
B. Deskriptif Variabel penelitian.....	60
1. Analisis Deskriptif.....	60
2. Statistik Deskriptif.....	74
C. Pembahasan	87
1. Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Kebijakan Hutang.....	87
2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang	90
3. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang.....	91
4. Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Kebijakan Hutang yang dimoderasi oleh <i>Investment Opportunity Set</i>	93
5. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang yang dimoderasi oleh <i>Investment Opportunity Set</i>	95
6. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang yang dimoderasi oleh <i>Investment Opportunity Set</i>	97

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan.....	100
B. Keterbatasan.....	101
C. Saran.....	102

DAFTAR PUSTAKA.....	103
LAMPIRAN.....	107

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Penyaringan Sampel Perusahaan.....	44
2. Daftar Sampel Perusahaan.....	45
3. <i>Debt to Equity Ratio</i> Perusahaan Manufaktur di BEI.....	62
4. <i>Free Cash Flow</i> Perusahaan Manufaktur di BEI.....	65
5. Kepemilikan Manajerial Perusahaan Manufaktur di BEI	67
6. Kepemilikan Institusional Perusahaan Manufaktur di BEI.....	69
7. <i>Market to Book Value Asset</i> Perusahaan Manufaktur di BEI.....	72
8. Statistik Deskriptif.....	74
9. Uji Normalitas.....	77
10. Uji Multikolinearitas.....	78
11. Uji Heterokedastisitas.....	79
12. Uji Autokorelasi.....	80
13. Hasil Koefisien Beganda.....	80
14. Hasil Koefisien Determinasi.....	81
15. Uji F.....	84
16. Uji t.....	85

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Kerangka Konseptual.....	41

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Daftar Pemilihan Sampel.....	108
2. Hasil Perhitungan <i>Debt to Equity Ratio</i>	113
3. Hasil Perhitungan <i>Free Cash Flow</i>	114
4. Hasil pengukuran Kepemilikan Manajerial	115
5. Hasil Pengukuran Kepemilikan Institusional	116
6. Hasil Pengukuran <i>Market to Book Value Asset</i>	117
7. Statistik Deskriptif, Uji Asumsi Klasik dan Uji Model.....	118

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Setiap perusahaan memerlukan dana yang besar untuk dapat tumbuh dan berkembang. Dana tersebut dapat diperoleh dari sumber yang berbeda. Sumber dana dapat berasal dari dalam (*internal*) ataupun dari luar (*eksternal*). Sumber dana *internal* berasal dari laba ditahan sedangkan sumber dana *eksternal* berasal dari para kreditur dan pemilik. Dana yang diperoleh dari pemilik disebut modal sedangkan dana yang diperoleh dari kreditur disebut hutang. Hutang adalah kewajiban perusahaan untuk membayar sejumlah uang, jasa atau barang dimasa mendatang kepada pihak lain akibat transaksi yang dilakukan dimasa lalu (Haryanto, 2009). Kewajiban tersebut harus dibayarkan kembali pada waktu tertentu disertai dengan sejumlah bunga yang ditetapkan sendiri oleh pihak kreditur. Besar kecilnya hutang yang akan digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh pihak perusahaan melalui kebijakan hutang.

Kebijakan hutang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar (hutang) agar jumlah penggunaannya dapat meminimalisir besarnya risiko yang harus ditanggung perusahaan. Semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan. Dengan adanya risiko perusahaan harus mampu membuat suatu kebijakan hutang yang tepat agar hutang yang digunakan untuk mendanai aktivitas perusahaan mampu membantu

perusahaan untuk tumbuh dan berkembang sehingga tidak terjadi kegagalan dalam membayar hutang. Karena kegagalan dalam membayar pokok dan bunga pinjaman biasanya menyebabkan proses hukum dimana pemegang saham akan kehilangan kendali atas perusahaan atau sebagian dari perusahaan mereka dengan kata lain likuiditas perusahaan akan terancam (Damayanti, 2006).

Kebijakan hutang mencerminkan kemampuan pihak manajemen dalam mengelola keuangan perusahaannya apakah berhasil menentukan kebijakan yang tepat atau tidak. Kebijakan tersebut dapat diputuskan dengan mempertimbangkan beberapa hal, diantaranya dapat dilihat besar kecilnya *free cash flow* (aliran kas bebas) yang dimiliki perusahaan dan besar kecilnya struktur kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial perusahaan itu sendiri maupun pihak institusional.

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross et al, 2000). Dengan kata lain *free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Jadi saat perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dalam mendanai perusahaannya.

Hutang juga mampu mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Dengan demikian dapat menghindari investasi yang sia-sia karena ketika hutang meningkat manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pokok pinjaman hutang secara periodik,

sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Tetapi penggunaan hutang yang tinggi namun tidak diikuti dengan penggunaan hati-hati karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik manajer hanya akan menambah kos perusahaan sehingga menurunkan keuntungan yang akan diterima (Wahidawati, 2002). Namun berbeda halnya jika kepentingan manajer disejajarkan dengan kepentingan pemegang saham yang berarti manajer bertindak sekaligus sebagai pemilik saham.

Manajer yang memiliki proporsi kepemilikan saham tentu saja tidak ingin perusahaan berada dalam keadaan sulit keuangan bahkan mengalami kebangkrutan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer membuat manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian jika keputusan yang diambil salah, terutama pada pengambilan keputusan mengenai hutang. Kepemilikan manajerial akan membuat manajer berusaha sebaik mungkin dalam pengelolaan perusahaan. *Ross et al* (1999) dalam Tarjo (2005) menyatakan semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene dirinya sendiri. Kepemilikan saham oleh manajer yang tinggi akan meningkatkan risiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga manajer akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang (Moh'd et al, 1998). Hal ini menandakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer akan menurunkan tingkat hutang sehingga meminimalisir tingkat risiko yang dialami perusahaan.

Pengawasan yang efektif juga dibutuhkan untuk meningkatkan kehati-hatian manajer dalam mengelola keuangan perusahaan. Pihak institusional akan

mengawasi kinerja manajer sehingga akan mengurangi perilaku oportunistik manajer dalam mengelola hutang. Pihak institusional selaku pemegang saham tentu saja tidak ingin perusahaan mengalami kebangkrutan. Semakin besar persentase saham yang dimiliki pihak institusional akan menyebabkan usaha monitoring juga akan semakin efektif. Manajer akan merasa lebih diawasi dan lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan pendanaan sehingga menggunakan tingkat hutang yang rendah. Penelitian Damayanti (2006) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan saham yang tinggi baik kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional ternyata memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan saham oleh manajerial dan institusional yang rendah.

