



## **Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)**

**Esa Setiana  
Reffina Sibagariang**

**Universitas Negeri Medan**

### **Abstrak**

Permasalahan penelitian ini adalah Apakah *free cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), Apakah *free cash flow* dan kepemilikan manajerial secara bersama – sama berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Populasi dalam penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yang menjadi sampel sebanyak 55 perusahaan untuk data tahun 2011. Sumber data dalam penelitian adalah data sekunder yang diperoleh dari situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan ICMD. Pengolahan data dilakukan dengan cara *pooling data*. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda dengan bantuan SPSS 16.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini didasarkan pada nilai  $t_{hitung} (2,579) > t_{tabel} (1,67469)$  dan tingkat signifikansi  $0,013 < taraf\ nyata\ 0,05$ . Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini didasarkan pada nilai  $t_{hitung} (1,141) < t_{tabel} (1,67469)$  dan tingkat signifikansi  $0,259 > taraf\ nyata\ 0,05$ . Secara simultan kedua variable berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini didasarkan pada nilai  $F_{hitung} (3,904) > F_{tabel} (3,18)$  dan tingkat signifikansi  $0,026 < taraf\ nyata\ 0,05$ .

Kesimpulan penelitian adalah secara parsial *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Secara simultan *free cash flow* dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

**Kata kunci: Kebijakan Hutang, Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial**

---

## Pendahuluan

Setiap perusahaan memerlukan dana yang besar untuk tumbuh dan berkembang ditengah – tengah persaingan yang sangat ketat di era globalisasi dewasa ini. Dana tersebut dapat diperoleh dengan cara dan dari sumber yang berbeda. Masalah pendanaan ini harus diputuskan dengan hati – hati karena setiap kebijakan pendanaan memiliki konsekuensi *finansial* yang berbeda. Keputusan pendanaan akan berkaitan dengan sumber dana dan penggunaan dana yang telah diperoleh. Sumber dana dapat berasal dari dalam (*internal*) ataupun dari luar (*eksternal*) kedua sumber pendapatan ini akan sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan juga akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam melakukan kegiatan operasinya. Sumber dana internal berasal dari laba ditahan, sedangkan sumber dana eksternal berasal dari para kreditur, yang disebut hutang dan dari pemilik yang disebut modal.

Keputusan pendanaan keuangan perusahaan yang berkaitan dengan komposisi hutang sering kali menjadi penyebab konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik tersebut meliputi darimana sumber dana tersebut didapatkan dan bagaimana dana yang diperoleh tersebut akan diinvestasikan. Hal ini terjadi karena adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengolahan perusahaan sehingga menyebabkan timbulnya perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham, dan keadaan ini sering disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*).

Teory keagenan menjelaskan bahwa antara kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham sering kali bertolak belakang, sehingga menimbulkan konflik diantara pemegang saham dengan manajer. Dimana, manajer cenderung mengutamakan kepentingan diri manajer dan pemegang saham tidak menyukai kepentingan manajer tersebut karena akan mengakibatkan biaya perusahaan bertambah sehingga keuntungan yang diterima akan mengalami penurunan. Konflik ini dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan –

kepentingan yang berbeda tersebut namun, akan menibulkan biaya juga yang disebut dengan *agency cost*.

Ada beberapa alternative untuk mengurangi *agency cost* yaitu :

1. Meningkatkan pendanaan dengan hutang.
2. Meningkatkan *dividend payout ratio*.
3. Meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (Jensen dan Mackling, 1967).

Kebijakan hutang perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan (dana) dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan dan memiliki pengaruh terhadap pendisiplinan perilaku manajer. Hutang akan mengurangi konflik agensi dan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang meningkatkan *leverage* sehingga meningkatkan kemungkinan kesulitan-kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Kekhawatiran akan kebangkrutan mendorong manajer agar efisien, sehingga memperbaiki biaya agensi (*agency cost*). Hutang memaksa perusahaan membayar pokok hutang dan bunga sehingga mengurangi *free cash flow* dan menurunkan insentif manajer untuk berperilaku memuaskan diri sendiri.

