

ANALISIS FAKTOR KEBIJAKAN HUTANG YANG MEMPENGARUHI NILAI PERUSAHAAN

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2006 – 2010)



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

APRILIANA NUZUL RAHMAWATI

NIM : C2A008022

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2012**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Apriliana Nuzul Rahmawati
Nomor Induk Mahasiswa : C2A008022
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Manajemen
Judul Skripsi : ANALISIS FAKTOR KEBIJAKAN HUTANG
YANG MEMPENGARUHI NILAI
PERUSAHAAN (Studi pada Perusahaan
Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2006 –
2010)

Dosen Pembimbing : Drs. A. Mulyo Haryanto, MSi

Semarang, 19 Maret 2012

Dosen Pembimbing

Drs. A. Mulyo Haryanto, MSi

195711011985031004

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : APRILIANA NUZUL RAHMAWATI

Nomor Induk Mahasiswa : C2A008022

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen Keuangan

Judul Skripsi : ANALISIS FAKTOR KEBIJAKAN HUTANG
YANG MEMPENGARUHI NILAI
PERUSAHAAN (STUDI PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI
PERIODE 2006 – 2010)

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 03 April 2012

Tim Penguji

1. Drs. A. Mulyo Haryanto, MSi (.....)

2. Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM (.....)

3. Drs. Prasetiono, MSi (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Apriliana Nuzul Rahmawati, menyatakan bahwa skripsi dengan judul Analisis Faktor Kebijakan Hutang Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2006 – 2010), adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 19 Maret 2012

Yang membuat pernyataan,

Apriliana Nuzul Rahmawati

C2A008022

HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN

“Segala sesuatu akan selalu menjadi yang terbaik jika kita selalu mengambil yang terbaik akan segala sesuatu yang terjadi”

“Walau ujian dan cobaan awalnya, namun semua adalah tanda terbitnya sebuah Harapan, karena harapan adalah masa depan, ia sumber kekuatan. Terutama karena harapan adalah nikmat terindah dan anugerah paling indah yang tidak diberikan Allah pada musuh-musuhnya”

Persembahan

- Bapak dan Ibu tercinta yang senantiasa memberi dorongan, doa dan kasih sayangnya
- Kakak, Adik dan malaikat kecilku (leato)
- Teman-teman manajemen Undip 2008 dan Tim II KKN Undip - Desa Rau Kedung

ABSTRACT

Debt policies often lead to conflict between managers with the shareholders of which are making decisions related to fundraising activities and making decisions related to how the proceeds are invested. It is behind the problems that policy debt through DER in manufacturing firms in each manufacturing industry experienced significant changes over the period 2007 to 2009. This study aims to determine and analyze the effect of free cash flow, the structure of managerial ownership, institutional ownership structure and firm size on firm value through policy loans to manufacturing companies on the Stock Exchange.

By using purposive sampling techniques aside, the technique with particular consideration to the purpose of obtaining a representative sample, the sample obtained by 35 firms in the sample data in the form of financial statement data for years 2006 to 2010, consists of free cash flow, managerial ownership structure, institutional ownership structure and firm size on firm value through policy loans. Analysis tools used in this study is the path analysis or path analysis. Prior to the regression test, first tested the classical assumptions.

The results showed that the Free cash flow does not affect debt policy, which means that the lower free cash flow in a manufacturing company, it does not affect the company in implementing the debt policy, proved its significance value of 0.194. Managerial ownership structure does not affect debt policy, with a significance value of 0.465. Negative effect of institutional ownership structure of debt policy, can mean higher institutional ownership is that the higher the lower the institutional ownership for firms to establish debt policy. This is evidenced by the significance value of 0.041. There is a positive influence of firm size on debt policy, with a significance value of 0.040. Debt policy can not be an intervening variable between free cash flow to enterprise value. Debt policy proved to be the intervening variable between managerial ownership structure with the company. Debt policy can be an intervening variable between institutional ownership structure to firm value. Debt policy can not be an intervening variable between the size of the companies with enterprise values. Debt policy has a negative effect on the value of corporate debt policy

Key words: Free cash flow, the structure of managerial ownership, institutional ownership structure, firm size, debt policy and firm value

ABSTRAKSI

Kebijakan hutang sering menimbulkan konflik antara manajer dengan pemegang saham di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Hal yang melatarbelakangi permasalahan bahwa kebijakan hutang yang diproksi melalui DER pada perusahaan manufaktur di masing-masing industry manufaktur mengalami perubahan yang cukup signifikan selama periode 2007 hingga 2009. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI.

Dengan menggunakan teknik pengambilan sampel *purposive sampling*, yaitu teknik dengan pertimbangan tertentu dengan tujuan mendapatkan sampel yang representatif, maka sampel yang diperoleh sebesar 35 perusahaan dengan data sampel berupa data laporan keuangan selama tahun 2006 – 2010, terdiri dari *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah path analysis atau analisis jalur. Sebelum dilakukan uji regresi, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, artinya semakin rendah *free cash flow* pada perusahaan manufaktur, maka tidak mempengaruhi bagi perusahaan dalam menerapkan kebijakan hutang, terbukti nilai signifikansinya sebesar 0,194. Struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, dengan nilai signifikansinya sebesar 0,465. Struktur kepemilikan institusional berpengaruh negative terhadap kebijakan hutang, dapat diartikan semakin tinggi kepemilikan institusional maka bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin rendah bagi perusahaan untuk menetapkan kebijakan hutang. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansinya sebesar 0,041. Terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang, dengan nilai signifikansinya sebesar 0,040. Kebijakan hutang tidak mampu menjadi *variable intervening* antara *free cash flow* dengan nilai perusahaan. Kebijakan hutang terbukti mampu menjadi variabel *intervening* antara struktur kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Kebijakan hutang mampu menjadi variabel *intervening* antara struktur kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Kebijakan hutang tidak mampu menjadi variabel *intervening* antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan. Kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan

Kata kunci : *Free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, kebijakan hutang dan nilai perusahaan

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah Swt yang telah melimpahkan rahmat, taufiq serta hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi tentang “ANALISIS FAKTOR KEBIJAKAN HUTANG YANG MEMPENGARUHI NILAI PERUSAHAAN (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2006 – 2010)”.

Adapun maksud dari penulisan skripsi ini adalah sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Strata 1 (S1) pada Program Sarjana Ekstensi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Atas berkat bantuan dari berbagai pihak yang telah berkenan untuk memberikan segala yang dibutuhkan dalam penulisan skripsi ini, perkenankanlah penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada :

1. Prof. Drs. H. Muhamad Nasir, M.Si, Akt, Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan kesempatan bagi penulis untuk mengikuti kegiatan perkuliahan di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Bapak Dr.Suharnomo, S.E.,M.Si, selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro atas kebijakan dalam penyusunan mata kuliah, sehingga penulis dapat mengikuti seluruh mata kuliah sesuai konsentrasi penjurusan.
3. Bapak Drs. A. Mulyo Haryanto, MSi, selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktu dan dengan penuh kesabaran memberikan pengarahan, saran serta dukungan hingga skripsi ini bisa terselesaikan dengan baik.
4. Bapak Idris, S.E.,M.Si., selaku dosen wali yang telah membimbing dan memberikan banyak masukan kepada penulis selama menempuh studi di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro, Semarang.