Penelitian ini menggunakan *investment opportunity set* (IOS) sebagai variabel pemoderasi hubungan antara *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham dengan kebijakan hutang. IOS merupakan set kesempatan berinvestasi yang juga dapat dijadikan alat kontrol untuk menentukan kebijakan hutang dalam perusahaan (Damayanti, 2006). IOS saat ini dijadikan dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh. Myers (1977) dalam Pramudita (2010) menyatakan bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan yang tinggi pada umumnya memiliki kesempatan melakukan investasi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan pada tahap pertumbuhan rendah. Namun demikian perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan yang tinggi biasanya

tidak memiliki cukup aktiva yang dapat dipakai sebagai jaminan apabila perusahaan harus menggunakan hutang sebagai jaminan pendanaan. Perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah, sebaliknya perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan rendah cenderung menggunakan hutang yang lebih tinggi.

Penelitian ini menggunakan variabel moderating karena adanya ketidakkonsistenan hasil dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Pramudita (2010) yang menyatakan bahwa *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan institusional tidak akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan Damayanti (2006) menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mempunyai level hutang tinggi pula. Kedua variabel independen lainnya yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang yaitu namun arah hubungannya sesuai dengan teori.

Gull dan Jaggi (1999) menemukan hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Perusahaan yang mempunyai IOS tinggi dalam hubungannya dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang memadai tidak akan menggunakan hutang dalam pendanaan perusahaannya karena perusahaan tersebut mempunyai

kesempatan yang tinggi untuk bertumbuh sehingga manajer sudah mempunyai kesempatan untuk berinvestasi.

Begitu juga dengan kepemilikan saham baik kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional, dimana bila terdapat kesempatan berinvestasi (IOS tinggi) sementara kepemilikan saham juga meningkat diharapkan akan menurunkan kebijakan hutang. Sebaliknya bila tidak terdapat kesempatan berinvestasi (IOS rendah), meskipun kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional meningkat, perusahaan akan tetap memanfaatkan penggunaan hutang untuk pendanaan perusahaan. Jadi, semakin tinggi struktur kepemilikan saham yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dimana terdapat kesempatan berinvestasi, maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan yang akan dapat mengurangi penggunaan hutang oleh manajer.

Pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang sebelumnya pernah diteliti oleh Damayanti (2006) yang menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mempunyai level hutang tinggi. Semakin tinggi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak akan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang yaitu hutang akan rendah. *Investment opportunity set* berfungsi sebagai variabel moderating terhadap hubungan *free cash flow* dengan hutang. Hal ini dilihat dari beberapa penelitian terdahulu seperti penelitian Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang tinggi ketika perusahaan mempunyai set

kesempatan rendah. Lang *et al.* (1996) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan perusahaan di masa datang untuk hanya perusahaan yang memiliki set kesempatan pertumbuhan yang terbatas. Gull dan Jaggi (1999) menemukan bahwa antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki *investment oportunity set* rendah dengan perusahaan yang memiliki *investment opportunity set* yang tinggi.

Penelitian ini merupakan replika dari penelitian yang dilakukan oleh Damayanti (2006). Penelitian Damayanti menggunakan variabel independen *free cashflow* dan struktur kepemilikan saham dan variabel dependen yaitu kebijakan hutang. Namun penelitian ini menambah satu variabel pemoderat yaitu set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) seperti yang disarankan oleh peneliti sebelumnya. Penelitian ini dilakukan dengan maksud untuk menguji kembali apakah hasil yang didapatkan akan sama pada perusahaan-perusahaan di Indonesia jika teori yang diterapkan sama dengan penelitian terdahulu sehingga hasil penelitian ini dapat memperkuat atau memperlemah teori yang ada.

Berdasarkan penjelasan penelitian terdahulu dan kajian empiris yang telah diuraikan di atas, maka penulis tertarik melakukan penelitian ini dengan judul **“Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia”**.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka dapat diidentifikasi beberapa masalah sebagai berikut :

1. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
3. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
4. Apakah *investment opportunity set* memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang?
5. Apakah *investment opportunity set* memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang?
6. Apakah *investment opportunity set* memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang?

C. Batasan Masalah

Penelitian dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mengambil data laporan keuangan dan laporan tahunan dari tahun 2008-2010. Penelitian ini hanya meneliti dampak *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang yang akan diambil oleh perusahaan dengan *investment opportunity set* sebagai variabel pemoderasi tanpa mempertimbangkan kebijakan lainnya yang harus diambil perusahaan.

D. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, maka masalah yang akan diteliti dapat diuraikan sebagai berikut :

1. Seauhmana *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
2. Seauhmana kepemilikan manajerialberpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
3. Seauhmana kepemilikan institusionalberpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
4. Seauhmana *investment opportunity set* memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
5. Seauhmana *investment opportunity set* memoderasi pengaruh kepemilikan manajerialterhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
6. Seauhmana *investment opportunity set* memoderasi pengaruh kepemilikan institusionalterhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?

E. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai :

1. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
4. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
5. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
6. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

F. Manfaat Penelitian

Dengan tercapainya tujuan tadi maka penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan yaitu :

1. Manfaat bagi peneliti

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan pengetahuan mengenai topik yang diteliti sebagai salah satu syarat untuk mendapatkan gelar sarjana ekonomi.

2. Manfaat bagi perusahaan

Penelitian ini diharapkan akan memberikan informasi sebagai bahan pertimbangan bagi manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan mengenai penggunaan *free cash flow* yang tepat dan penentuan kebijakan hutang perusahaan.

3. Manfaat bagi investor dan kreditor

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan bagi investor dan kreditor untuk pengambilan keputusan investasi dan pemberian pinjaman kepada perusahaan.

4. Manfaat bagi pembaca dan peneliti lain

Penulisan ini dapat dijadikan bahan referensi untuk penelitian selanjutnya dan dapat memberikan gambaran mengenai pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderating.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori

1. Hutang dan Kebijakan Hutang

a. Defenisi Hutang

Hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak-pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan. Menurut FASB, hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu. Menurut IAI, kewajiban merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi (Ghozali dan Chairiri, 2007). Munawir (2004) mengatakan hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, di mana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor.

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan

menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa.

b. Jenis-Jenis Hutang

Hutang dapat digolongkan ke dalam tiga jenis, yaitu (Riyanto, 1995) :

1. Hutang jangka pendek (*short-term debt*)

Hutang jangka pendek merupakan hutang yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu satu tahun atau satu siklus operasi normal perusahaan dengan menggunakan sumber-sumber aktiva lancar atau dengan menimbulkan hutang jangka pendek yang baru. Siklus operasi adalah periode waktu yang diperlukan antara akuisisi barang dan jasa yang terlibat dalam proses manufaktur serta realisasi kas akhir yang dihasilkan dari penjualan dan penagihan selanjutnya.