*Free cash flow* atau aliran kas bebas adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk operasi dan investasi. Arus kas ini merefleksikan tingkat pengembalian bagi penanam modal, baik itu dalam bentuk hutang atau ekuitas. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang, pembelian kembali saham, pembayaran dividen atau disimpan untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan masa mendatang.

Menurut Jensen (1986) yang dikutip (Faisal, 2004) kenaikan hutang akan mengurangi *free cash flow*. Sebaliknya, jika *free cash flow* tinggi maka tingkat hutang akan semakin rendah. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa lebih bertahan dalam kondisi yang buruk. Sedangkan aliran kas bebas yang negative menggambarkan bahwa perusahaan kekurangan dana internal,

sehingga perusahaan akan membutuhkan tambahan dana eksternal dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru.

Manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan melainkan untuk kepentingan opportunistik mereka. Ini akan menyebabkan meningkatnya beban bunga perusahaan karena risiko kebangkrutan semakin tinggi, sehingga biaya agensi hutang semakin tinggi. Peningkatan biaya keagenan tersebut akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial yang merupakan persentase kepemilikan saham oleh pihak manajerial atau sering disebut dengan situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer perusahaan tersebut sekaligus pemegang saham perusahaan akan dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian jika keputusan yang diambil salah, terutama pada pengambilan keputusan mengenai pencarian dana apakah melalui hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan resiko.

### **Rumusan Masalah**

Berdasarkan batasan masalah diatas, maka rumusan masalah yang diangkat dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *free cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)?
3. Apakah *free cash flow* dan kepemilikan manajerial secara bersama – sama berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)?

### **Kerangka Teoritis**



### **Agency Theory (Teori Keagenan)**

Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Perspektif *agency theory* berkembang dalam disiplin ilmu ekonomi dengan tokoh-tokoh yang berpengaruh dengan pemikiran perspektif tersebut adalah Ross (1973), Jensen & Meckling (1976), dan Eisenhardt (1989).

*Agency theory* awalnya mulai berkembang pada tahun 1960an, dimana pada saat itu penekanan utama para ekonom adalah mengeksplorasi pembagian risiko (*risk sharing*) pada sejumlah individu atau kelompok yang berkepentingan dengan kegiatan ekonomi. Permasalahan yang muncul pada pembagian risiko tersebut adalah perbedaan sikap atas risiko itu sendiri dari sejumlah pihak yang berkepentingan. Hal ini terjadi karena konsep utama perspektif ini memandang organisasi sebagai *nexus of contract* (Jensen & Meckling, 1976 dalam Gagaring, 2004). Kontrak yang dimaksud adalah kontrak yang terjadi antara investor perusahaan (prinsipal) dengan manajer perusahaan atau agensi (agent).

Konsekuensi dari pandangan perspektif *agency theory - nexus of contract* ini menimbulkan permasalahan yang dapat digolongkan ke dalam dua golongan besar, yaitu permasalahan agensi (*the agency problem*) dan pembagian risiko (*the problem of risk sharing*). Permasalahan *agency* muncul ketika terjadi konflik antara prinsipal dan agensi yang berkaitan dengan tujuan perusahaan, dan ketika prinsipal mengalami kesulitan memverifikasi pengeluaran-pengeluaran yang dilakukan oleh agensi. Sedangkan permasalahan pembagian risiko muncul ketika prinsipal dan agensi memiliki perbedaan cara pandang yang berbeda atas risiko itu sendiri.

Jensen dan Meckling (1976), Watts & Zimmerman (1986) dalam Gagaring (2004) menyatakan bahwa laporan keuangan yang dibuat dengan angka - angka akuntansi diharapkan dapat meminimalkan konflik diantara

pihak-pihak yang berkepentingan. Dengan laporan keuangan yang dilaporkan oleh agen sebagai pertanggungjawaban kinerjanya, prinsipal dapat menilai, mengukur dan mengawasi sampai sejauh mana agen tersebut bekerja untuk meningkatkan kesejahteraannya dan serta sebagai dasar pemberian kompensasi kepada agen. Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun, manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

### **Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan (dana) dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Hal ini berkaitan erat dengan struktur modal yang dipilih perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan antara modal asing atau hutang dengan modal sendiri. Pemilik perusahaan lebih menyukai perusahaan menggunakan hutang pada tingkat tertentu agar harapan pemilik perusahaan dapat tercapai. Disamping itu perilaku manajer dan komisaris perusahaan juga dapat dikendalikan.