5. Segenap Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan bekal ilmu pengetahuan sebagai dasar penulisan skripsi ini.
6. Ayah, Ibu, kakak, adik, malaikat kecilku (leato), serta seluruh keluarga tercinta yang telah mendorong dan memberikan bantuan yang tak terhingga dalam penyusunan skripsi ini.
7. Teman-teman manajemen 2008 : Hesti, Fanny, Santi, Mita, Nandia, Dita, Rendy, Situz, Rian, Agung, Yemima, Maftuh, dan teman-teman lain yang tidak bisa disebutkan satu-persatu. Terimakasih atas segala kebersamaan, pengalaman, serta dukungan baik moril maupun materiil kepada penulis.
8. Teman – teman Tim II KKN UNDIP 2011 Kec. Kedung, Jepara khususnya Desa Rau: Berlina, Anggra, Yuni, Hera, Yayak, Bunda Yayuk, Lutfi, Mas Tatok, Athok. Terima kasih atas semangat, kebersamaan, dan inspirasinya kepada penulis
9. Dan semua pihak yang telah membantu dalam penulisan ini dan semua pihak yang tidak bisa disebutkan satu per satu.

Penulis menyadari akan kekurangsempurnaan penulisan skripsi ini. Oleh sebab itu segala kritik maupun saran yang bersifat membangun sangat penulis harapkan agar kelak dikemudian hari dapat menghasilkan karya yang lebih baik. Akhir kata penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membacanya.

Semarang, 19 Maret 2012

Penulis,

Apriliana Nuzul Rahmawati

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
ABSTRACT	vi
ABSTRAKSI	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	7
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	8
1.3.1 Tujuan Penelitian	8
1.3.2 Kegunaan Penelitian.....	9
1.4 Sistematika Penulisan	10
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	11
2.1 Nilai Perusahaan	11
2.2 Kebijakan Hutang	13
2.3 <i>Free Cash Flow</i>	16
2.4 Struktur Kepemilikan Manajerial	18
2.5 Struktur Kepemilikan Institusional	19
2.6 Ukuran Perusahaan.....	20
2.7 <i>Agency Theory</i>	23
2.8 Penelitian Terdahulu	25
2.9 Pengembangan Hipotesis	26

2.10	Kerangka Pemikiran Teoritis	35
BAB III METODE PENELITIAN		36
3.1	Populasi dan Sampel	36
3.2	Definisi Operasional Variabel	37
3.3	Jenis dan Sumber Data	40
3.4	Metode Pengumpulan Data	41
3.5	Metode Analisis Data	41
3.5.1	Analisis Deskriptif	42
3.5.2	Uji Asumsi Klasik	42
3.5.3	Path Analisis atau Analisis Jalur	45
3.5.4	Koefisien Determinasi	48
3.5.5	Pengujian Hipotesis	49
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN		50
4.1	Deskripsi Penelitian	50
4.1.1	Gambaran Penentuan Sampel	50
4.1.2	Analisis Deskriptif Variabel.....	52
4.1.3	Uji Asumsi Klasik.....	56
4.2	Hasil Penelitian dan Pembahasan	61
4.2.1	Persamaan Regresi	61
4.2.2	Pengujian Hipotesis.....	66
4.3	Pembahasan	79
BAB V PENUTUP		83
5.1	Kesimpulan	83
5.2	Saran.....	85
5.3	Agenda Penelitian yang akan datang	86

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1	Contoh Kebijakan Hutang pada 10 Perusahaan di Masing-masing Kelompok Perusahaan manufaktur Periode Tahun 2007 – 2009 3
Tabel 1.2	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada 10 Perusahaan manufaktur Periode Tahun 2007 – 2009..... 4
Tabel 2.1	Ringkasan Hasil Riset Penelitian Terdahulu 25
Tabel 4.1	Kriteria Pemilihan Sampel 51
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif Variabel Perusahaan Manufaktur Periode 2006 - 2010 52
Tabel 4.3	Ukuran Perusahaan Manufaktur Periode 2006 - 2010 55
Tabel 4.4	Uji Normalitas Data 56
Tabel 4.5	Uji multikolinieritas 58
Tabel 4.6	Uji Autokorelasi 59
Tabel 4.7	Uji Heteroskedastisitas..... 60
Tabel 4.8	Persamaan Regresi <i>Free Cash Flow</i> , Struktur Kepemilikan Manajerial, Struktur Kepemilikan Institusional, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang 61
Tabel 4.9	Persamaan Regresi <i>Free Cash Flow</i> , Struktur Kepemilikan Manajerial, Struktur Kepemilikan Institusional, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Hutang 63
Tabel 4.10	Koefisien Determinasi Pengaruh Tidak Langsung 79
Tabel 4.11	Koefisien Determinasi Pengaruh Langsung..... 80

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Model Penelitian	35
Gambar 4.1 Hasil Analisis Jalur Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung...	78

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Laporan keuangan
- Lampiran 2 Regression
- Lampiran 3 Tabel t dan r tabel menurut dengan signifikansi 5%
- Lampiran 4 Tabel F tabel
- Lampiran 5 Perhitungan uji efek mediasi

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tujuan utama perusahaan berdiri adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Bila harga saham meningkat berarti nilai perusahaan meningkat dan kesejahteraan pemilik meningkat. Hal ini sesuai pernyataan Salvatore (2005) dalam Mulianti (2009) bahwa tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham guna mempengaruhi nilai perusahaan.

Nilai perusahaan sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan. Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan harga saham, dimana semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham pun juga meningkat. Nilai perusahaan dapat dilihat dari *Price Book Value* (PBV) yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (Ang, 2002: 18.5).

Besarnya PBV tidak terlepas dari beberapa kebijakan yang diambil perusahaan. Salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap PBV adalah kebijakan hutang (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Brigham dan Gapenski (1996) dalam Mulianti (2009), nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan adalah suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal. Kebijakan hutang merupakan penentuan berapa

besarnya hutang akan digunakan perusahaan dalam mendanai aktivitasnya yang ditunjukkan oleh rasio antara total hutang dengan total aktiva (DTA).

Kebijakan hutang (DTA) termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru. Dengan demikian semakin tinggi kebijakan hutang yang dilakukan, maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini sesuai pernyataan Modigliani dan Miller (1963) dalam Miftah (2008) bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan adanya keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang tersebut mengurangi penghasilan yang terkena pajak.