Hutang jangka pendek meliputi:

- a. Hutang dagang adalah hutang yang timbul karena adanya pembelian barang dagangan.
- b. Hutang wesel adalah janji tertulis untuk membayar sejumlah uang tertentu pada suatu tanggal tertentu dimasa depan dan dapat berasal dari pembelian, pembiayaan, atau transaksi lainnya.
- c. Biaya yang masih harus dibayar, adalah biaya-biaya yang sudah terjadi tetapi belum dilakukan pembayarannya.
- d. Hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo adalah sebagian atau seluruh hutang jangka panjang yang sudah menjadi hutang jangka pendek, karena harus segera dilakukan pembayaran.

e. Penghasilan yang diterima dimuka (*deferred revenue*) adalah penerimaan uang untuk penjualan barang dan jasa yang belum terealisasi.

2. Hutang jangka panjang (*longterm debt*)

Hutang jangka panjang merupakan hutang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca dan sumber-sumber untuk melunasi hutang jangka panjang adalah sumber bukan dari kelompok aktiva lancar. Hutang jangka panjang terdiri dari:

- a. Hutang obligasi merupakan surat pengakuan hutang (dengan bunga) jangka panjang yang akan dibayar pada tanggal tertentu.
- b. Hipotik merupakan penggadaian kekayaan nyata tertentu untuk mendapatkan suatu pinjaman dengan beban bunga yang tetap. Kekayaan nyata didefinisikan sebagai *real estate*, gedung, dan lain-lain.
- c. Hutang bank

c. Keunggulan dan Kelemahan Hutang

Dari sudut pasar pemegang hutang jangka panjang, risiko hutang lebih kecil dibanding saham biasa atau saham preferen. Meskipun begitu, hutang dianggap memiliki keunggulan terbatas dipandang dari segi laba, dan dianggap lemah dipandang dari segi pengendalian. Hal ini dapat dijelaskan oleh Weston dan Copeland (1997), sebagai berikut :

1. Dari segi risiko, hutang dipandang lebih menguntungkan dibanding saham biasa atau saham preferen karena hutang memberi prioritas dalam hal

pendapatan dan juga dalam hal likuidasi. Hutang juga memiliki masa jatuh tempo yang pasti dan dilindungi oleh akad (*covenants*) dalam *indenture*.

2. Dari segi laba, para pemegang obligasi memiliki hasil pengembalian tetap, kecuali dalam kasus obligasi pendapatan (*income bonds*) atau surat hutang dengan suku bunga mengambang. Pembayaran bunga tidak tergantung pada tingkat laba perusahaan atau suku bunga pasar yang sedang berlaku. Meskipun demikian, hutang tidak pernah dapat ikut menikmati laba perusahaan yaitu saat perusahaan bisa berhasil menarik laba yang maksimal. Sering kali hutang jangka panjang bisa dibatalkan sebelum waktunya. Jika hal ini terjadi, misalnya obligasi ditarik melalui opsi tarik, investor akan menerima kembali uangnya, yang harus ditanam kembali agar dana tersebut tidak mati.
3. Dari segi pengendalian, pemegang obligasi biasanya tidak memiliki hak suara. Meskipun begitu, jika sampai obligasi dinyatakan tak dapat dibayar, pemegang obligasi dapat mengambil alih kendali perusahaan.

d. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar. Kebijakan hutang dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi kurva penawaran hutang pada perusahaan atau permintaan atas hutang. Menurut Agus Sartono (2000;218) dalam Syailendra (2002) menyatakan hutang adalah semua kewajiban perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor.

Pembiayaan dengan hutang memiliki tiga implikasi penting :

1. Memperoleh dana melalui hutang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas.
2. Kreditur melihat ekuitas atau dana yang disetor pemilik untuk memberikan margin pengaman, sehingga jika pemegang saham hanya memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan maka resiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditur.
3. Jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibanding dengan pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar.

e. *Leverage Ratio*

Rasio menggambarkan suatu hubungan atau perimbangan antara suatu pos atau kelompok pos dengan pos atau kelompok pos yang lain baik yang tercantum dalam neraca maupun dalam laporan laba rugi. Dengan mengadakan analisis rasio akan dapat diketahui posisi keuangan nasabah/calon peminjam kredit.

Leverage ratio yaitu rasio untuk mengukur sampai seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dari hutang (Munawir, 2004). Dengan mengetahui *leverage ratio* akan dapat dinilai tentang :

- (a) Posisi perusahaan terhadap seluruh kewajibannya kepada pihak lain
- (b) kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang bersifat tetap
- (c) keseimbangan antara nilai aktiva tetap dengan modal.

Leverage ratio antara lain :

1. *Debt to Equity Ratio*

Debt to Equity Ratio yaitu rasio antara total hutang dengan modal sendiri. Rasio ini menunjukkan berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan sebagai jaminan hutang. bagi perusahaan makin besar rasio ini akan semakin menguntungkan, tetapi bagi pihak bank semakin besar rasio ini berarti akan semakin besar risiko yang ditanggung atas kegagalan perusahaan yang mungkin terjadi.

2. *Current Liabilities to Net Worth*

Current liabilities to net worth yaitu rasio antara hutang lancar dengan modal sendiri. Rasio ini menunjukkan bahwa dana-dana pinjaman yang segera akan ditagih ada sekian kalinya modal sendiri. Rasio ini sifatnya sama dengan *debt to equity ratio*.

3. *Tangible Asset Debt Coverage*

Tangible asset debt coverage yaitu rasio antara aktiva tetap berwujud dengan hutang jangka panjang. Rasio ini menunjukkan besarnya setiap rupiah aktiva tetap berwujud yang dipergunakan untuk menjamin hutang jangka panjang.

4. *Long Term Debt To Rquity Ratio*

Long term debt to rquity ratio yaitu rasio antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Rasio ini menunjukkan berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan sebagai jaminan hutang jangka panjang.

5. *Debt Service*

Debt service yaitu rasio antara (EBIT – pajak + bunga) dengan (angsuran kredit + bunga). Rasio ini menunjukkan bahwa laba operasi ada sekian kalinya kewajiban membayar angsuran kredit beserta bunganya. Makin kecil rasio ini maka risiko bank semakin besar.

EBIT = Laba bersih sebelum pajak

Kebijakan hutang diukur dengan menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas atau *debt to equity ratio* (DER). DER dihitung dengan membagi total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas. Rasio ini menunjukkan berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan sebagai jaminan hutang (Munawir, 2004). DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu, semakin tinggi DER maka semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya, semakin besar proporsi hutang yang digunakan dalam struktur modal, semakin besar pula kewajibannya.

2. *Cash Flow dan Free Cash Flow*

a. *Cash Flow*

Arus kas (*cash flow*) adalah suatu laporan keuangan yang berisikan pengaruh kas dari kegiatan operasi, kegiatan transaksi investasi dan kegiatan transaksi pembiayaan/pendanaan serta kenaikan atau penurunan bersih dalam kas suatu perusahaan selama satu periode. Menurut PSAK No.2 (2002:5) Arus kas

adalah arus masuk dan arus keluar kas atau setara kas. Laporan arus kas merupakan revisi dari mana uang kas diperoleh perusahaan dan bagaimana mereka membelanjakannya. Laporan arus kas merupakan ringkasan dari penerimaan dan pengeluaran kas perusahaan selama periode tertentu (biasanya satu tahun buku).