Kebijakan hutang juga merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar. Menurut Agus Sartono (2000) 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.

Tambahan dana hutang menyebabkan pemegang saham terpaksa menerima proyek yang lebih berisiko. Alasannya jika proyek berhasil, kepentingan kreditor (*debtholders*) atas bunga dan pokok pinjaman akan terlindungi dan investor eksternal bisa menikmati sisa keuntungan. Namun jika proyek gagal, kreditor akan menanggung biaya resiko yang meningkat, karena pemegang saham memiliki kewajiban terbatas. Kreditor mengantisipasi resiko

ini dengan memindahkan resiko kepada pemegang saham melalui peningkatan biaya hutang.

Menurut Jensen (1986) dalam Tarjo (2005), menyatakan bahwa hutang mengurangi keleluasaan manajer dalam menggunakan *free cash flow* untuk kegiatan - kegiatan yang bersifat tidak optimal atau tidak efisien (non maximizing value) karena manajer merasa diawasi atau dibatasi aktivitasnya, sehingga mereka akan cenderung lebih hati-hati dalam menggunakan *free cash flow* yang berada di bawah tanggung jawabnya.

Kebijakan hutang memiliki pengaruh pendisiplinan perilaku manajer. Hutang akan mengurangi konflik agensi dan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang meningkatkan *leverage* sehingga meningkatkan kemungkinan kesulitan-kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Kekhawatiran akan kebangkrutan mendorong manajer agar efisien, sehingga memperbaiki biaya agensi. Hutang memaksa perusahaan membayar pokok hutang dan bunga sehingga mengurangi *free cash flow* dan menurunkan insentif manajer untuk berperilaku memuaskan diri sendiri.

Kebijakan hutang sering diukur menggunakan *debt ratio* yang mencerminkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu, semakin rendah DER (*debt to equity ratio*), semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Pada akhirnya peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima.

### **Free cash flow (FCF)**

Menurut Jensen ( 1986 ) *Free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai *net present value* positif. *Free cash flow* inilah yang dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajemen biasanya lebih suka untuk menginvestasikan lagi dana tersebut pada proyek – proyek yang dapat

menghasilkan keuntungan, karena alternative ini akan meningkatkan insentif yang diterimanya. Disisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

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

Ross *et al* (2000) mendefenisikan *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Arus kas ini merefleksikan tingkat pengembalian bagi penanam modal, baik itu dalam bentuk hutang atau ekuitas. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang, pembelian kembali saham, pembayaran dividen atau disimpan untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan masa mendatang. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross et al (2000), yaitu :

$$Free\ cash\ flow = AKO - PM - NWC$$

Dimana, AKO = Aliran kas Operasi Perusahaan

PM = Pengeluaran modal bersih

NWC = Modal kerja bersih perusahaan

Aliran kas operasi adalah kas yang bersal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada aset tetap, yaitu aset tetap bersih akhir periode dikurangi aset tetap bersih pada awal periode. Sedangkan modal kerja bersih



adalah selisih antara jumlah aset lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama.

Pengaruh *Free cash flow* akan lebih nyata untuk perusahaan besar, karena memerlukan mekanisme tersendiri untuk memantau manajer dalam membuat keputusan yang terbaik bagi para pemegang saham.

### **Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial adalah persentase 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. Manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan melainkan untuk kepentingan opportunistik mereka. Hal ini dapat dilihat melalui pemilihan proyek - proyek berisiko tinggi. Ini akan menyebabkan meningkatnya beban bunga perusahaan karena risiko kebangkrutan semakin tinggi, sehingga biaya agensi hutang semakin tinggi. Peningkatan biaya keagenan tersebut akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

Dengan adanya kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai hutang. Dengan demikian manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak mungkin bertindak opportunistik lagi dan akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha meminimumkan biaya keagenan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa masalah agensi ini terjadi apabila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%, sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan

keputusan pendanaan. Kepemilikan manajerial menjadi hal yang menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*. Dalam kerangka *agency theory*, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al. 2001 dalam Yulius dan Josua, 2005). *Agent* diberi mandat oleh *principal* untuk menjalankan bisnis demi kepentingan *principal*. Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*.

Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah keputusan untuk memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Suatu ancaman bagi pemegang saham jikalau manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dalam konteks ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri - sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan untuk memaksimalkan tujuannya. Masing-masing pihak memiliki risiko terkait dengan fungsinya, manajer memiliki resiko untuk tidak ditunjuk lagi sebagai manajer jika gagal menjalankan fungsinya, sementara pemegang saham memiliki resiko kehilangan modalnya jika salah memilih manajer.

Kondisi ini merupakan konsekuensi adanya pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Situasi tersebut di atas tentunya akan berbeda, jika kondisinya manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham atau pemegang saham juga sekaligus manajer atau disebut juga kondisi perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Keputusan dan aktivitas di perusahaan dengan kepemilikan manajerial tentu akan berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang mempunyai peranan penting, yaitu sebagai pengendali kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (Meggison, 1997).

Keinginan pemegang saham untuk menyamakan kepentingan dengan manajemen melalui program – program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen kedalam kekayaan perusahaan.

### **Kerangka Berpikir**

Setiap perusahaan memerlukan dana untuk tumbuh dan berkembang. Dana tersebut dapat diperoleh dengan cara dan dari sumber yang berbeda. Masalah pendanaan ini harus diputuskan dengan hati – hati karena setiap kebijakan pendanaan memiliki konsekuensi *finansial* yang berbeda. Keputusan pendanaan akan berkaitan dengan sumber dana dan penggunaan dana yang telah diperoleh. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan juga akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam melakukan kegiatan operasinya. Sumber dana internal berasal dari laba ditahan sedangkan sumber dana eksternal berasal dari para kreditur, yang disebut hutang dan dari pemilik, yang disebut modal.

Kebijakan hutang perusahaan ini sering kali menjadi penyebab konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik tersebut meliputi darimana sumber hutang tersebut didapatkan dan bagaimana hutang yang diperoleh tersebut akan diinvestasikan. Hal ini terjadi karena adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengolahan perusahaan sehingga menyebabkan timbulnya perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham, dan keadaan ini sering diebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*).

Karena kebijakan hutang merupakan kebijakan yang sangat penting, yang harus mengakomodasi kepentingan dua pihak yang bertentangan , maka penting untuk mengetahui faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Faktor yang dimaksudkan adalah *free cash flow* dan kepemilikan manajerial.

*Free cash flow* dari suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan kebijakan hutang. Karena semakin tinggi *free cash flow* suatu perusahaan maka tingkat hutang akan semakin rendah dan sebaliknya kenaikan hutang akan mengurangi *free cash flow*. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa lebih bertahan dalam

kondisi yang buruk. Sedangkan aliran kas bebas yang negative menggambarkan bahwa perusahaan kekurangan dana internal, sehingga perusahaan akan membutuhkan tambahan dana eksternal dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru.

Selain *free cash flow*, kepemilikan manajerial juga akan sangat mempengaruhi kebijakan hutang karena pada saat manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan melainkan untuk kepentingan opportunistik mereka, yang menyebabkan biaya agensi hutang semakin tinggi, kepemilikan manajerial yang dimana adalah manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham dan akan lebih berhati – hati dalam mengambil keputusan terlebih kebijakan hutang karena akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### **Metode Penelitian**

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011. Penelitian akan dilakukan dengan mengolah data yang ada di [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan *ICMD (Indonesia Capital Market Directory)*. Waktu penelitian direncanakan pada bulan Februari 2013 sampai selesai. Populasi adalah sekumpulan entity yang mempunyai karakteristik yang sama. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011. Sampel adalah sebagian data yang mewakili populasi. Dalam penentuan sampel penelitian ini, peneliti menggunakan teknik *purposive sampling* Penentuan sampel dengan teknik *purposive sampling* didasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Dalam penentuan sampel penelitian ini, ditentukan kriteria-kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan untuk periode yang berakhir pada 31 Desember dan dalam mata uang Rupiah.



- b. Perusahaan yang memiliki *managerial ownership* (kepemilikan manajerial) seperti Direktur dan Komisaris yang terdaftar sebagai *shareholders* (pemegang saham) pada tahun 2011.
- c. Perusahaan yang memiliki jumlah ekuitas positif. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang berbentuk angka atau data kualitatif yang diangkakan dan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011.

