

**Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel *Moderating* (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015)**

***The Effect of Free Cash Flow and Share Ownership Structure on Debt Policy with Investment Opportunity Set as Moderating Variable (Study at Manufacture Company Listed on Indonesian Stock Exchange Year 2013-2015)***

Dian Aprilia Pramiska  
Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Muhammadiyah Jember  
Jln. Karimata 49, Jember 68121  
E-mail: [dianapriapramiska@yahoo.co.id](mailto:dianapriapramiska@yahoo.co.id)

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menguji secara empiris pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang, serta mengetahui dan menguji secara empiris pengaruh *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* terhadap hubungan antara *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan tahunan masing-masing perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013 – 2015. Penentuan jumlah sampel menggunakan purposive sampling dan diperoleh 106 perusahaan sampel. Untuk analisis data, penulis menggunakan analisis *Moderated Regression Analysis* (MRA). Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dinyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H1 ditolak). Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H2 diterima). Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H3 ditolak). *Investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* berpengaruh terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang (H4 diterima). *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan kebijakan hutang (H5 diterima). *Investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* tidak berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan kebijakan hutang (H6 ditolak).

**Kata Kunci:** *Free Cash Flow*, Struktur Kepemilikan Saham, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Hutang

**Abstract**

*This research aim to know and test empirically influence free cash flow, managerial ownership, and institutional ownership of debt policy, also know and test empirically the influence of investment opportunity set as a moderating variable on the relationship between free cash flow, managerial ownership, and institutional ownership with leverage policy. The data used in this study is secondary data in the form of annual reports of manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI). The population in this study are all manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2013 - 2015. Determination of the number of samples using purposive sampling and obtained 106 companies as a sample. For data analysis, used Moderated Regression Analysis (MRA). Based on the results of hypothesis testing can be stated that free cash flow hasn't an effect on leverage policy (H1 rejected). Managerial ownership has an effect on leverage policy (H2 accepted). Institutional ownership hasn't an effect on leverage policy (H3 is rejected). Investment opportunity set as moderating variable has an effect on to relationship between free cash flow with leverage policy (H4 accepted). Investment opportunity set as moderating variable influences on the relationship between Managerial Ownership with leverage policy (H5 accepted). Investment opportunity set as a moderating variable hasn't an affects the relationship between Institutional Ownership and leverage policy (H6 is rejected).*

**Keywords:** *Free Cash Flow, Stock Ownership Structure, Managerial Ownership, Institutional Ownership, and Leverage Policy*

## Pendahuluan

Suatu perusahaan yang terus berkembang selalu ingin memperoleh keuntungan atau terhindar dari kerugian, maka perusahaan membutuhkan dukungan informasi yang cepat dan berkesinambungan berupa informasi akuntansi dalam bentuk laporan keuangan. Dalam pengertian yang sederhana, laporan keuangan adalah laporan yang menunjukkan kondisi keuangan perusahaan pada saat ini atau dalam suatu periode tertentu (Kasmir, 2010:7). 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 perusahaan 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 juga akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya (Munawir, 2010).

Struktur modal merupakan bauran antara proporsi sumber dana eksternal yang berupa hutang jangka panjang dan ekuitas. Myers (2010) menyatakan bahwa perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi terlebih dahulu, daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Hanya jika perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya. Jika dana eksternal dibutuhkan maka perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan hutang daripada ekuitas.

Hutang menjadi salah satu alternatif sumber pendanaan perusahaan, dimana penggunaan hutang dapat menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Brigham and Houston (2011) menyatakan bahwa pendanaan hutang memiliki keunggulan yaitu bunga yang dibayarkan atas hutang dapat menjadi pengurang pajak, sementara dividen yang dibayarkan atas saham bukan pengurang pajak. Hal ini akan menurunkan biaya relatif hutang dan pengembalian atas hutang jumlahnya tetap, sehingga pemegang saham tidak ikut menerima laba perusahaan jika perusahaan meraih keberhasilan yang luar biasa. Namun hutang juga memiliki kelemahan yaitu penggunaan hutang dalam jumlah besar akan meningkatkan risiko keuangan perusahaan.

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen keuangan dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan dari pihak ketiga untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer

menyangkut keputusan pendanaan, karena keputusan ini akan mempengaruhi nilai perusahaan sehingga berdampak pada kemakmuran pemegang saham. 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 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).

Ada beberapa variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan diantaranya adalah kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *free cash flow*, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis. Namun penelitian ini dibatasi hanya penelitian tentang *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham yang diukur dengan proksi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, serta *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating*.

*Free cash flow* menurut Brigham and Houston (2011) adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Dengan demikian *free cash flow* dapat diartikan sebagai kas perusahaan yang dapat dibagikan atau didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. 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.

Menurut Jensen dan Meckling (1976 dalam Husnan 2008), penggunaan hutang akan mengurangi konflik antara prinsipal dan agen. Kebijakan hutang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya *legal liability* dari manajemen untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang terkait dengan biaya kebangkrutan. Hal ini diperkuat oleh Brailsford dalam Syadeli (2013), bahwa kebijakan hutang dipandang sebagai mekanisme *internal control* yang dapat mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Churhley dan Hansen dalam Gusti (2013) menyatakan bahwa penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas.