Laporan arus kas (cash flow) mengandung dua macam aliran/ arus kas yaitu :

1. *Cash inflow*

Cash inflow adalah arus kas yang terjadi dari kegiatan transaksi yang melahirkan keuntungan kas (penerimaan kas). Arus kas masuk (*cash inflow*) terdiri dari:

- a. Hasil penjualan produk/jasa perusahaan.
- b. Penagihan piutang dari penjualan kredit.
- c. Penjualan aktiva tetap yang ada.
- d. Penerimaan investasi dari pemilik atau saham bila perseroan terbatas.
- e. Pinjaman/hutang dari pihak lain.
- f. Penerimaan sewa dan pendapatan lain.

2. *Cash out flow*

Cash out flow adalah arus kas yang terjadi dari kegiatan transaksi yang mengakibatkan beban pengeluaran kas. Arus kas keluar terdiri dari :

- a. Pengeluaran biaya bahan baku, tenaga kerja langsung dan biaya pabrik lain lain.

- b. Pengeluaran biaya administrasi umum dan administrasi penjualan.
- c. Pembelian aktiva tetap.
- d. Pembayaran hutang-hutang perusahaan.
- e. Pembayaran kembali investasi dari pemilik perusahaan.
- f. Pembayaran sewa, pajak, deviden, bunga dan pengeluaran lain-lain.

Laporan arus kas ini memberikan informasi yang relevan tentang penerimaan dan pengeluaran kas dari perusahaan dari suatu periode tertentu, dengan mengklasifikasikan transaksi berdasarkan pada kegiatan operasi, investasi dan pendanaan.

Menurut PSAK No.2 (2002:9) Laporan arus kas harus melaporkan arus kas selama periode tertentu yang diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan.

1. Aktivitas Operasi

Aktivitas operasi menimbulkan pendapatan dan beban dari operasi utama suatu perusahaan. Karena itu aktivitas operasi mempengaruhi laporan laba rugi, yang dilaporkan dengan dasar akrual. Sedangkan laporan arus kas melaporkan dampaknya terhadap kas. Arus masuk kas terbesar dari operasi berasal dari pengumpulan kas dari langganan. Arus masuk kas yang kurang penting adalah penerimaan bunga atas pinjaman dan dividen atas investasi saham. Arus keluar kas operasi meliputi pembayaran terhadap pemasok dan karyawan, serta pembayaran bunga dan pajak.

2. Aktivitas Investasi

Aktivitas investasi meningkatkan dan menurunkan aktiva jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk melakukan kegiatannya. Pembelian atau penjualan aktiva tetap seperti tanah, gedung, atau peralatan merupakan kegiatan investasi, atau dapat pula berupa pembelian atau penjualan investasi dalam saham atau obligasi dari perusahaan lain.

Pada laporan arus kas kegiatan investasi mencakup lebih dari sekedar pembelian dan penjualan aktiva yang digolongkan sebagai investasi di neraca. Pemberian pinjaman juga merupakan suatu kegiatan investasi karena pinjaman menciptakan piutang kepada peminjam. Pelunasan pinjaman tersebut juga dilaporkan sebagai kegiatan investasi pada laporan arus kas.

3. Aktivitas Pendanaan

Aktivitas pendanaan meliputi kegiatan untuk memperoleh kas dari investor dan kreditor yang diperlukan untuk menjalankan dan melanjutkan kegiatan perusahaan. Kegiatan pendanaan mencakup pengeluaran saham, peminjaman uang dengan mengeluarkan wesel bayar dan pinjaman obligasi, penjualan saham perbendaharaan, dan pembayaran terhadap pemegang saham seperti dividen dan pembelian saham perbendaharaan. Pembayaran terhadap kreditor hanyalah mencakup pembayaran pokok pinjaman.

b. Free Cash Flow

Aliran kas adalah suatu hal yang dipakai dalam setiap kegiatan ekonomi. Hipotesis Jensen (1986) mendefinisikan mengenai *free cash flow* menyatakan

bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. *Free cash flow* atau aliran kas bebas merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross et al, 2000).

Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* ini lah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cashflow* dengan return yang kecil (Smith & Kim, 1994).

White et al (2003) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

Ross et al (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Sementara bagi perusahaan yang mengeluarkan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan dimasa depan atau tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada *free cash flow* yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan dividen dimasa depan (Uyara dan Tuasikal, 2003).

Francis et al (2000) dan Brigham, et al (1999) dalam Rosdini (2009) memberikan pengertian aliran kas bebas sebagai kas yang tersedia untuk didistribusikan bagi investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi. Sedangkan Kieso dan Weygandt (2002) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai jumlah aliran kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*), atau menambah likuiditas perusahaan.

Dalam penelitian ini *free cash flow* diukur dengan membagi *free cash flow* dengan *total assets* pada periode yang sama dengan tujuan agar lebih *comparable* bagi perusahaan perusahaan yang dijadikan sampel, sehingga penghitungan *free cash flow* menjadi relatif terhadap *size* perusahaan, dalam hal ini diukur dengan

total assets. Ukuran *free cash flow* sebagaimana merujuk kepada Ross et.al. (2000) adalah:

$$FCF = AKO - PM - MKB$$

dimana:

AKO(aliran kas operasi) = nilai bersih kenaikan/penurunan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan.

PM(pengeluaran modal bersih) = nilai perolehan aktiva tetap akhir – nilai perolehan aktiva tetap awal.

MKB(perubahan modal kerja bersih) = nilai aktiva lancar – nilai hutang lancar

3. Struktur Kepemilikan Saham

Struktur kepemilikan saham dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja. Damayanti (2006) mengungkapkan struktur kepemilikan saham secara umum terbagi atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

a. Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)

Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan komisaris). Dengan kata lain, kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan, atau manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Tarigan, 2007).

Fungsi level dari kepemilikan manajerial dalam perusahaan sebagai berikut :

1. *Low levels of managerial ownership (0%-5%)*

Untuk level ini, disiplin eksternal, pengendalian internal dan insentif masih didominasi oleh tingkah laku manajemen. Manajemen dalam level ini apabila kinerja mereka baik lebih cenderung memilih paket kompensasi seperti opsi saham daripada menambah jumlah kepemilikan saham di perusahaannya sendiri.

2. *Intermediate levels of managerial ownership (5%-25%)*

Di level ini, insider mulai menunjukkan perilaku sebagai pemegang saham. Dengan bertambahnya kepemilikan maka semakin besar jumlah hak suara mereka. Di level ini manajer lebih memilih mengambil kendali perusahaan.

3. *High levels of managerial ownership (40%-50%)*

Di level ini, kepemilikan insiders tidak mempunyai otoritas penuh terhadap perusahaan dan disiplin eksternal tetap berlaku.