Para pemilik modal (sebagai principal) memberi kepercayaan kepada para professional (manajerial) atau insider untuk mencapai tujuan tersebut (Harjito, 2006 dalam Wardani, 2009). Pemberian kepercayaan oleh pemilik modal kepada insider merupakan pemisahan fungsi antara fungsi pengambilan keputusan (Jansen and Meckling, 1976 dalam Wardani, 2009). Namun demikian pihak *insider* sering bekerja bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, tapi justru mengurus atau berkuat pada peningkatan kesejahteraan *insider* sendiri. Dengan adanya *insider ownership* maka kecenderungan ini akan berubah karena insider merangkap sebagai pemilik modal. Dengan adanya *insider ownership* maka dimungkinkan insider juga ingin memaksimalkan nilai perusahaan dengan menggunakan wewenangnya dalam menentukan berbagai kebijakan perusahaan. Berdasarkan teori tersebut di atas, maka pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang

bertentangan dengan tujuan utama yaitu untuk investasi atau untuk menutup hutang lainnya, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Konflik agensi terbagi menjadi dua bentuk, yaitu : (1) konflik agensi antara pemegang saham dan manajer. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan, (2) konflik agensi antara pemegang saham dan kreditor, konflik ini muncul saat pemegang saham melalui manajer mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditor.

Begitu halnya dengan perusahaan manufaktur, bahwa kebijakan hutang sering menimbulkan konflik antara manajer dengan pemegang saham di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Akan tetapi pihak manajemen masih mengandalkan hutangnya dari total aktiva yang dimiliki dalam melakukan operasionalnya. Berikut dilakukan trial terhadap 10 perusahaan manufaktur selama periode 2007 – 2009 :

Tabel 1.1
Hasil Trial Kebijakan Hutang pada 10 Perusahaan
Perusahaan manufaktur Periode Tahun 2007 – 2009

No	Nama Perusahaan	Rata-rata		
		2007	2008	2009
1	Food and Beverage	1,62	2,15	1,8
2	Tobacco manufactures	0,68	0,55	0,48
3	Textille Mill Product	1,93	1,74	1,4
4	Lumber & wood product	0,57	1,22	1,17
5	Chemicals and allied products	1,3	1,6	1,4
6.	Adhesive	0,15	0,1	0,06

Sumber : Hasil trial SPSS, 2011

Berdasarkan hasil trial terhadap 10 perusahaan manufaktur tersebut di atas terlihat bahwa nilai kebijakan hutang pada masing-masing industry manufaktur mengalami perubahan yang cukup signifikan selama periode 2007 hingga 2009. Hal ini memberikan pengertian bahwa kebijakan hutang merupakan hal yang menjadi permasalahan antara manajer dengan pemegang saham dalam pembuatan keputusan, terlihat dari naik turunnya kebijakan hutang yang digunakan perusahaan. Untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya kebijakan hutang dapat dilihat pada hasil trial berikut ini :

Tabel 1.2
Hasil Trial pada 10 Perusahaan
Perusahaan manufaktur Periode Tahun 2007 – 2009

No	Nama Perusahaan	Rata-rata		
		2007	2008	2009
1	<i>Free cash Flow</i>	240.117	167.803	130.111
2	Struktur Kepemilikan Manajerial	4.93	4.67	4.29
3	Struktur Kepemilikan Institusional	62.94	65.09	66.18
4	Ukuran perusahaan	185.015	165.785	158.267
5	Kebijakan Hutang	1.14	1.25	1.24
6.	Price Book Value	0,35	0,14	0,12

Sumber : Hasil trial SPSS, 2011

Penjelasan pada Tabel 1.2 di atas menunjukkan bahwa telah terjadi perubahan-perubahan yang variatif pada antar perusahaan sehingga perlu dikaji apa penyebabnya. Untuk lebih jelasnya dapat diringkas sebagai berikut :

1. Terdapat perubahan *Free cash flow* yang cenderung menurun
2. Terdapat perubahan struktur kepemilikan manajerial yang cenderung menurun
3. Meningkatnya struktur kepemilikan institusional pada perusahaan

4. Terdapat perubahan menurun untuk ukuran perusahaan yang diproksi melalui penjualan pada 10 perusahaan selama periode 2007 hingga 2009.
5. Terdapat perubahan kebijakan hutang yang diproksi melalui DER yang meningkat pada 10 perusahaan, terlihat dari meningkatnya kebijakan hutang yang dilakukan perusahaan.
6. Semakin menurunnya pada perubahan nilai perusahaan

Penelitian Zulhawati (2004) menemukan struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional dan risiko berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hal ini karena kontrol yang besar dari manajer menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk pendanaannya. Penelitian Yuli Soesetio (2008), Chalimah (2006) dan Djabid (2007) menemukan hubungan yang negatif antara persentase pemegang saham oleh manajer dengan rasio utang perusahaan.

Penelitian tentang ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dilakukan Yuli Soesetio (2008) dan Mulianti (2009). Hasil penelitiannya membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian tentang *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dilakukan oleh Tarjo (2005) memperoleh hasil bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian Christiawan dan Tarigan (2007) menunjukkan bahwa *free cash flow* dan struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Sujoko dan Soebiantoro (2007) memperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial

berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dan penelitian mengenai kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dilakukan Muliandi (2009) menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Muliandi (2009) tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, menggunakan obyek seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2004-2007. Hasil penelitian membuktikan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang dan kebijakan hutang terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hasil dari penelitian Muliandi menunjukkan bahwa struktur kepemilikan secara teoritis mempunyai hubungan dengan hutang. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah hutang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik. Menurut Jensen (1986) dalam Tiwuk (2009) mengatakan bahwa dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut di atas menunjukkan bahwa terjadi kontradiksi antara peneliti satu dengan lainnya. Untuk itu dalam penelitian ini akan menguji kembali dengan mengacu pada penelitian terdahulu yang hasilnya masih inkonsisten. Struktur kepemilikan secara teoritis mempunyai hubungan dengan hutang. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka judul penelitian ini adalah : **ANALISIS FAKTOR KEBIJAKAN HUTANG YANG MEMPENGARUHI NILAI PERUSAHAAN (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode Tahun 2006 – 2010).**

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, maka dapat diketahui bahwa masalah yang dihadapi oleh perusahaan manufaktur adalah terjadi konflik agensi antara pemegang saham dengan manajer dalam menentukan kebijakan hutangnya karena peningkatan penggunaan hutang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut juga didukung dengan penelitian terdahulu yang terjadi kontradiksi. Penelitian satu menyatakan ada pengaruh, sedangkan penelitian lainnya tidak ada pengaruh, terutama pada variabel *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan. Dengan permasalahan tersebut, maka pertanyaan yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI ?
2. Apakah *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI ?
3. Apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada Perusahaan manufaktur di BEI ?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI
2. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI
3. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada Perusahaan manufaktur di BEI

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Adapun penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

a. Kegunaan Secara Teoritis

Hasil penelitian diharapkan dapat digunakan sebagai wacana dalam pengembangan ilmu pengetahuan khususnya di bidang manajemen keuangan.

b. Kegunaan Secara Praktis

1) Bagi Akademi

Penelitian ini bermanfaat untuk diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan literatur ilmu manajemen keuangan, memperkaya referensi kepustakaan serta diharapkan dapat menambah wawasan bagi para pembacanya.