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan mendownload laporan keuangan tahunan dengan mengakses situs resmi Bursa Efek Indonesia di <http://www.idx.co.id> dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) selama periode penelitian.

Analisis data adalah proses penyederhanaan data kedalam bentuk yang mudah dibaca dan diinterpretasikan. Prosedur pengolahan data dalam penelitian ini dimulai dengan memilahkan data ke dalam variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Dari hasil operasionalisasi variabel yang akan diuji, nilai variabel tersebut dimasukkan dalam program SPSS.

Dalam melakukan pengujian hipotesis haruslah terhindar dari penyimpangan asumsi klasik. Adapun uji asumsi klasik yang dilakukan diantaranya yaitu :

## **Pembahasan**

### **Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang**

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Variabel *free cash flow* memiliki koefisien yang positif, yang mengindikasikan bahwa apabila nilai *free cash flow* mengalami penambahan maka kemungkinan kebijakan hutang pun akan mengalami penambahan nilai. Hal ini berarti bahwa perusahaan tidak mempunyai kesempatan untuk bertumbuh sehingga manajer sudah tidak mempunyai kesempatan untuk berinvestasi. Manajer cenderung akan berperilaku

opportunistik dengan tujuan untuk memuaskan kepentingan pribadinya. Dengan meningkatkan hutang maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokoknya secara periodik sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Hal ini dapat mengurangi kontrol manajer terhadap aliran kas perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Kartika Puspita Sari (2009) bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan tidak konsisten dengan penelitian Fariz Ilham Yudistira (2012) yang merupakan replikasi penelitian ini, dengan hasil penelitian bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang**

Pada variabel ini, tanda negatif koefisien regresinya menunjukkan menunjukkan arah hubungan yaitu perubahan pada salah satu variabel akan diikuti perubahan variabel yang lain dengan arah yang berlawanan. Dengan begitu dalam penelitian ini menunjukkan bahwa ada hubungan korelasi negatif antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, yaitu apabila variabel independen mengalami kenaikan maka akan diikuti oleh penurunan variabel dependen. Dengan kata lain, setiap kenaikan presentase kepemilikan saham manajerial maka akan menurunkan hutang perusahaan. Proporsi kepemilikan saham oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan salah satunya adalah kebijakan hutang perusahaan. Kepemilikan manajerial akan dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah terutama pada pengambilan keputusan mengenai hutang.

Penelitian ini menunjukkan hasil yang mendukung penelitian yang dilakukan oleh penelitian Citra Ariani (2009), Kartika Puspita Sari (2009) dan Pramudi prawesti (2010) bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang tidak konsisten dengan penelitian Fariz Ilham Yudistira (2012) yang

merupakan replikasi penelitian ini, dengan hasil penelitian bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Secara simultan *free cash flow* dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan tahun 2011 dengan jumlah sampel sebesar 55 perusahaan, dimana kemampuan variabel untuk menjelaskan variabel independen sebesar 9,7 %, yang berarti *free cash flow* dan kepemilikan manajerial hanya dapat menjelaskan sebesar 9,7 %, dan sisanya sebesar 90,3 % dijelaskan oleh variabel lain di luar model, seperti kepemilikan institusional, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, dividen dan banyak faktor yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini menunjukkan hasil yang mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fariz Ilham Yudistira (2012) bahwa Secara simultan *free cash flow* dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi peneliti berikutnya agar mendapatkan hasil yang lebih baik, yaitu: Penelitian ini hanya menggunakan faktor-faktor internal perusahaan untuk menguji pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan dan hanya menggunakan salah satu dari struktur kepemilikan, yaitu kepemilikan manajerial.

## Kesimpulan

Penelitian ini mencoba untuk meneliti apakah *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan yang manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi berganda dengan dua variabel independen *free cash flow* dan kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa:

1. *Free cash flow* (FCF) berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DER) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011 yang didasarkan pada nilai  $t_{hitung}(2,579) > t_{tabel}(1,67469)$  dan tingkat signifikansi  $0,013 < \alpha 0,05$ .
2. Kepemilikan manajerial (MOWNS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DER) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia periode 2011 yang didasarkan pada nilai thitung(1,141) < ttabel(1,67469) dan tingkat signifikansi 0,259 > taraf nyata 0,05.