4. *High level of managerial ownership (greater than 50%)*

Di level ini, insiders mempunyai wewenang penuh terhadap perusahaan. Dengan demikian kepemilikan diatas 50% adanya tekanan dari disiplin eksternal (outsider shareholders) hampir tidak ada sehingga mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan.

5. *Very high levels of managerial ownership*

Di level ini perusahaan dimiliki oleh pemilik tunggal.

Dalam penelitian ini indikator yang digunakan untuk pengukuran kepemilikan manajerial adalah dengan persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Dengan keinginan untuk meningkatkan kinerja perusahaan tersebut, membuat manajemen akan berusaha untuk mewujudkan sehingga membuat risiko perusahaan menjadi kecil di mata kreditor dan akhirnya kreditor hanya meminta *return* yang kecil (Juniarti, 2009).

Adapun alasan penggunaan persentase kepemilikan adalah karena ingin melihat hubungan antara besarnya kepemilikan manajerial dengan keputusan manajemen terhadap hutang. Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajemen dapat mengurangi konflik kepentingan sehingga dapat membuat keputusan yang bijak dalam menggunakan hutang.

b. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Dengan tingginya kepemilikan institusional, para investor institusional akan mendapatkan kesempatan untuk mengontrol perusahaan lebih sedikit.

Crutchley et al. (1999) dalam Agnes (2009) mengemukakan bahwa kepemilikan oleh institusional juga dapat menurunkan *agency costs*, karena dengan adanya monitoring yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang akan menurun. Hal ini disebabkan karena peranan hutang

sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional. Dengan demikian kepemilikan institusional dapat mengurangi *agencycost of debt*.

Cornet *et al.* (2006) menemukan adanya bukti yang menyatakan bahwa tindakan pengawasan harus dilakukan oleh sebuah perusahaan dan pihak investor institusional dapat membatasi perilaku manajemen. Hal ini disebabkan adanya tindakan pengawasan tersebut dapat mendorong manajemen untuk dapat lebih memfokuskan perhatiannya terhadap kinerja perusahaan, sehingga mengurangi perilaku oportunistik atau perilaku yang mementingkan diri sendiri. Menurut Shleifer dan Vishny (dalam Agnes, 2009) bahwa *institutional shareholders*, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain :

1. Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi
2. Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di perusahaan.

Dalam penelitian ini, kepemilikan institusional diukur dengan persentase kepemilikan institusi dalam struktur saham perusahaan yang disajikan dalam catatan atas laporan keuangan. Dengan adanya kepemilikan institusional maka nilai perusahaan akan meningkat melalui kepercayaan yang ditunjukkan oleh investor dan kreditor karena risiko perusahaan dinilai rendah. Sehingga return yang diminta semakin kecil.

4. Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set*)

Perusahaan merupakan kombinasi aset dengan pilihan investasi di masa datang (Myers, 1977 dalam Tettet dan Jogiyanto, 2009). Pilihan investasi di masa datang ini disebut dengan set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS). IOS adalah tersedianya alternatif investasi di masa datang bagi perusahaan (Hartono,1999). IOS merupakan nilai sekarang dan pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa yang akan datang (Myers, 1977).

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut mempengaruhi nilai suatu perusahaan dan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dengan kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*). Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya. Selanjutnya IOS dijadikan dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh.

Proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti diantaranya (Gaver dan Gaver, 1993; Jones dan Sharma, 2001; dan Kallapur dan Trombley, 2001) dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok yaitu:

1. Proksi berdasarkan harga

Investment Opportunity Set berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham dan perusahaan-perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*). Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi pasar adalah *market to book value of equity*, *market to bookvalue of asset*, *Tobin's Q*, *earnings to price ratios*, *ratio of property, plant, and equipment to firm value*, *ratio of depreciation to firm value*.

2. Proksi berdasarkan investasi

Proksi IOS berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki IOS tinggi seharusnya juga memiliki investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang diinvestasikan dalam jangka waktu yang lama. Proksi ini berbentuk rasio yang membandingkan pengukuran investasi dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Rasio-rasio tersebut adalah *the ratio of R&D to assets*, *the ratio of R&D to sales*, *ratio of capitalexpenditure to firm value*, *investment intensity*, *ratio of capital expenditure to bookvalue of assets*, *investment to sales ratio*.

3. Proksi berdasarkan varian

Proksi pengukuran varian (*variance measurement*) mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi tumbuh seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva. Rasio dalam proksi tersebut adalah *variance of returns, assetbetas, the variance of asset deflated sales*.

Beberapa rasio yang sudah disebutkan di atas adalah (Pramudita, 2010) :

a. *Tobin'Q*

Tobin'Q Ratio adalah nilai pasar dari aset perusahaan dibagi dengan nilai penggantian mereka. Nilai penggantian saat ini menjadi biaya penggantian aset perusahaan. Rasio ini dikembangkan oleh James Tobin (1969). Nilai yang besar dari Tobin'Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki set kesempatan investasi (*investment opportunity set – IOS*). Penggunaan lainnya untuk q adalah untuk menentukan penilaian pasar secara keseluruhan. Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$\frac{\text{Total Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham} * \text{Harga Saham Penutupan})}{[\text{Asset Tetap Net} * ((\text{Asset Tetap Gross} - \text{Asset Tetap}) / \text{Biaya Depresiasi})] + (\text{Total Asset} - \text{Asset Tetap Net})}$$

b. Rasio *Market to Book Value of Equity* (MVEBVE)

Rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. MVEBVE diukur dengan menggunakan persamaan berikut :

$$\frac{\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Saham Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c. Rasio *Firm Value to Book Value of Property, Plant and Equipment* (VPPE)

Rasio ini menunjukkan adanya investasi yang produktif. VPPE diukur dengan menggunakan persamaan berikut :

$$\frac{\text{Total Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} * \text{Harga Saham Penutupan})}{\text{Asset Tetap Net}}$$

d. Rasio *Market to Book Value of Asset* (MBVA)

Rasio ini menunjukkan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dengan harga pasar. Rasio ini diukur menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$\frac{\text{Total Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Jumlah Saham Beredar} * \text{Harga Saham Penutupan})}{\text{Total Asset}}$$

Penelitian ini menggunakan proksi IOS berdasarkan harga dengan *rasio marketto book value of asset* (MBVA). Rasio MBVA menggambarkan pertumbuhan aktiva dan ekuitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio MBVA yang tinggi memiliki pertumbuhan aktiva dan ekuitas yang besar. Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun pihak eksternal perusahaan yaitu investor dan kreditor.

5. Penelitian yang Relevan

Ada beberapa penelitian terdahulu yang telah dilakukan dan berkaitan dengan penelitian yang penulis lakukan. Penelitian Damayanti (2006) yang berjudul analisa pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Indonesia menunjukkan bahwa

free cash flow mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ini berarti bahwa *free cash flow* yang tinggi mempengaruhi jumlah penggunaan hutang yang tinggi pula. Sedangkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institutional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan namun hubungannya sesuai dengan teori.