2) Bagi Penulis

Penelitian ini diharapkan mampu menerapkan ilmu atau teori yang telah diperoleh pada saat mengikuti perkuliahan dengan permasalahan yang sesungguhnya, sehingga memperoleh gambaran yang jelas sejauh mana tercapai keselarasan antara pengetahuan secara teoritis dan prakteknya. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan dan wawasan terutama mengenai factor-faktor kebijakan hutang serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

1.4 Sistematika Penulisan

Untuk memberikan gambaran secara garis besar apa yang menjadi isi dari tulisan ini maka akan dikemukakan susunan dan rangkaian masing – masing bab yaitu :

1. Bab I Pendahuluan berisikan latar belakang rumusan masalah tujuan dan kegunaan penelitian serta sistematika penulisan.
2. Bab II Telaah Pustaka, merupakan bab yang membahas teori-teori yang melandasi penelitian dan menjadi dasar acuan teori yang digunakan dalam analisis penelitian yang meliputi landasan teori, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran teoritis dan hipotesis.
3. Bab III Metode Penelitian, merupakan bab yang menjelaskan jenis penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, defenisi operasional dan metode analisis data yang digunakan.
4. Bab IV Hasil dan Pembahasan, merupakan bab yang menjelaskan mengenai deskripsi obyek penelitian, hasil analisis data, dan interpretasi terhadap hasil berdasarkan alat dan metode analisis yang digunakan dalam penelitian.
5. Bab V Penutup, berisikan kesimpulan dari hal pembahasan dan dikemukakan saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Bringham Gapensi, 1996 dalam Susanti, 2010), Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen asset.

Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Husnan (2000) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang

tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.. *Price to book value* dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham. Menurut Ang (1997) secara sederhana menyatakan bahwa PBV merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya.

Nilai PBV yang lebih dari 1 dikatakan sebagai *overvalued* yang dapat diartikan bahwa saham perusahaan dinilai lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya. Nilai PBV yang kurang dari 1 dikatakan sebagai *undervalued* yang dapat diartikan bahwa saham perusahaan dinilai lebih rendah dibandingkan nilai bukunya. Nilai PBV yang sama dengan 1 dapat diartikan bahwa saham perusahaan dinilai sama dengan nilai bukunya (Damodaran, 1997 : 108)

Keberadaan PBV sangat penting bagi investor untuk menentukan strategi investasi di pasar modal karena melalui *price book value*, investor dapat memprediksi saham-saham yang *overvalued* atau *undervalued* (Ahmed dan Nanda, 2000). *Price book value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio *price book value* di atas satu, yang mencerminkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. *Price book value* yang tinggi mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, dimana kemakmuran bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan (Weston dan Brigham, 2000).

2.2 Kebijakan Hutang

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

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa.

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Riyanto, 2004:

98).. Selain itu kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan.

Keputusan pembiayaan atau pendanaan perusahaan akan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal dan modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian didalam perusahaan. Modal yang berasal dari kreditur adalah merupakan hutang perusahaan. Modal ini sering disebut dengan pembelanjaan asing/hutang (Riyanto, 2004: 98).

Keputusan pembiayaan melalui hutang mempunyai batasan sampai seberapa besar dana dapat digali. Biasanya ada standar rasio tertentu untuk menentukan rasio hutang tertentu yang tidak boleh dilampaui. Jika rasio hutang melewati standar ini, maka biaya akan meningkat dengan cepat, dan hal tersebut akan mempengaruhi stuktur modal perusahaan. Salah satu rasio tersebut yaitu LDE (*Long Term Debt Ratio*) yang menunjukkan sejauh mana hutang dapat ditutupi oleh modal perusahaan atau berapa porsi hutang dibanding dengan modal perusahaan, supaya aman porsi hutang harus lebih kecil dari modal. Perusahaan yang menggunakan semakin banyak hutang maka akan meningkatkan beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar. Hal ini memperbesar kemungkinan perusahaan menghadapi default, yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran hutang pada waktunya akibat kewajiban yang semakin besar.

Kebijakan hutang berhubungan dengan adanya kebutuhan modal untuk investasi atau untuk menutup hutang lainnya. Kebijakan hutang ini tentunya dikeluarkan oleh manajemen setelah melalui mekanisme pengambilan keputusan yang sesuai dengan strukturnya. Melalui pertimbangan berbagai aspek termasuk pemegang saham dan kinerja laba.

Menurut Mamduh (2004) terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, antara lain :

a. *NDT (Non-Debt Tax Shield)*

Manfaat dari penggunaan hutang adalah bunga hutang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi.

b. *Struktur Aktiva*

Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.

c. *Profitabilitas*

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

d. Risiko *Bisnis*

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

e. Struktur kepemilikan institusional

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

f. Kondisi *Internal* Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan.

2.3 Free Cash Flow

Hipotesis Jensen (1986) dalam Mulianti (2010) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Menurut Jensen *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mandanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi deviden. Ali (2002) menemukan bahwa *earnings response coefficients* akan meningkat seiring dengan naiknya rasio pembayaran dividen terutama pada perusahaan yang mempunyai *free cash flow* besar.

White et al (2003) dalam Mulianti (2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan

perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen.

Free cash flow menurut Heckel *et al.* (1994) adalah semua kas yang dihasilkan dari kegiatan operasi yang dapat didistribusikan kembali kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan sekarang. Perusahaan dapat mendistribusikan kembali *free cash flow* tersebut kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi nilai pasar perusahaan atau menggunakannya untuk memperoleh keuntungan atas peluang melakukan bisnis baru.

Penman (2001) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas dari laba operasi setelah menahan sebagian laba tersebut sebagai *asset* dan merupakan kas bersih yang dihasilkan dari operasi yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar klaim atas hutang dan ekuitasnya. Lehn dan Poulsen (1989) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas yang dibutuhkan untuk membiayai proyek-proyek yang mempunyai net present value positif setelah membagi dividen. Sementara itu dalam Mardiah (2003), Ross *et al.* (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada *asset* tetap.