Kepemilikan manajemen (*management ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Gusti, 2013). Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan dapat merasakan secara langsung akibat dari pengambilan

keputusan yang diambil sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara *opportunistic* lagi (Syadeli, 2013). Kepemilikan manajemen atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan manajemen dengan pihak ekstern dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh manajemen, akan menyebabkan manajemen semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah (Nengsi, 2015).

Peranan struktur kepemilikan sangatlah penting dalam menjelaskan kebijakan hutang perusahaan, bahwa pilihan struktur modal tergantung pada siapa yang mengendalikan perusahaan, karena diperkirakan adanya rasio hutang yang lebih tinggi ketika para pemegang saham memegang kendali atas perusahaan. Sebaliknya diperkirakan adanya rasio hutang yang lebih rendah ketika manajer-manajer mengendalikan perusahaan dan sebagai pengambil keputusan. Struktur kepemilikan dapat berupa investor individual, institusi pemerintah, dan institusi swasta. Persentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya persentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Struktur kepemilikan yang diharapkan mampu mengurangi *agency problem*, yaitu kepemilikan institusional. Kepemilikan saham yang terkonsentrasi oleh *institutional investor* akan lebih mengoptimalkan efektifitas pengawasan aktivitas manajemen karena besarnya dana yang ditanamkan (Nengsi, 2015).

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 dengan pengukuran *Free Cash Flow* dan struktur kepemilikan saham sebagai variabel independen yang mempengaruhi hutang suatu perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Penelitian mengenai pengaruh pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang telah dilakukan Gusti (2013). Hasil penelitiannya menunjukkan kebijakan hutang, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh

terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, *investment opportunity set* memperlemah hubungan *free cash flow* dan kebijakan hutang, *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang, serta *investment opportunity set* memperkuat hubungan kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan penelitian Setiana dan Sibagariang (2013) yang menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajemen terhadap kebijakan hutang telah dilakukan oleh Susilawati (2010). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan penelitian Susanto (2011) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian Syadeli (2013) memperoleh hasil penelitian yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, yang berarti kepemilikan insitusional dalam penelitian ini tidak dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan. Hasil yang sama diperoleh penelitian Nengsi (2015) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Industri manufaktur merupakan kegiatan ekonomi yang dalam kegiatannya mengubah suatu barang dasar secara mekanis, kimia atau dengan tangan sehingga menjadi barang jadi atau setengah jadi dan atau barang yang kurang nilainya menjadi barang yang lebih tinggi nilainya, dan sifatnya lebih dekat kepada pemakai akhir (Holzi and Sogner, 2004). Contoh lain kegiatan ini adalah kegiatan jasa industri dan pekerjaan perakitan (*assembling*). Sektor industri manufaktur sebagai salah satu sektor penting dalam pembangunan ekonomi nasional. Sektor industri manufaktur merupakan salah satu penopang perekonomian nasional karena sektor ini memberikan kontribusi yang cukup signifikan pada pertumbuhan ekonomi Indonesia. Pada tahun 1990-1996, industri manufaktur Indonesia tumbuh dengan cepat dan Indonesia pada saat itu mengalami pertumbuhan yang signifikan.

Menurut data BPS, kontribusi sektor industri manufaktur non-migas terhadap PDB tahun 2015 mencapai 18,18% dengan nilai Rp 2.089 triliun. Kontribusi ini meningkat jika dibandingkan dengan tahun 2014 yang mencapai 17,89 % dengan nilai hanya Rp 1.884 triliun. Apabila melihat pertumbuhan produksi industri manufaktur besar dan sedang, menurut BPS, terjadi peningkatan sebesar 4,22% pada triwulan III tahun 2015 dibanding dengan periode sebelumnya.

Tingkat pertumbuhan yang pesat pada industri nasional merupakan *multiplier effect* dan tingginya investasi pada sektor ini. Terhitung sejak tahun 2010, trend investasi sektor industri di Indonesia terus mengalami peningkatan meskipun sempat tertahan akibat krisis finansial pada tahun 2008.

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai *Free Cash Flow*

dan Struktur Kepemilikan Saham menunjukkan adanya hasil penelitian yang tidak konsisten, sehingga penulis tertarik untuk meneliti kembali variabel-variabel tersebut. Peneliti tertarik untuk melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang menjual produknya yang dimulai dari proses produksi yang tidak terputus dari pembelian bahan baku dilanjutkan dengan proses pengolahan bahan baku sampai menjadi produk yang siap dan dijual dilakukan sendiri oleh perusahaan tersebut sehingga sumber dana yang ada akan terikat lama pada aktiva tetap. Perusahaan manufaktur lebih membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan dan salah satunya adalah dengan menggunakan hutang. Selain itu, perusahaan manufaktur mempunyai risiko yang tinggi dalam aktivitas usahanya disebabkan adanya faktor-faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi proses pengambilan keputusan mengenai kebijakan-kebijakan yang akan diberlakukan sehingga menarik untuk diteliti. Penelitian ini mencoba untuk mengetahui seberapa besar pengaruh masing-masing variabel terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dengan demikian, perusahaan dapat mengetahui kebijakan yang harus diambil untuk kelangsungan usaha.

### Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan diatas, maka rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

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* sebagai variabel *moderating* berpengaruh terhadap hubungan antara *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang?

## Tinjauan Pustaka

### Teori Keagenan

Para manajer diberi kekuasaan oleh para pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, di mana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*) (Brigham dan Houston, 2011: 126). Bagi perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas, lebih-lebih yang telah terdaftar di pasar modal, seringkali terjadi pemisahan antara pengelola perusahaan (pihak manajemen, disebut juga *agent*) dengan pemilik perusahaan atau pemegang saham (*principal*). Di samping itu, untuk perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas, tanggung jawab pemilik hanya terbatas pada modal yang disetorkan. Artinya, apabila perusahaan mengalami kebangkrutan, maka modal sendiri (ekuitas) yang telah disetorkan oleh para pemilik perusahaan

mingkin sekali akan hilang, tetapi kekayaan pribadi pemilik tidak diikutsertakan untuk menutup kerugian tersebut (Husnan dan Pudjiastuti, 2002: 11).

Brigham dan Houston (2006: 201), hubungan keagenan (*agency relationship*) terjadi ketika salah satu atau lebih individu yang disebut sebagai *principal* menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai *agent*, untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan utama terjadi di antara (1) pemegang saham dan manajer dan (2) manajer dan pemilik hutang.

### Signaling Theory

Isyarat atau signal menurut (Brigham dan Houston, 2001) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Dalam (Brigham dan Houston, 2001), perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal.

Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

### Pecking Order Theory

Model lain dari struktur modal dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) dalam *Pecking Order Theory*. Secara ringkas, *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa keputusan pendanaan perusahaan memiliki suatu hierarki. Perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi terlebih dahulu, daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Hanya jika perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya. Jika dana eksternal dibutuhkan maka perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan hutang daripada ekuitas (Siregar, 2005). Dalam teori *Pecking Order Theory* terdapat beberapa asumsi yang digunakan (Mayangsari, 2001), yaitu: 1) Perusahaan cenderung memilih pendanaan internal terlebih dahulu (laba ditahan dan depresiasi) sehingga pendanaan eksternal (hutang dan saham) alternatif terakhir, 2) Jika perusahaan menggunakan dana eksternal maka pemilihan dilakukan berjenjang mulai dari yang paling aman sampai yang paling berisiko. Seperti mulai dari sekuritas hutang, obligasi konversi, saham preferen dan yang terakhir dari saham biasa, 3) Kebijakan dividen yang ketat dimana pihak manajemen akan menetapkan jumlah pembayaran dividen dan target *dividend payout ratio* (DPR) yang konstan dan dalam

periode tertentu jumlah pembayaran dividen tidak akan berubah baik perusahaan tersebut untung maupun rugi, dan 4) Dalam mengantisipasi kekurangan atau kelebihan dari persediaan arus kas dengan adanya kebijakan dividen dan fluktuasi dari tingkat keuntungan dan kesempatan investasi maka jika kurang pertama kali perusahaan akan mengambil dari portofolio investasi lancar yang tersedia.

Ada empat alasan yang mendasari Myers (1984) dalam *pecking order theory* memprediksi perusahaan lebih mengutamakan hutang daripada modal sendiri saat pendanaan eksternal dibutuhkan (Siregar, 2005), yaitu (1) Pasar menderita kerugian karena adanya asimetri informasi antara manajer dengan pasar. Manajemen cenderung tertarik untuk menerbitkan saham baru saat *overpriced* sedangkan penerbitan saham baru akan menyebabkan harga saham mengalami penurunan; (2) Hutang dan saham sama-sama membutuhkan biaya transaksi bagi perusahaan. Namun, biaya transaksi hutang relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan saham; (3) Perusahaan mendapatkan manfaat pajak dengan mengeluarkan sekuritas hutang. Manfaat pajak ini diperoleh oleh perusahaan karena adanya biaya bunga yang dapat dibebankan sebagai pengurang penghasilan kena pajak; (4) Kontrol manajemen, dalam hal ini *insider ownership*, yaitu pemilikan oleh manajemen dapat dipertahankan apabila perusahaan menerbitkan sekuritas hutang.

### **Free Cash Flow**

*Free cash flow* menurut Kieso *et al.* (2007) mendefinisikan *free cash flow* sebagai jumlah arus kas *discretionary* perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutang, melunasi saham treasury, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan. Jumlah saldo kas yang penggunaannya terserah kepada kebijakan manajer. Jumlah ini diperoleh dari arus kas bersih yang tersedia dari aktivitas operasi di kurang *capital expenditure* (IAS : 47).

*Free cash flow* merupakan jumlah arus kas *discretionary* yang dimiliki atau dihasilkan perusahaan, yang biasanya oleh manajer digunakan untuk pembelian tambahan investasi, pembayaran hutang, pembelian saham–saham treasury atau hanya sebagai menambah likuiditas perusahaan, dengan kata lain pengukuran *free cash flow* ini mengindikasikan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan.