Muhammad Faisal (2004) melakukan penelitian mengenai *pengaruh free cash flow, set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang*. *Free cash flow* dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *debt to equity ratio* sementara PBV sebagai proksi set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *debt to equity ratio*.

Penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang berjudul analisis *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan publik di Indonesia, dengan sampel perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 1996-2000 dengan jumlah observasi sebanyak 295 menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki IOS rendah maka *free cash flow* berhubungan positif dengan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah sebagai moderasi ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Selanjutnya penelitian ini juga membuktikan bahwa variabel *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan besar dan kecil hasilnya sama-sama

memiliki koefisien positif dan signifikan. Variabel kepemilikan manajerial juga memberikan koefisien positif dan signifikan sehingga dapat mengendalikan kos keagenan penggunaan utang.

Penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) yang berjudul uji teori keagenan dalam hubungan independensi antara kebijakan utang dan kebijakan dividen, meneliti tentang pengaruh *investment opportunity set* (IOS), kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang. Sampel pada penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1990-2000. Teknik analisis dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan mengabaikan normalitas data. Hasil penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah bahwa *investment opportunity set* (IOS) memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang, sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Penelitian Jensen (1986) yang berjudul *corporate and capital structure, agency cost and owner control*, menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set kesempatan investasi (IOS) rendah. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level utang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas di bawah kendali manajemen. Disisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow*

rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan utang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

B. Hubungan Antar Variabel

1. Hubungan Antara Free Cash Flow dan Kebijakan Hutang

Aliran kas bebas atau *free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross et al, 2000). *Free cash flow* dapat digunakan untuk pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan, pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk deviden. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan deviden. Damayanti (2006) membuktikan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ini berarti bahwa *free cash flow* yang tinggi mempengaruhi jumlah penggunaan hutang yang tinggi pula. Penelitian Faisal (2004) juga menguji pengaruh antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi *free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang yang akan diambil oleh pihak manajemen. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi akan memiliki kemampuan untuk membayar hutang yang tinggi pula.

Jadi dengan adanya *free cash flow* yang memadai diharapkan mampu mempengaruhi kebijakan yang akan diambil khususnya mengenai hutang. *Free cash flow* yang tersedia mencerminkan kemampuan perusahaan dalam membayarkan hutangnya. Hutang yang digunakan perusahaan dibayar dengan menggunakan *free cash flow* sehingga jika perusahaan ingin menggunakan tingkat hutang yang tinggi perusahaan juga harus menyediakan *free cash flow* yang memadai untuk dapat membayar hutang. Semakin tinggi *free cash flow* yang tersedia maka perusahaan dinilai semakin mampu untuk membayar hutangnya sehingga memungkinkan perusahaan untuk juga menggunakan hutang yang tinggi.

2. Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial mensejajarkan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan diharapkan mampu membuat manajemen bekerja lebih giat dan bertindak hati-hati terhadap keputusan yang akan diambilnya. Wahidahwati (2001) dengan menggunakan perusahaan manufaktur antara tahun 1995-1996 membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Mohd *et al* (1998) bahwa kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan meningkatkan risiko sehingga manajer akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang.

Adanya proporsi kepemilikan saham oleh manajer akan menggandakan posisi sebagai manajer dan juga sebagai pemegang saham. Sebagai pemegang saham manajer tidak ingin perusahaan mengalami kebangkrutan sehingga manajer yang biasanya bersikap oportunistik dalam mengambil keuntungan pribadinya menjadi lebih hati-hati dalam memutuskan sebuah kebijakan termasuk mengenai hutang. Hutang yang besar dengan risiko yang besar akan membuat manajer akan berfikir ulang untuk menggunakan hutang dalam jumlah yang banyak. Maka semakin tinggi persentase saham yang dimiliki manajer dalam perusahaan akan menambah tingkat kehati-hatian manajer dalam mengambil sebuah keputusan pendanaan sehingga diharapkan dapat menurunkan kebijakan atas hutang yang digunakan untuk mendanai kegiatan perusahaan dan risiko kebangkrutan pun juga dapat diminimalisir.

3. Hubungan Antara Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Penelitian yang dilakukan oleh Faisal (2000) menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi jumlah hutang perusahaan. Penelitian ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi hutang karena dengan kepemilikan institusional yang besar membuat pihak luar perusahaan melakukan pengawasan/monitoring yang lebih ketat terhadap perilaku pihak manajemen, sehingga manajemen didorong untuk tidak melakukan tindakan oportunistik yang hanya mementingkan kepentingan pribadi.

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank maupun lembaga atau

perusahaan lain. Tindakan pengawasan yang lebih efektif diharapkan dapat mengontrol perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institutional pada industri manufaktur mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini konsisten dengan Moh'd et al (1998) bahwa para investor institutional pada industri manufaktur yang terdaftar di BEI sadar bahwa keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif manajer akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan khususnya mengenai kebijakan hutang sehingga mengurangi tingkat hutang yang akan digunakan sekaligus mengurangi risiko kebangkrutan yang mungkin akan dialami oleh perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan oleh pihak institusional maka akan semakin efektif tingkat monitoring sehingga semakin sedikit penggunaan hutang oleh manajer untuk meminimalisir besarnya risiko kebangkrutan.

4. Hubungan Antara *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang

Hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan dapat dipengaruhi oleh *investment opportunity set* atau set kesempatan berinvestasi. Kesempatan berinvestasi dapat memperlemah maupun memperkuat (sebagai variabel moderating) hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Penelitian yang dilakukan Tarjo dan Jogiyanto (2003)

menganalisis perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS tinggi, ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Jensen (1986) juga menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang besar cenderung mempunyai level hutang yang tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set kesempatan berinvestasi (IOS) rendah. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang memadai cenderung untuk tidak menggunakan hutang dalam mendanai perusahaannya saat kesempatan untuk berinvestasi tinggi. Karena perusahaan yang mempunyai kesempatan berinvestasi yang tinggi memiliki pertumbuhan yang tinggi. Manajer lebih memilih untuk berinvestasi karena memiliki kesempatan yang tinggi dan tidak ingin menyiakan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang besar dalam berinvestasi. Jadi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan akan menjadi lebih kecil karena kas yang tersedia lebih dimanfaatkan untuk berinvestasi. Kecilnya *free cash flow* mengakibatkan kemampuan perusahaan menggunakan hutang akan rendah. Sehingga dengan adanya kesempatan berinvestasi (IOS) yang dimiliki perusahaan akan memperlemah hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang perusahaan.

5. Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial secara tidak langsung akan membuat manajer bekerja sebaik mungkin agar perusahaan tidak mengalami

kebangkrutan. Salah satunya dengan mengurangi penggunaan hutang karena penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko. Pada saat perusahaan memiliki kesempatan berinvestasi (IOS) yang tinggi manajerial akan tetap menggunakan tingkat hutang yang rendah karena lebih memilih untuk berinvestasi. Seperti yang diungkapkan oleh Tarjo (2003), jika kepemilikan manajerial meningkat akan mempengaruhi pengambilan keputusan terhadap hutang perusahaan, terutama apabila diketahui IOS tinggi maka kebijakan hutang akan rendah. Jika set kesempatan investasi (IOS) rendah maka hutang akan tinggi.

Jadi adanya set kesempatan berinvestasi (IOS) yang tinggi akan memperkuat hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Saat kepemilikan manajerial meningkat akan mengurangi tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan walaupun kesempatan untuk melakukan investasi tinggi. Karena pihak manajerial akan lebih memilih untuk mengambil kesempatan untuk berinvestasi dan mendapatkan keuntungan daripada mengambil risiko yang tinggi dengan menggunakan hutang. Namun pada saat kesempatan untuk berinvestasi rendah, pihak manajerial akan meningkatkan penggunaan hutang karena tidak memiliki kesempatan untuk berinvestasi.

6. Hubungan Antara Kepemilikan Institusional, *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang

Sama halnya dengan kepemilikan manajerial, tingginya kepemilikan institusional juga akan mengurangi tingkat hutang yang akan digunakan perusahaan walaupun pada saat IOS tinggi (Tarjo, 2003). Pihak institusional yang

bertindak sebagai pengawas akan membuat manajer merasa diawasi sehingga bekerja lebih efektif untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional akan semakin tinggi tingkat pengawasan dan tingkat hutang pun akan semakin rendah. Saat IOS tinggi penggunaan hutang perusahaan akan tetap rendah karena perusahaan akan lebih memilih untuk berinvestasi daripada menggunakan hutang. Namun pada saat IOS rendah perusahaan akan menggunakan tingkat hutang yang tinggi.

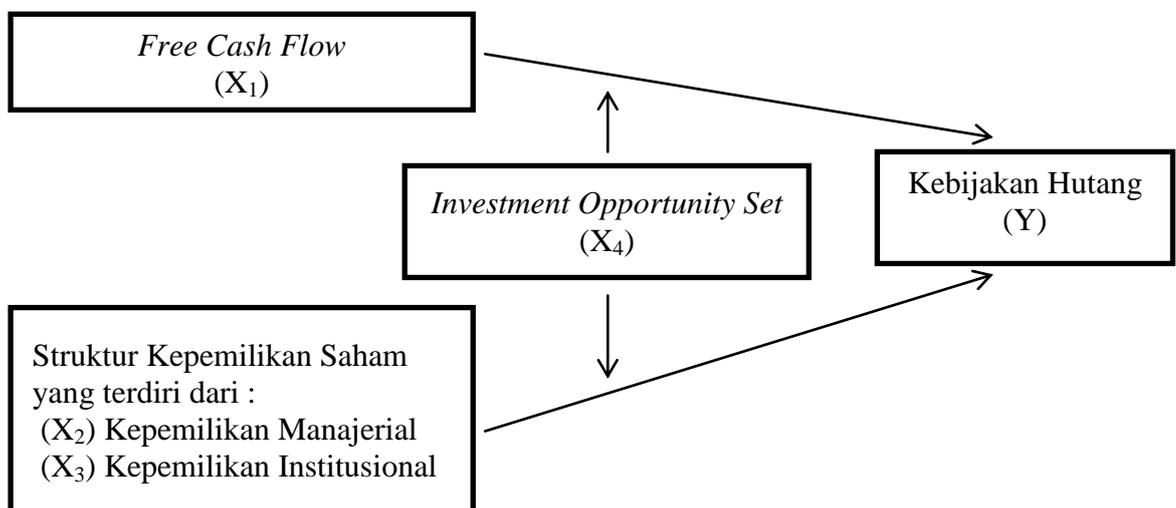
Adanya kepemilikan institusional juga akan memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Semakin tinggi tingkat pengawasan oleh pihak institusional akan semakin rendah penggunaan hutang perusahaan oleh manajer karena perusahaan akan lebih cenderung mengambil kesempatan untuk berinvestasi untuk mendapatkan keuntungan.

C. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual atau kerangka berfikir merupakan konsep untuk menjelaskan keterkaitan variabel yang diteliti berdasarkan perumusan masalah. Ruang lingkup penulisan penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebagai unit analisis. Dimana variabel analisisnya yaitu variabel bebas berupa *free cash flow* (X_1) dan struktur kepemilikan saham (X_2). Sedangkan kebijakan hutang sebagai variabel terikat (Y) dimana ada keterkaitan antara variabel bebas dan variabel terikat. Penulis menggunakan *investment opportunity set* (IOS) sebagai variabel moderating (X_3) yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel bebas dan terikat.

Penelitian yang dilakukan oleh Gull dan Jaggi (1999) dalam Tarjo (2005) menemukan hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Hasil temuan ini menyatakan bahwa hubungan positif antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan IOS rendah. Mahadwartha (2002), menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial akan menggunakan leverage yang rendah. Begitu juga dengan perusahaan yang mempunyai kepemilikan institusional. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan institusional akan menggunakan leverage atau hutang yang rendah pada IOS tinggi.

Untuk lebih menyederhanakan pemikiran tersebut, maka dibuat kerangka konseptual seperti gambar berikut :



Gambar 1
Kerangka konseptual

C. HIPOTESIS

Berdasarkan dari latar belakang, perumusan masalah, kajian teori dan kerangka konseptual di atas, maka dapat diajukan suatu hipotesis yang dirumuskan sebagai berikut :

H1 : *Free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang.

H2 : Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

H3 : Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

H4 : Hubungan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang diperlemah oleh *Investment opportunity set* (IOS).

H5 : Hubungan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang diperkuat oleh *Investment opportunity set* (IOS).

H6 : Hubungan pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang diperkuat oleh *Investment opportunity set* (IOS).

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk melihat sejauh mana pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2008-2010. Berdasarkan hasil penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, maka hasil penelitian dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. *Free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan dengan arah hubungan negatif sesuai dengan teori terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
4. Hubungan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang secara signifikan diperlemah oleh *investment opportunity set*. Dalam hal ini *investment opportunity set* dapat dijadikan pemoderasi hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang.
5. Hubungan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang tidak dapat diperkuat oleh *investment opportunity set*. Dalam hal ini *investment*

opportunity set tidak dapat dijadikan sebagai pemoderasi dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan arah hubungannya positif.

6. Hubungan pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang diperkuat oleh *investment opportunity set*. Dalam hal ini *investment opportunity set* dapat dijadikan pemoderasi hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang.