Free cash flow adalah sumber dana internal yang penggunaannya tergantung pada kebijakan manajer (Abdukkah, 2002). Dengan demikian penggunaan *free cash flow* memiliki dua kemungkinan, yaitu sering atau bertentangan dengan keinginan

principal. Jika seiring maka akan tidak akan menjadi masalah/*problems*, akan tetapi jika bertentangan maka akan terjadi konflik/*problems* yang disebut *agency conflict/agency problems*.

2.4 Struktur Kepemilikan Manajerial

Struktur kepemilikan adalah perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki orang dalam (*insider ownership*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor (Kartini dan Arianto, 2009:15). Definisi lain struktur kepemilikan adalah proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dengan persentase (Setiawan, 2004:16). Menurut Taqwa,dkk, (2003:103), struktur kepemilikan merupakan besarnya kepemimpinan (manajer) suatu perusahaan oleh pemilik perusahaan (*shareholder*) tersebut yang ditekankan kepada jumlah kepemilikan saham masing-masing antara manajer dan pemilik (*shareholder*).

Struktur kepemilikan (*ownership structure*) adalah struktur kepemilikan saham yaitu jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insider*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor (*outsider*) (Prabansari dan Hadri, 2005). Struktur kepemilikan umumnya terdiri dari kepemilikan internal, eksternal, maupun kepemilikan institusional. Kepemilikan internal terdiri dari saham yang dimiliki orang dalam (*insider*) yang meliputi directur, orang-orang intern perusahaan dan pemilik perusahaan. Kepemilikan eksternal terdiri dari saham yang dimiliki oleh investor (orang asing atau masyarakat yang menanamkan modalnya ke perusahaan

itu), sedangkan kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi pendiri perusahaan, bukan pemegang saham perusahaan.

Dalam struktur kepemilikan terdapat masalah *principal agent*. Hal ini dikarenakan adanya kepentingan pemilik dan manajemen yang tidak selalu sejalan. Seorang agen (orang yang menerima tugas dan wewenang) tidak selalu bertindak sesuai dengan keinginan *principal* (orang yang memberikan tugas dan wewenang), dikenal dengan nama masalah agensi (Kartini dan Tulus, 2009:12).

Manajer merupakan pengelola perusahaan yang dipercayakan oleh *shareholder*. Sehubungan dengan pemilihan metode akuntansi persediaan maka antara manajer dan pemilik akan timbul konflik kepentingan (*agency theory*). Masing-masing pihak, yaitu manajer dan pemilik akan berusaha memaksimalkan kesejahteraannya masing-masing (Taqwa,dkk, 2003:103).

2.5 Struktur Kepemilikan Institusional

Kepemilikan perusahaan investor institusional semakin meningkat pada tahun-tahun terakhir ini (Smith,1996) porsi kepemilikan institusional semakin meningkat dari tahun ke tahun. Investor ini berpengaruh terhadap jalanya perusahaan karena hak voting yang mereka miliki, hak voting tersebut mampu mengintervensi keputusan manajemen misalnya investor merger maupun sistem manajemen penggajian eksekutif.

Menurut Pozen (1994), investor institusional dapat dibedakan menjadi dua yaitu investor pasif dan investor aktif. Investor pasif tidak terlalu ingin terlibat

dengan keputusan manajemen sebaliknya dengan investor aktif mereka aktif terlibat dalam pengambilan keputusan strategi perusahaan. Keberadaan investor institusional ini dipandang mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi perusahaan, tak jarang kegiatan investor ini mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional pihak tidak terlalu meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat kepentingan institusional sejalan dengan kepentingan manajer (Sivir dan Sushka, 1993). Dalam hal ini institusional dan manajer memiliki kepentingan yang sama sehingga mereka berkolusi yang berakibat pada turunnya nilai perusahaan.

Pada beberapa kasus di Indonesia, peneliti berpendapat bahwa kepemilikan mampu menjadi alat monitoring yang efektif. Jika bagian saham dimiliki oleh pemegang saham institusional maka perusahaan tersebut telah dijalankan lebih baik dibandingkan jika keseluruhan saham dimiliki oleh individu. Hal ini dikarenakan institusional memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menilai kondisi perusahaan. Oleh karena itu kepemilikan institusional mempunyai pengaruh kebangkrutan.

2.6 Ukuran Perusahaan

Menurut Imam Subekti dan Novi Wulandari (2004), ukuran perusahaan dapat dilihat dari total asset yang dimiliki perusahaan atau total aktiva perusahaan yang tercantum pada laporan keuangan perusahaan selama akhir periode yang telah diaudit. Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Besar kecilnya perusahaan dapat diukur berdasarkan total penjualan, total

nilai buku asset, nilai total aktiva dan jumlah tenaga kerja. Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma natural dari total penjualan. Ukuran perusahaan (Size) dalam jangka panjang merupakan wujud pertumbuhan yang baik. (Banz, 1981 dalam Widyastuti, 2007) menyatakan bahwa faktor ukuran perusahaan penting dalam signifikansi secara statistik terhadap imbal hasil.

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Semakin besar total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan (Nisa Fidyati, 2003).

Ukuran perusahaan dapat berupa total aktiva, penjualan, nilai pasar saham atau ekuitas pemilik. Dalam penelitian ini, variabel yang akan digunakan adalah total aktiva. Maksud dari total aktiva disini adalah total aktiva perusahaan pada tahun terakhir (Sunaryah, 2002). Dalam beberapa penelitian, variabel ukuran perusahaan merupakan variabel yang paling sering diteliti.

Hal senada juga dikemukakan Subekti dan Wulandari (2004), ukuran perusahaan dapat dilihat dari total asset yang dimiliki perusahaan atau total aktiva perusahaan yang tercantum pada laporan keuangan perusahaan selama akhir periode yang telah diaudit. Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Pengkategorian ukuran perusahaan ini dilakukan dengan menggunakan analisis kluster terhadap log natural total aktiva seluruh perusahaan sampel. Menurut Courtis, et al (1977) dalam Subekti dan Widiyanti (2004) bahwa ukuran perusahaan dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln \text{ Total Aktiva}$$

Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma natural dari total aktiva (*natural logarithm of total aktiva*). Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam laporan keuangan dan menentukan lamanya audit tersebut.

Yang dimaksud dengan teori *expectation gap* adalah perbedaan antara apa yang *outsider* dan pemakai laporan keuangan percayai (*insider*) atau harapan dengan apa yang *insider* yakini tanggung jawab yang diberikannya (Guy and Sullivan, 1988). Pemakai laporan keuangan (*insider*) mengharapkan untuk lebih bertanggung jawab apa yang dilaporkan, mengkomunikasikan kepada pemakai laporan keuangan informasi yang lebih berguna termasuk peringatan awal kemungkinan kegagalan bisnis dan mengkomunikasikan dengan lebih jelas.