*Free cash flow* berbeda dari laba bersih, setidaknya dalam dua hal, yakni: pertama, semua biaya (*expense*) non kas ditambahkan kembali ke laba bersih untuk mendapatkan aliran kas dari operasi, sehingga kemungkinan besar laba yang dilaporkan lebih rendah dari aliran kas; dan kedua, *free cash flow* terhadap ekuitas merupakan arus kas residual setelah memenuhi pengeluaran modal dan modal kerja yang dibutuhkan, sedangkan laba bersih tidak mencakup keduanya (Damodaran, 1996 dalam Sugiri dan Abdullah 2003).

### **Kepemilikan Manajemen (Management 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).

Kepemilikan manajemen (*management ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Langkah memberikan bagian kepemilikan saham bagi para manajer ditujukan untuk (1) menarik dan mempertahankan manajer yang potensial dan (2) untuk mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham, terutama untuk memaksimalkan harga saham. Para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau direksi disebut sebagai kepemilikan manajemen (Masdupi, 2005).

### **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 Juniarti (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 *agency cost 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 Juniarti, 2009) bahwa *institutional shareholders*, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan.

### **Set Kesempatan Investasi (Investment Opportunity Set)**

Perusahaan merupakan kombinasi asset dengan pilihan investasi di masa datang (Myers, 1977 dalam Jogiyanto, 2010). 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 (Jogiyanto, 2010). 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.

### Pengertian Hutang

Setiap perusahaan baik kecil maupun perusahaan yang besar mempunyai hutang/ kewajiban. Menurut Ikatan Akuntan Indonesia dalam Standar Akuntansi Keuangan (SAK) no 1 revisi 2009, mendefinisikan kewajiban (*liabilities*) merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi. Menurut Nurwahyudi dan Mardiyah (2004: 117), hutang adalah pengorbanan ekonomi yang harus dilakukan perusahaan di masa yang akan datang karena tindakan/ transaksi sebelumnya. Hutang mengakibatkan adanya ikatan yang memberikan hak kepada kreditur untuk mengklaim aktiva perusahaan. Menurut Wild (2005) dalam *Financial Statement Analysis*, "Kewajiban (hutang) merupakan klaim pihak luar atas aktiva dan sumber daya perusahaan kini dan masa depan. Kewajiban dapat berupa pendanaan atau operasi dan biasanya didahulukan daripada pemegang ekuitas."

### Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan proksi dari resiko yang dihadapi oleh pemegang saham dan menjadi biaya keagenan dalam konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Myers dan Majluf (1984) seperti dikutip (Faisal, 2004) menjelaskan keterkaitan antara kebijakan hutang dengan profitabilitas perusahaan yang menyatakan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan akan menurunkan hutangnya karena memiliki sumber dana internal yang lebih besar dari laba (*earnings*) untuk membiayai kegiatan investasinya.

Perusahaan menggunakan hutang untuk mendanai sebagian besar aktiva. Kebijakan hutang berhubungan positif dengan resiko sehingga peningkatan hutang akan meningkatkan resiko keuangan. Peningkatan resiko keuangan berarti menimbulkan konflik sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk meminimalkan konflik keagenan. Sementara itu, menurut Jensen dan Meckling (1976) Kebijakan hutang merupakan proksi dari resiko yang dihadapi oleh pemegang saham dan menjadi biaya keagenan dalam konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen, sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajemen adalah positif.

*Debt to Equity Ratio* yang rendah diharapkan mengurangi resiko kebangkrutan dan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* juga akan menimbulkan konflik keagenan diantaranya melalui *asset substitution* dan *under investment*,

sehingga kepemilikan manajemen dengan resiko kebangkrutan yang disebabkan oleh hutang. Easterbrook (1984), berargumentasi bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan terhadap manajemen, namun bila biaya monitoring tersebut tinggi, maka mereka akan menggunakan pihak ketiga untuk membantu melakukan pengawasan. Pihak ketiga tersebut dengan sendirinya akan berusaha untuk melakukan tindak pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut.

## Metode Penelitian

### Definisi Operasional Variabel

#### Variabel Dependen

Menurut Indriantoro dan Supomo (2011) variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel independen. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang yang menggambarkan total hutang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Kebijakan hutang merupakan kebijakan tentang seberapa besar perusahaan dibiayai oleh hutang. Kebijakan hutang dikonfirmasi dengan rasio hutang (*debt ratio*). Rasio ini menggambarkan besarnya aktiva perusahaan didanai oleh hutang (Weston dan Copeland, 2000: 228). Rasio hutang diberi simbol DR dan diukur dengan rumus sebagai berikut:  

$$DR = \text{Total Hutang} / \text{Total Aset}$$

#### Variabel Moderating

Menurut Indriantoro dan Supomo (2011) variabel *moderating* yaitu tipe variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan langsung antara variabel independen dengan variabel dependen. Dalam penelitian ini yang dimaksud variabel *moderating* adalah *Investment opportunity set* (IOS). Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS yang telah banyak diuji dan diteliti pada berbagai penelitian. Adapun proksi yang dipakai dalam penelitian ini adalah *rasio market to book value of asset* (MBVA). Proksi ini secara signifikan berhubungan dengan nilai peluang tumbuh investasi perusahaan. *Market to book value of asset* (MBVA) menunjukkan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dengan harga pasar. Variabel ini dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$MBVA = (\text{Aset} - \text{Ekuitas} + (\text{Lbr Saham Beredar} \times \text{Closing Price})) / \text{Total Aset}$$

#### Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi atau menjadi sebab timbulnya atau berubahnya variabel dependen (Indriantoro dan Supomo, 2011). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah

##### 1. *Free cash flow* ( $X_1$ )

*Free cash flow* merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow*

dihitung dengan menggunakan rumus Ross et al. (2000) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it}$$

Keterangan:

$FCF_{it}$  : Free cash flow

$AKO_{it}$  : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

$PM_{it}$  : Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

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

## 2. Kepemilikan Manajerial ( $X_2$ )

Kepemilikan Manajerial yaitu jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Gideon, 2005). Kepemilikan manajemen dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Kepemilikan manajerial dirumuskan dengan sebagai berikut (Masdupi, 2005):

$$KM = \text{Jml Saham Manajer dan Komisaris} / \text{Total Saham}$$

## 3. Kepemilikan Institusional ( $X_3$ )

Kepemilikan Institusional yaitu jumlah kepemilikan saham sebuah perusahaan oleh semua jenis institusi baik institusi asing maupun dalam negeri yang bergerak dalam bidang keuangan maupun non-keuangan. Tingginya kepemilikan oleh institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan. Kepemilikan institusional dirumuskan dengan sebagai berikut (Masdupi, 2005):

$$KI = \text{Jml Saham Institusi} / \text{Tota Saham}$$

## Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter. Data dokumenter adalah jenis data penelitian yang antara lain berupa faktur, jurnal, surat-surat, notulen hasil rapat, memo, atau dalam bentuk laporan program (Indriantoro dan Soepomo, 2011:146). Data dokumenter yang dipergunakan dalam melaksanakan penelitian ini adalah laporan tahunan masing-masing perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang didalamnya memuat laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah dipublikasikan pada periode tahun penelitian.

Pada penelitian ini sumber data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder merupakan sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain) yang umunya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang

dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan (Indriantoro dan Soepomo, 2011:147). Sumber data dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa laporan keuangan publikasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## Populasi dan Sampel

Populasi yaitu sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu (Indriantoro dan Soepomo, 2011:115). Berdasarkan pengertian tersebut, untuk populasi penelitian dapat dipahami sebagai kelompok individu atau objek pengamatan yang minimal memiliki satu persamaan karakteristik. Dalam penelitian ini populasi yang digunakan oleh peneliti adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Menurut Sutrisno (2009:33) sampel adalah sebagian dari populasi yang memiliki karakteristik yang relatif sama dan dianggap bisa mewakili populasi. Sampel penelitian diambil secara *purposive sampling* dimana sampel dipilih secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu (Indriantoro dan Soepomo, 2011:131). Adapun pertimbangan pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI yang memiliki kriteria-kriteria sebagai berikut.

1. Perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia secara berturut-turut tahun 2013 – 2015.
2. Data laporan keuangan tahunan perusahaan tersedia berturut-turut untuk tahun pelaporan 2013 – 2015.
3. Perusahaan tidak sedang merger atau akuisisi, likuidasi dan *delisting* selama pengamatan. Jika perusahaan melakukan akuisisi atau *merger* dan mengalami *delisting* selama pengamatan akan mengakibatkan variabel-variabel dalam penelitian mengalami perubahan yang tidak sebanding dengan periode sebelumnya. Jika perusahaan mengalami likuidasi maka hasil penelitian tidak akan berguna lagi karena perusahaan sudah tidak beroperasi.
4. Memiliki kelengkapan data penelitian.

## Analisis Moderated Regression Analysis (MRA)

Menurut Ghozali (2009) uji interaksi disebut juga dengan *Moderated Regression Analysis (MRA)* merupakan aplikasi khusus regresi berganda linear dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian antara dua atau lebih variabel independen). Untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional serta *Investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* terhadap kebijakan hutang digunakan fungsi moderasi regresi diformulasikan sebagai berikut :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_1X_4 + b_5X_2X_4 + b_6X_3X_4$$

Y = kebijakan hutang

$X_1$  = free cash flow

$X_2$  = kepemilikan manajerial

$X_3$  = kepemilikan institusional

$X_4$  = Investment opportunity set

a = konstanta

$b_1$  = besarnya koefisien  $X_1$

$b_2$  = besarnya koefisien  $X_2$

$b_3$  = besarnya koefisien  $X_3$

$b_4$  = besarnya koefisien moderating  $X_1X_4$

$b_5$  = besarnya koefisien moderating  $X_2X_4$

$b_6$  = besarnya koefisien moderating  $X_3X_4$

e = tingkat kesalahan

## Hasil Penelitian

### Analisis Regresi Linier Berganda

Pengujian regresi linear berganda berguna untuk mengetahui pengaruh variabel independen yang terdiri dari *Free Cash Flow* ( $X_1$ ), Kepemilikan Manajerial ( $X_2$ ), Kepemilikan Institusional ( $X_3$ ) terhadap variabel dependen yaitu Kebijakan Hutang (Y) serta moderating *Investment opportunity set* ( $X_4$ ). Hasil analisis regresi secara ringkas dapat disajikan dalam tabel berikut.