B. Keterbatasan

Meskipun peneliti telah berusaha merancang dan mengembangkan penelitian sedemikian rupa, namun masih terdapat keterbatasan dalam penelitian ini yaitu:

1. Penelitian ini hanya sebatas pada perusahaanmanufaktur yang terdaftar di BEI dan hanya dalam periode tiga tahun, sehingga belum dapat mewakili seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI.
2. Penelitian ini hanya menggunakan faktor-faktor internal perusahaan untuk menguji pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
3. Variabel yang digunakan sebagai proksi *investment opportunity set* hanya menggunakan satu rasio yaitu rasio *market to book value of asset* (MBVA) sehingga tidak dapat mengidentifikasi perusahaan yang bertumbuh dan tidak tumbuh secara sempurna.

4. Dalam penelitian ini tidak membedakan secara spesifik mana perusahaan yang mempunyai IOS tinggi dan mana perusahaan yang mempunyai IOS yang rendah.

C. Saran

Berdasarkan keterbatasan yang melekat pada penelitian ini, saran bagi peneliti selanjutnya adalah:

1. Mengambil sampel yang berbeda dari penulis, kemudian diteliti untuk menghasilkan hasil yang sama, misalnya seluruh perusahaan yang terdaftar pada BEI baik perusahaan keuangan maupun non keuangan.
2. Untuk penelitian berikutnya sebaiknya memperpanjang periode penelitian selama lima tahun berturut-turut agar lebih terlihat pengaruh perkembangan *debt to equity* perusahaan.
3. Agar hasilnya lebih sempurna sebaiknya penelitian selanjutnya menggunakan lebih dari satu set rasio dalam sebuah proksi dan menambahkan variabel proksi yang lainnya seperti proksi berdasarkan harga, investasi dan ukuran variansi.
4. Untuk penelitian berikutnya agar membedakan perusahaan mana yang memiliki IOS tinggi dan mana yang mempunyai IOS rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- Agnes, Andriani. 2009. Pengaruh *Good Corporate Governance* dan Tingkat *Voluntary Disclosure* terhadap *Cost of Debt*. Skripsi S-1. Universitas Kristen Petra Surabaya
- Agus Sartono, *Insider Ownership, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen : Pengujian Empirik Teori Keagenan*, JSB no.6, Vol 2, 2001, Hal 107-119.
- Ariani, Citra. 2009. *Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang dan Return Saham*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas. Surabaya
- Arief, Sritua, 2006, *Metodologi Penelitian Ekonomi*, Jakarta: UI Press.
- Chairiri, Anis dan Ghozali, Imam. 2007. *Teori Akuntansi*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang
- Cornet, MM. Marcus, SJ & Tehranian. 2006. *Earnings management, corporate governance, and the true financial performance*. <http://papers.ssrn.com/abstract=886142>. [02/10/11]
- Damayanti, Isrina. 2006. *Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia*, (Online), (<http://www.google.com>, diakses 05Juli 2012).
- Faisal, 2002. *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Program Pasca Sarjana, Magister Sains, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Fitrijanti, Tettet Dan Jogiyanto Hartono, M. 2009. *Set Kesempatan Investasi : Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungan dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen*. Department Of Accounting. Universitas Padjajaran. Bandung
- Gaver, JJ and Kenneth M. Gaver, 1993, *Additional evidence an the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, journal of Accounting and economics 1, Hal 233.
- Ghozali, Imam, 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi Ketiga, Badan Penerbit Undip, Semarang.

- Gull and Jaggi B, 1999, *An analysis of joint Effects of investment opportunity set, Free Cash Flow and size on corporate debt policy*, Review Of Quantitative and Accounting 12, Hal 371 . 373
- Hakim, Abdul, 2004, *Statistik Deskriptif Untuk Ekonomi dan Bisnis*, Cetak Kedua Yogyakarta: Ekonisia.
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD), 2008, 2009, dan 2010. BEI, Jakarta
- Januarti. 2009. *Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure Terhadap Biaya Hutang*. Universitas Petra Surabaya
- Jensen, M, 1986. *Agency Costs of Free cash flow*, corporate finance, American, Review 76, 323 . 339
- J. John Wild, Subramanyam, F. Robert Halsey. 2005. *Financial Statement Analysis, Analisis Laporan Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta
- Jones, Steward and Rohit Sharma. 2001. *The Association Between the Investment Opportunity Set Corporate Financing and Dividend Decision, Some Australian Evidence*, Managerial Finance, 48-64.
- Jusuf, Haryanto. 2009. Pengantar Akuntansi I. 292.
- Kallapur, Sanjay and Mark A. Trombley. 1999. *The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth*, Journal of Business Finance and Accounting, 505-519.
- Kieso, Donald E. dan Jerry J. Weygandt. (2002). *Intermediate Accounting*. John Wiley and Sons, Inc. New York.
- Keown J., Arthur, David F. Scott Jr., John D. Martin, William Petty, 2000. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (terjemahan Chaerul Djakman dan Dwi Sulistyorini), Salemba Empat, Jakarta.
- Lang, L. E Ofek and R. Stul, 1996. *Leverage, investment and firm growth*, journal of Financial economics 40, 3 . 29.
- Mahadwartha P.A., 2002. *Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen*, Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia, Hal 635-647.
- Modigliani, F Miller M.M, 1998. *The cost of capital, corporate finance and theory of investment*, American Economics Review 13.

- Moh.d, M.A., LG. Perry, J.N. Rombey, 1998. *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis*, FinancialReview 30.
- Munawir. 2004. *Analisa Laporan Keuangan*. Penerbit Liberty: Yogyakarta.
- Myers, Steward C., and Nicholas S. Majluf, 1984. *Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not*, Journal of Financial Economics 13.
- Pawestri, Pramudita. 2010. *Pengaruh Free Cash Flow Dan Managerial Ownership Terhadap Kebijakan Hutang; Perspektif Pada Agency Theory*. Sekolah Tinggi Ilmu Perbanas:Surabaya.
- Riyanto, Bambang. 1997. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE Yogyakarta: Yogyakarta.
- Rosdini, Dini. 2009. *Pengaruh Free Cash Flow terhadap Divident Payout Ratio*. Department of accounting. Universitas Padjajaran. Bandung
- Ross, Stephen A, Westerfield and Jaffe, 1999. *corporate finance*, Irwin Mc GrawHill.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta
- Syailendra Kurniawan. 2002. *Pengaruh Free Cash Flow dan KepemilikanManajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik diIndonesia*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas, Surabaya.
- Tarjo dan Jogyanto, 2003. *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia*, Simposium Nasional Akuntansi VI Ikatan Akuntan Indonesia, Hal 278-290.
- Wahidahwati, 2001. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Utang Perusahaan : Sebuah Perspektif Teori Agensi*, Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia, Hal 1084-1107.

www.google.co.id

www.idx.co.id

Yeniatie, dan Nicken Destriana. 2010. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di BEI*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Trisakti. Jakarta.