3. *Free cash flow* dan kepemilikan manajerial secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang didasarkan pada nilai Fhitung(3.904) > Ftabel(3,18) dan tingkat signifikansi 0,026 < taraf nyata 0,05.

### Referensi

- Ariani, Citra. 2009. *Analisis pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap kebijakan Hutang dan Retirn Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. STIE Perbanas, Surabaya.
- Agus, Sartono, 2000. *Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen* : Pengujian Empirik Teori Keagenan, JSB No.6, Vol 2, Hal 107-119.
- Barclay *et, al.* 1995. *Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen serta Faktor-faktor yang Mempengaruhinya*. (Online) (<http://www.google.com>).
- Faisal, 2004. *Analisis Agency Cost, Struktur kepemilikan Dan Mekanisme Corporate Governance*. Simposium Nasional Akuntansi VII. Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Faisal, Muhammad. 2004. “*Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang*”, *Skripsi*, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Fakultas Ekonomi. 2012. *Buku Pedoman Penulisan Skripsi*. Medan : Universitas Negeri Medan.
- Gagaring, Pagalung. 2004. *Transaction Cost, Agency Theory, dan Stakeholder Theory dalam Teori (desain) Organisasional : Kajian Asumsi-asumsi Dasar*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol.6, No.2, Hal.138-150.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gull and Jaggi B, 1999, *An Analysist of Joint Effecs Of Investment Opportunity Set,Free Cash Flow And Size on Corporate Debt Policy*. Review Of Quantitative and Accounting 12, Hal 371 . 373
- Handayani, Ratih. 2009. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow Dan Frofitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Prusahaan*. Jurnal Bisnis Dan Akuntansi Vol 11, No 3, Hal 189 – 207.
- Isrina, Damayanti. 2006. *Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia*, (Online), (<http://www.google.com>).



- Jaggi, B. Dan Ferdinand A. Gul, 1999. "An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.12, p.371-380.
- Jensen, R Gerald, Solberg, P Donald dan Zorn, S Thomas. 1992. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*. Volume 27. No 2:247-263.
- Jensen, Michael C. 1986. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jansen, M. and W. H Meckling, 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3-4, p. 305-360.
- Mahadwartha, P.A. 2002. *Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen*. Symposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia, Hal.635-647.
- Mardiyah, Ainul Aida. 2005. *Pengaruh Struktur kepemilikan Manajerial, Earnings Management dan Free Cash Flow Terhadap Utang dan Kinerja*.
- Nuriningsih, K. 2002, *Kepemilikan Manajerial dan Konflik Keagenan : Analisis Simultan antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen*. UGM, Yogyakarta.
- Indiantoro, Nur dan Bambang Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis* . Edisi Pertama. BPFE. Yogyakarta.
- Pawestri, Pramudita. 2010. *Analisis Free Cash Flow dan Manajerial Ownership Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Prespektif Pada Agency Teory*. STIE Perbanas, Surabaya.
- Ross, Stephen A., Radolph W., and Bradford D.J. 2000. *Fundamentals and Corporate Finance*, Fifth Edition, Boston : Irwin McGraw-Hill.
- Sari, Kartika Putri. 2009. *Pengaruh Free Cash Flow dan Manajerial Ownership Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*. Universitas Pembangunan Nasional "VETERAN". Jakarta.
- Syailendra, Kurniawan. 2002. *Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas, Surabaya.
- Tarjo. 2005. *Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia*, Universitas Trunojoyo Bangkalan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 8, No. 1, Hal 82-104.
- Tarjo dan Jogiyanto. 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-
- Wahidahwati. 2002. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Utang Perusahaan : Sebuah Perspektif Teori Agensi*. Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia. Vol.5. No.1. Hal 1-16.

Yudistira, Fariz Ilham. 2012. *Analisis Pengaruh Free Cash Flow Dan Kepemilikan*

*Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Automotive & Allied Product Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Sumatera Utara, Medan.

Yulius Jogi Christiawan dan Josua Tarigan, 2007. “*Kepemilikan Manajerial : Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan*”. *Jurnal akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No.1, Hal 1-8.