**Tabel 1 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda**

Var	Koef. Regresi	$t_{hitung}$	Sig.	Keterangan
Konstanta	0.507	5.878	0.000	Signifikan
X1	0.000	-1.277	0.203	Tidak Signifikan
X2	-0.009	-2.907	0.004	Signifikan
X3	0.000	0.051	0.959	Tidak Signifikan
X4	-0.081	-2.166	0.031	Signifikan
X1X4	0.000	3.004	0.003	Signifikan
X2X4	0.002	2.693	0.007	Signifikan
X3X4	0.001	1.801	0.073	Tidak Signifikan

Sumber: Lampiran 4

### Uji Hipotesis (Uji t)

Uji t ini dilakukan untuk melihat pengaruh antara masing-masing variabel bebas yaitu *Free Cash Flow* ( $X_1$ ), Kepemilikan Manajerial ( $X_2$ ), Kepemilikan Institusional ( $X_3$ ), secara parsial terhadap variabel terikat dan apakah pengaruh tersebut signifikan atau tidak serta *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Pengambilan keputusan dalam uji t ini dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas dengan besarnya nilai alpha ( $\alpha$ ).  $H_0$  ditolak jika nilai probabilitas lebih kecil dari nilai  $\alpha$  (0,05).

Berdasarkan Tabel 1 terlihat bahwa nilai probabilitas Kepemilikan Manajerial ( $X_2$ ) serta *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating terhadap hubungan antara

*free cash flow* dan kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang lebih kecil daripada probabilitas yang disyaratkan (5%), sedangkan *Free Cash Flow* ( $X_1$ ) serta *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating terhadap hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang memiliki probabilitas lebih besar dari 5%. Dari hasil uji t ditunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan Kepemilikan Manajerial secara parsial terhadap Kebijakan Hutang, serta *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara *free cash flow* dan kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.

Analisis lebih lanjut terhadap hasil estimasi regresi sebagaimana dikemukakan sebelumnya akan dijelaskan sebagai berikut:

#### 1. *Free Cash Flow* ( $X_1$ )

Berdasarkan Tabel 1 variabel *Free Cash Flow* ( $X_1$ ) mempunyai pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar  $-4,090.10^{-6}$  dan didapat nilai t hitung sebesar -1,277 dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $> 0,05$  yaitu 0,203. Secara statistik nilai koefisien beta negatif menunjukkan adanya pengaruh berlawanan arah yang berarti semakin besar *Free Cash Flow* maka semakin kecil kebijakan hutang. Sehingga tidak ditemukan bukti secara statistik signifikan bahwa *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang ( $H_1$  ditolak). Tidak diperolehnya hasil yang signifikan *Free Cash Flow* terhadap kebijakan hutang lebih disebabkan sebagian antara perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* positif maupun negatif memiliki kebijakan hutang yang hampir sama. Bahkan ada perusahaan dengan *Free Cash Flow* positif memiliki komposisi hutang yang besar pula. Hasil penelitian ini sesuai dan mendukung temuan penelitian Yudistira (2012). Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan temuan penelitian Susilawati (2012), Gusti (2013), serta Setiana dan Sibagariang (2013).

#### 2. Kepemilikan Manajerial ( $X_2$ )

Berdasarkan Tabel 1 variabel Kepemilikan Manajerial ( $X_2$ ) mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar -0,009 dan didapat nilai t hitung sebesar -2,907 dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $< 0,05$  yaitu 0,004. Secara statistik nilai koefisien beta negatif menunjukkan adanya pengaruh berlawanan arah yang berarti semakin besar Kepemilikan Manajerial maka semakin kecil kebijakan hutang. Sehingga ditemukan bukti secara statistik signifikan bahwa Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang ( $H_2$  diterima). 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. Hasil penelitian ini sesuai dan mendukung temuan penelitian Yudistira (2012).

### 3. Kepemilikan Institusional ( $X_3$ )

Berdasarkan Tabel 1 variabel Kepemilikan Institusional ( $X_1$ ) mempunyai pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar  $6,141.10^{-5}$  dan didapat nilai t hitung sebesar 0,051 dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $> 0,05$  yaitu 0,959. Secara statistik nilai koefisien beta positif menunjukkan adanya pengaruh yang searah yang berarti semakin besar Kepemilikan Institusional maka semakin besar kebijakan hutang. Sehingga tidak ditemukan bukti secara statistik signifikan bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang ( $H_3$  ditolak). Tidak diperolehnya pengaruh yang signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang bisa disebabkan keberadaan kepemilikan institusional dinilai kurang optimal dalam mengurangi. Kepemilikan institusional yang besar tidak mampu membuat pihak luar perusahaan melakukan pengawasan/monitoring yang lebih ketat terhadap perilaku pihak manajemen. Dalam hal ini pihak manajemen masih dengan leluasa untuk tidak melakukan tindakan oportunistik yang hanya mementingkan kepentingan pribadi berkaitan dengan besar kecilnya hutang. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan temuan penelitian Gusti (2013).

### 4. *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang ( $X_1X_4$ )

Berdasarkan Tabel 1 variabel  $X_1X_4$  mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar  $3,994.10^{-6}$  dan didapat nilai t hitung sebesar 3,004 dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $< 0,05$  yaitu 0,003. Sehingga ditemukan bukti secara statistik signifikan bahwa *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang ( $H_4$  diterima).

### 5. *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating terhadap hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan kebijakan hutang ( $X_2X_4$ )

Berdasarkan Tabel 1 variabel  $X_2X_4$  mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar 0,002 dan didapat nilai t hitung sebesar 2,693 dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $< 0,05$  yaitu 0,007. Sehingga ditemukan bukti secara statistik signifikan bahwa *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara

Kepemilikan Manajerial dengan kebijakan hutang ( $H_5$  diterima).

### 6. *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating terhadap hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan kebijakan hutang ( $X_3X_4$ )

Berdasarkan Tabel 1 variabel  $X_3X_4$  mempunyai pengaruh positif namun signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar 0,001 dan didapat nilai t hitung sebesar 1,801 dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $> 0,05$  yaitu 0,073. Sehingga tidak ditemukan bukti secara statistik signifikan bahwa *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan kebijakan hutang ( $H_6$  ditolak).

## Pembahasan

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

Hasil uji regresi menunjukkan variabel *Free Cash Flow* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap Kebijakan Hutang dengan koefisien regresi sebesar  $-4,090.10^{-6}$ . Hal ini berarti besar kecilnya kebijakan hutang tidak ditentukan oleh *Free Cash Flow* perusahaan. Tidak diperolehnya hasil yang signifikan *Free Cash Flow* terhadap kebijakan hutang lebih disebabkan sebagian antara perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* positif maupun negatif memiliki kebijakan hutang yang hampir sama. Bahkan ada perusahaan dengan *Free Cash Flow* positif memiliki komposisi hutang yang besar pula.

*Free cash flow* menurut Brigham and Houston (2011) adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Dengan demikian *free cash flow* dapat diartikan sebagai kas perusahaan yang dapat dibagikan atau didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. 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.

### Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji regresi menunjukkan variabel Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang dengan koefisien regresi sebesar -0,009. Hal ini berarti semakin besar Kepemilikan Manajerial maka semakin kecil kebijakan hutang. 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.

Kepemilikan manajemen (*management ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Gusti, 2013). Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan dapat merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambil sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara *opportunistic* lagi (Syadeli, 2013). Kepemilikan manajemen atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan manajemen dengan pihak ekstern dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh manajemen, akan menyebabkan manajemen semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah (Nengsi, 2015).

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang**

Hasil uji regresi menunjukkan variabel Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang dengan koefisien regresi sebesar -0,009. Hal ini berarti besar kecilnya kebijakan hutang tidak ditentukan oleh kepemilikan institusional perusahaan. Tidak diperolehnya pengaruh yang signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang bisa disebabkan keberadaan kepemilikan institusional dinilai kurang optimal dalam mengurangi. Kepemilikan institusional yang besar tidak mampu membuat pihak luar perusahaan melakukan pengawasan/monitoring yang lebih ketat terhadap perilaku pihak manajemen. Dalam hal ini pihak manajemen masih dengan leluasa untuk tidak melakukan tindakan oportunistik yang hanya mementingkan kepentingan pribadi berkaitan dengan besar kecilnya hutang.

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 *agency cost of debt*.

### **Investment opportunity set sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara free cash flow, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang**

Hasil uji regresi dengan *Moderated Regression Analysis (MRA)* menunjukkan bahwa dari tiga pengujian interkasi variabel terdapat dua pengujian yang signifikan. Dalam hal ini *Investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* berpengaruh terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang, serta *Investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan kebijakan hutang. Sedangkan *Investment opportunity set* bukan sebagai variabel *moderating* yang berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan kebijakan hutang.

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.

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.

## Kesimpulan dan Saran

### Kesimpulan

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan pada penelitian ini, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. *Free cash flow* mempunyai pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap Kebijakan Hutang dengan nilai koefisien beta sebesar  $-4,090.10^{-6}$  dan didapat nilai t hitung sebesar  $-1,277$  dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $> 0,05$  yaitu  $0,203$ . Sehingga dapat dinyatakan bahwa *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
2. Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar  $-0,009$  dan didapat nilai t hitung sebesar  $-2,907$  dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $< 0,05$  yaitu  $0,004$ . Sehingga, dapat dinyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
3. Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar  $6,141.10^{-5}$  dan didapat nilai t hitung sebesar  $0,051$  dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $> 0,05$  yaitu  $0,959$ . Sehingga dapat dinyatakan bahwa Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
4. Interaksi *Free cash flow* dan *Investment opportunity set* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar  $3,994.10^{-6}$  dan didapat nilai t hitung sebesar  $3,004$  dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $< 0,05$  yaitu  $0,003$ . Sehingga dapat dinyatakan bahwa *Investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* berpengaruh terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang ( $H_4$  diterima).
5. Interaksi kepemilikan manajerial dan *Investment opportunity set* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar  $0,002$  dan didapat nilai t hitung sebesar  $2,693$  dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $< 0,05$  yaitu  $0,007$ . *Investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan kebijakan hutang ( $H_5$  diterima).
6. Interaksi kepemilikan Institusional dan *Investment opportunity set* mempunyai pengaruh positif namun signifikan terhadap Kebijakan Hutang, nilai koefisien beta sebesar  $0,001$  dan didapat nilai t hitung sebesar  $1,801$  dimana nilai signifikansi ( $P$ )  $> 0,05$  yaitu  $0,073$ . *Investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* tidak berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan kebijakan hutang ( $H_6$  ditolak).

### Saran

Mengacu pada hasil kesimpulan dan pembahasan, maka dapat diajukan beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan hendaknya mempertikan kebijakan hutangnya mengingat hutang yang semakin besar memiliki resiko yang bisa mengganggu kesehatan perusahaan, sehingga kredibilitas perusahaan akan terjaga dan dapat membatasi penggunaan hutang.
2. Bagi investor hendaknya sebelum melakukan pengambilan keputusan investasi di suatu perusahaan untuk lebih memilih perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik.
3. Bagi penelitian selanjutnya hendaknya menggunakan variabel lain seperti kebijakan dividen serta menggunakan kelompok perusahaan lain, sehingga lebih mewakili perilaku perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

## Daftar Pustaka

- Brigham, Eugene F. Dan Joel F. Houston. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.
- Damayanti, Isrina. 2006. Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. Skripsi. Yogyakarta: UII Yogyakarta.
- Gusti, Bertha Firyanni. 2013. *Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang dengan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)*. Skripsi. Padang: Universitas Negeri Padang.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny. 2002. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi ke tiga. Yogyakarta: AMP YKPN.
- Husnan, Suad. 2008. *Manajemen Keuangan: Teori Dan Penerapan*. Buku 1 Edisi-4. Yogyakarta: BPFE.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 2011. *Metode Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE.
- James C. Van Horne dan John M. Wachowicz. 2005. *Fundamental of Financial Management*. Buku satu edisi ke dua belas. Jakarta : Salemba Empat.
- Jogiyanto, Hartono. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta : BPFE UGM.
- Juniarti. 2009. "pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary disclosure terhadap Biaya hutang (Cost Of Debt)." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol 11 No 11 No. 2, hal 88100, November 2009. *Jurnal Univ. Kristen Petra*.
- Kasmir. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Kencana.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, dan Terry D. Warfield, 2002. *Akuntansi Intermediete*, Terjemahan Emil Salim, Jilid 1, Edisi Kesepuluh, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Masdupi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol.2, No.1, hal. 57-69.
- Mayangsari, Sekar. 2001. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis*. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*, Vol. 1 No.3, hlm. 1-26.
- Munawir, S. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi 4. Yogyakarta: Liberty.

- Myers, John. 2010. *Financial Statement Analysis*. New York: prentice Hall.
- Nengsi, Widya Hesti. 2015. *Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang dalam Perspektif Agency Theory pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi. Padang: Universitas Negeri Padang.
- Nurwahyudi & Mardiyah, 2004. "Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Hutang", *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Volume 04 Nomor 2, Fakultas Ekonomi, Universitas Trisakti, hal 107.
- Pramudita, Pawestri. 2010. *Pengaruh Free Cash Flow Dan Managerial Ownership Terhadap Kebijakan Hutang; Perspektif Pada Agency Theory*. Sekolah Tinggi Ilmu Perbanas: Surabaya.
- Setiana, Esa dan Reffina Sibagariang. 2013. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Telaah Akuntansi*. Volume: 15 No: 01 Juni 2013.
- Siregar, B. 2005. Hubungan Antara Deviden, Leverage Keuangan, dan Investasi. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol. 16, No. 3, hlm. 219-230.
- Sjahrial, Dermawan. 2006. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Sugiri, Slamet dan Abdullah Syukriy. 2003. Pengaruh *Free Cash Flow*, Set Kesempatan Investasi, dan *Leverage* Finansial terhadap Manajemen Laba. *Kajian Bisnis STIE Widya Witwaha Yogyakarta*, hal, 11-20.
- Susanto, Yulius Kurnia. 2011. Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi Dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* Vol. 13, No. 3, Desember 2011, Hlm. 195 -210.
- Susilawati, Christine Dwi Karya. 2012. Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Kelompok Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada BEI Pada Tahun 2006–2010). *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.16, No.2 Mei 2012, hlm. 178–187.
- Syadeli, Moh. 2013. Struktur kepemilikan, profitabilitas dan ukuran Perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan Pemanufakturan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*. Volume 2, Nomor 2, Agustus 2013.
- Tarigan, 2007. Kepemilikan Manajeral: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1, Mei 2007: 1-8.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No.1, Januari: Hal 1-16.
- Weston, J. F. dan Copeland T. E. 2000. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.