Guy and Sullivan (1988) menyatakan, ekspektasi masyarakat sebenarnya sudah melebihi opini *insider*) dan perannya sebagai penjamin kewajaran penyajian laporan keuangan. Masalahnya jauh lebih kompleks dari apa yang disajikan dalam laporan keuangan. Tanggung jawab keandalan laporan keuangan merupakan suatu rangkaian tugas yang tumpang tindih. Manajemen bertanggung jawab pada penyajian laporan keuangan, internal auditor bertanggung jawab pada manajemen, direktur dan komite audit bertanggung jawab pada kekeliruan yang mungkin terjadi, dan auditor ekstern bertanggung jawab mengaudit dan melaporkan temuannya selama pemeriksaan.

2.7 Agency Teory

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Mecklein pada tahun 1976. Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan imbalan dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi. Biaya agensi adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk

meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham (Horne dan Wachowicz, 1998 dalam Halim, 2000).

Teori agensi berfokus pada dua individu, yaitu prinsipal dan agen. Prinsipal adalah pemegang saham dan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen sering kali bertentangan dengan kepentingan pemegang saham, sehingga sering terjadi konflik. Konflik tersebut sering terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi, karena hal tersebut akan menambah *cost* bagi perusahaan sehingga menurunkan keuntungan yang diterima. Akibatnya dari perbedaan kepentingan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut konflik agensi.

Pada dasarnya *Agency Theory* adalah teori mengenai struktur kepemilikan perusahaan yang dikelola oleh manajer bukan pemilik, berdasarkan kenyataan bahwa manajer profesional bukan agen yang sempurna dari pemilik perusahaan. Dengan demikian belum tentu selalu bertindak untuk kepentingan pemilik. Dengan kata lain, manajer sebagai manusia rasional dalam pengambilan keputusan perusahaan akan memaksimalkan kepuasan dirinya sendiri. Beberapa mekanisme untuk mengurangi biaya keagenan antara lain dengan meningkatkan dividen atau dengan meningkatkan hutang. Dari beberapa penelitian mengenai teori keagenan, menunjukkan bahwa kebijakan hutang dan dividen mempunyai keterkaitan. Hutang seringkali digunakan untuk membayar dividen, dan dividen seringkali dikesampingkan karena laba perusahaan diprioritaskan untuk membayar biaya bunga

Dalam hubungan agensi potensi terjadinya konflik atau problem menjadi lebih besar ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa milik perusahaan, maka potensi itu pun muncul. Seorang manajer pemilik yang memiliki sepenuhnya saham perusahaannya akan bekerja dengan sepenuh hati untuk menjalankan usahanya dengan sebaik-baiknya. Namun pada saat ia mulai menjual sebagian saham yang dimilikinya, kendati masih dalam posisi sebagai manajer pemilik, mungkin sekali etos kerjanya akan berubah. Bisa jadi mulai muncul perasaan pada dirinya bahwa kekayaan yang diperoleh perusahaan tersebut tidak lagi menjadi hak dia sepenuhnya, namun ada sejumlah tertentu yang akan menjadi hak pemegang saham lainnya.

2.8 Penelitian Terdahulu

Tabel
Ringkasan Hasil Riset Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil	Alat Analisis
1.	Wahidawati (2001)	Pengaruh kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang	Variabel bebas : kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan Variabel terikat kebijakan hutang	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang..	Regresi linier berganda
2.	Yuli Soesetio (2008)	Kepemilikan manajerial dan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang	Variabel bebas : Kepemilikan manajerial dan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas Variabel terikat kebijakan hutang	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negative terhadap kebijakan hutang dan struktur aktiva dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan kebijakan	Regresi Linier Berganda

				dividend an ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.	
3.	Abdullah W. Djabid (2009)	Kebijakan dividen dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang : sebuah perspektif agency theory	Variabel bebas struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional dan kebijakan dividen, sedangkan variabel terikat kebijakan hutang	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang	Regresi Linier Berganda
4.	Tarjo (2005)	Analisa <i>Free Cash Flow</i> dan Kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang pada perusahaan publik di Indonesia	Variabel bebas <i>Free Cash Flow</i> dan Kepemilikan manajerial, sedangkan variabel terikat kebijakan utang	Hasil penelitian membuktikan bahwa <i>free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.	Regresi Linier Berganda
5.	Ardianingtyas (2010)	Pengaruh free cash flow, struktur kepemilikan manajerial dan struktur kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang serta dampaknya pada nilai perusahaan	Variabel bebas free cash flow, struktur kepemilikan manajerial dan struktur kepemilikan institusional Variabel terikat nilai perusahaan Variabel intervening : kebijakan hutang	Hasil penelitian menunjukkan bahwa free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sedangkan SKI dan SKM berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Kebijakan hutang tidak mampu memediasi hubungan antara free cash flow dengan nilai perusahaan, sedangkan kebijakan hutang mampu memediasi hubungan SKI dan SKM dengan nilai perusahaan, serta kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Path analysis

Sumber : Disarikan dari berbagai jurnal

2.9 Pengembangan Hipotesis

1. *Free Cash Flow* (aliran kas bebas) menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kas yang

tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan. Menurut Jensen (1986) dalam Tiwuk Vita Ismawati (2009) bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa diduga lebih *survive* dalam situasi yang buruk, sehingga kebijakan perusahaan untuk hutang juga menurun. Hal ini sesuai pernyataan White et al (2003) dalam Mulianti (2009) bahwa semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia sehingga akan mempengaruhi bagi perusahaan dalam memanfaatkan kebijakan hutang. Hal tersebut juga dapat terjadi bahwa dengan tingginya *free cash flow* juga karena perusahaan kurang *survive*, artinya bahwa perusahaan kurang aktif dalam memanfaatkan *free cash flow* dengan maksimal, atau karena perusahaan kurang agresif dalam mencari proyek yang menguntungkan sehingga kas yang tersedia masih banyak dan perusahaan hanya memanfaatkan sedikit hutang. Aliran kas bebas negatif berarti sumber dana internal tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga memerlukan tambahan dana eksternal baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru. Sedangkan menurut Ross et. Al. (2000), aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Aliran kas bebas

menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian terdahulu Tarjo (2005) bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H₁ Diduga ada pengaruh negatif *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

2. Struktur kepemilikan sangat penting dalam mempengaruhi kebijakan hutang. Dalam struktur kepemilikan manajerial bahwa pemilik perusahaan dari pihak dalam (*insider*) mempunyai kekuatan yang besar untuk melakukan kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi kebijakan manajerial dalam memanfaatkan hutang. Hal ini karena kontrol yang besar dari manajer menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui utang untuk pendanaannya (Jensen, 1998 dalam Tiwuk, 2009). Penelitian ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Euis dan Taswan (2002) bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

H₂ Diduga ada pengaruh positif struktur kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI

3. *Managerial ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Struktur kepemilikan sangat penting dalam mempengaruhi kebijakan hutang. Dalam struktur kepemilikan manajerial bahwa pemilik perusahaan dari

pihak dalam (*insider*) mempunyai kekuatan yang besar untuk melakukan kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi kebijakan manajerial dalam memanfaatkan hutang. Manajerial komisaris diharapkan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham dengan mamaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai. variabel ini digunakan untuk mengetahui manfaat kepemilikan manajerial dalam mekanisme pengurangan *agency conflict* Diharapkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial, biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*agency cost of debt*) akan semakin menurun, maka koefisien manajerial akan menghasilkan negatif terhadap ratio hutang. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi dimasa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Theresia Tyas Listyani (2003) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu maka dapat dibuat hipotesis

H₃ Diduga ada pengaruh negatif struktur kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

4. Ukuran perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan kebijakan hutangnya. Semakin besarnya ukuran perusahaan maka kebutuhan akan dana juga akan semakin besar yang salah satunya dapat berasal dari pendanaan eksternal yaitu hutang. Perusahaan besar memiliki

keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil (Smith, 1996 dalam Mulianti, 2009). Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur. Penelitian yang dilakukan Homaifar dan Zietz *et.al* (1994), Lopez dan Francisco (2008) dalam Tiwuk (2009) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Penelitian ini juga didukung oleh penelitian yang ada di Indonesia yaitu penelitian Euis dan Taswan (2002), Nisa Fidyati (2003), serta Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007). Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H₄ Diduga ada pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

5. *Free Cash Flow* didefinisikan oleh Jensen (1986) sebagai kelebihan dana kas setelah dipakai untuk mendanai seluruh proyek yang memberikan *net present value* positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa diduga lebih *survive* dalam situasi yang buruk, sehingga nilai perusahaan juga akan meningkat. Akan tetapi juga bisa terjadi sebaliknya, bahwa ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan

menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam nilai perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil (Smith & Kim, 1994 dalam Mulianti, 2009). Dengan demikian bahwa semakin tinggi *free cash flow* yang tersedia di perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia yang menunjukkan bahwa nilai perusahaan akan semakin baik. karena *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar “strategi” menyasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara dan Tuasikal, 2003). Hal ini juga didukung oleh penelitian Tiwuk (2009) bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

H₅ Diduga *free cash flow* mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI

6. Kepemilikan saham umum manajerial yang berlebihan bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Mekanisme pengambilan keputusan hutang perusahaan dan pengambilan alih akan gagal jika manajemen memiliki kepentingan control dalam perusahaan, selain itu manajemen juga tidak mau menginvestasikan terlalu

banyak kekayaan pribadinya dalam perusahaan mereka. Pendanaan dengan hutang juga akan memperbesar resiko kebangkrutan perusahaan dengan meningkatkan kebangkrutan non diversifikasi bagi manajer sendiri, selain itu masalah agensi seperti penggantian *asset (phisc shifting)* atau rendahnya investasi dapat dipaparkan dengan besar dana hutang. Dengan berbagai keuntungan dan kekurangan mekanisme diatas, manajer diharapkan dapat mengoptimalkan pemanfaatan mekanisme tersebut agar biaya agency total dalam perusahaan dapat diminimalkan. Meskipun manajer tidak monitoring perusahaan atas saham umum institusional, namun manajer dapat mengatur tingkatan-tingkatan kepemilikan ekuitas internal dan tingkat pendanaan hutang. Dari argument-argumen diatas dapat disimpulkan bahwa sejalan dengan meningkatnya kepemilikan institusional dan pengawasan yang terkait akan lebih optimal bagi perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang dan kepemilikan manajerial yang lebih rendah guna mengontrol konflik dalam perusahaan.

H₆ Diduga struktur kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI

7. Kepemilikan institusional dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti resiko hutang terhadap ekuitas akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan resiko. Kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan

dimonitor oleh pihak *debtholders*. Karena monitoring dalam perusahaan yang ketat tadi menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan *debtholders* dan *shareholders*, sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepentingan institusional. Penggunaan hutang juga akan menurunkan nilai perusahaan dan meningkatkan risiko, oleh karena itu manajer akan berhati-hati dalam penggunaan hutang. Variabel kepemilikan institusional dalam penelitian ini berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan hutang oleh manajer. Hal ini sejalan dengan penelitian Theresia Tyas Listyani (2003) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu maka dapat dibuat hipotesis

H₇ Diduga struktur kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI

8. Ukuran perusahaan yang besar memiliki pendanaan yang sangat besar, salah satunya adalah dengan menggunakan dana dari luar atau hutang. Atau dapat diartikan bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin tinggi perusahaan menggunakan hutang sehingga nilai perusahaan juga meningkat. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan

dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dalam meningkatkan nilai perusahaan (Smith, 1996 dalam Mulianti, 2009). Hal tersebut juga didukung oleh penelitian Mulianti (2009) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

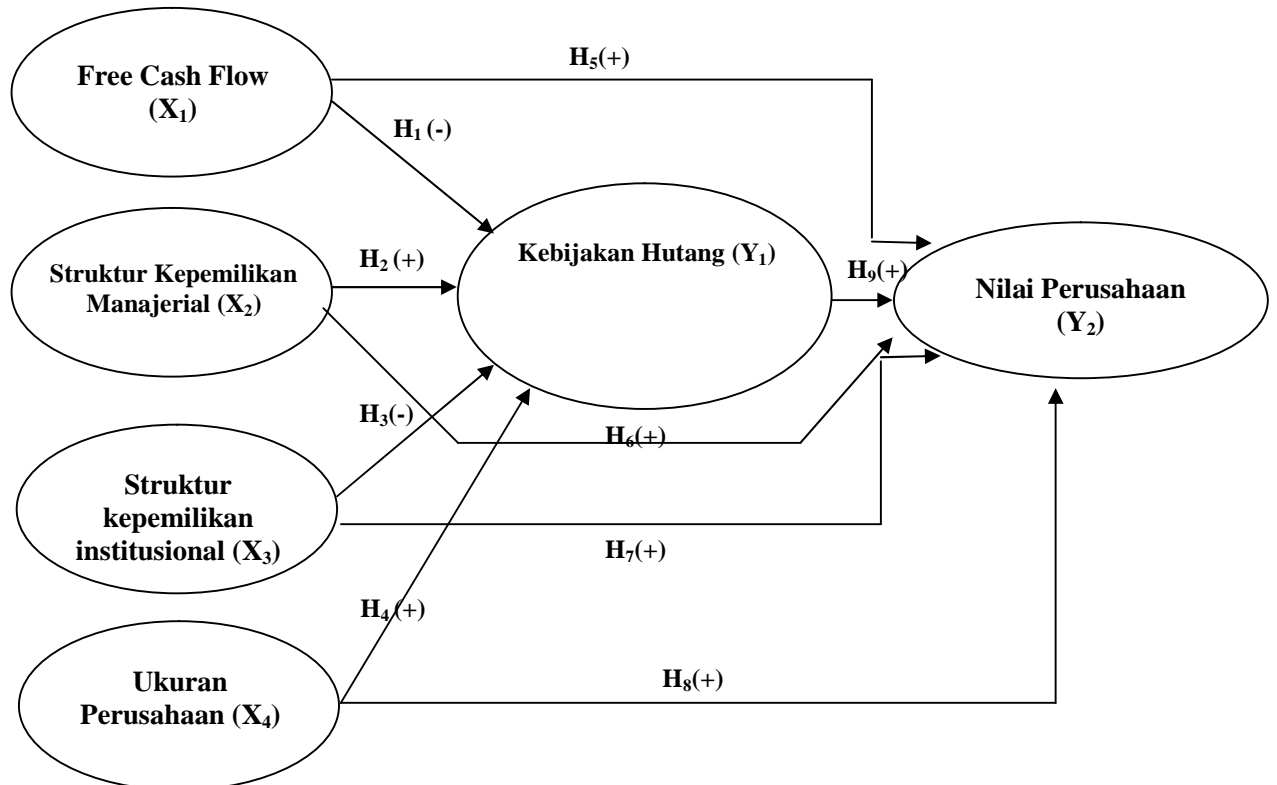
H₈ Diduga ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada Perusahaan manufaktur di BEI

9. Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan, yang mana pendapatan dipengaruhi faktor eksternal sedangkan hutang menimbulkan beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Semakin besar hutang, maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Akan tetapi dampak negatifnya yaitu risiko kebangkrutan akan semakin tinggi karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. Penelitian yang dilakukan oleh Ardianingtyas (2010) memberikan hasil dimana kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H₉ : Diduga Kebijakan hutang mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada Perusahaan manufaktur di BEI.

2.10 Kerangka Pemikiran Teoritis

Gambar 2.1
Model Penelitian



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri dari obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan-perusahaan manufaktur merupakan kelompok emiten terbesar dari seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI dengan jumlah populasi perusahaan manufaktur sebesar 149 perusahaan.

Sedangkan sampel adalah bagian kecil dari suatu populasi yang karakteristiknya hendak diselidiki dan dianggap dapat mewakili dari keseluruhan populasi. Teknik yang digunakan dalam pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2001). Pertimbangan pada kriteria tersebut di atas dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan. Adapun kriteria sebagai berikut :

1. Tercatat sebagai emiten yang masih terdaftar sejak tahun 2006 sampai 2010 secara terus menerus melaporkan laporan keuangannya.
2. Selama periode pengamatan perusahaan memperoleh laba

3.2 Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel adalah suatu definisi yang diberikan untuk menjabarkan variabel tertentu yang timbul dalam sesuatu penelitian kedalam indicator yang lebih terperinci. Pengukuran operasional variabel dari penelitian ini :

a. *Free Cash Flow*

Free cash flow merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow* dalam penelitian ini dipakai sebagai variabel independen. *Free cash flow* dihitung menggunakan rumus Ross *et al.* yang dinyatakan dalam satuan rupiah (2000), yaitu :

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

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

NWC_{it} : modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Aliran kas operasi adalah kas berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah bersih pada *asset* tetap yaitu *asset* tetap bersih akhir periode dikurangi *asset* tetap bersih pada awal periode. Sedangkan modal kerja bersih adalah selisih antara jumlah *asset* lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama.

b. Struktur kepemilikan Manajerial

Variabel *managerial ownership* adalah pemegang saham yang dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Variabel ini digunakan untuk mengetahui manfaat kepemilikan manajer dalam mekanisme pengurangan *agency conflict* diharapkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajer biaya keagenan yang ditimbulkan untuk hutang (*agency of debt*) akan semakin menurun sehingga koefisien MOWN menghasilkan negatif terhadap rasio hutang. Hal ini dimungkinkan karena kehadiran kepemilikan insider dapat menggantikan peranan hutang dalam meminimumkan biaya keagenan perusahaan. Variabel ini diukur dalam jumlah persentase yang dimiliki untuk manajemen pada akhir tahun (Wahidahwati, 2001 dalam Djabid, 2009). Untuk mengetahui struktur kepemilikan manajerial dapat dilihat dengan rumus

$$SKM = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100 \%$$

c. Struktur kepemilikan Institusional

Proporsi kepemilikan saham oleh publik diukur dengan prosentase kepemilikan saham oleh publik (masyarakat) berdasarkan jumlah saham yang dimiliki. Struktur kepemilikan institusional seperti yang dikembangkan oleh Widyastuti

(2007) diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki instirusi terhadap jumlah saham yang berdar (*outsider*).

d. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah ukuran relatif dan nilai suatu perusahaan yang dapat diukur dengan menggunakan penjualan, nilai pasar saham dan atau ekuitas pemilik sebagai dasar pengukurannya (Sunaryah, 2002). Dalam penelitian ini menggunakan nilai logaritma natural dari total aktiva sebagai dasar pengukurannya. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini menggunakan *variable dummy* yang terdiri dari dua level, yaitu perusahaan kecil dengan nilai 0 dan perusahaan besar dengan nilai 1. Jika pengelompokkan data nilai 0 berarti nilai log natural di bawah rata-rata sedangkan nilai 1 berarti nilai tersebut di atas rata-rata. Pengkategorian ukuran perusahaan ini dilakukan dengan menggunakan analisis klaster terhadap log natural total aktiva seluruh perusahaan sampel. Metode klaster dilakukan dengan aplikasi SPSS dengan jumlah klaster yang ditetapkan sebanyak dua buah. Metode ini dipilih karena kepraktisannya mengingat tujuan mengklaster pada penelitian ini hanya sekedar mengelompokkan perusahaan menjadi dua kelompok berdasarkan besar total aktiva yang diukur dengan satuan rupiah. Rumus (Wahidahwati, 2001 dalam Djabid, 2009) :

Ukuran Perusahaan = Ln total aktiva

e. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Kebijakan hutang diukur dengan satuan rupiah yang dinyatakan dengan rumus sebagai berikut (Djabid, 2009)

$$\text{DEBT} = \frac{\text{Utang jangka panjang}}{\text{Utang jangka panjang} + \text{ekuitas}} \times 100 \%$$

f. Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, nilai perusahaan diproksikan dengan *price book value* (PBV). PBV merupakan hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham (Ang (1997) / ICMD (2007 dan 2008). Dalam hal ini satuan nilai perusahaan dinyatakan dengan per lembar saham. *Price book value* (PBV) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{PBV} = \frac{\text{Ps}}{\text{BVS}}$$

Ps merupakan harga pasar saham dan BVS merupakan nilai buku per lembar saham (*book value per share*).

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperoleh adalah data dokumenter, yaitu data yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh

pihak lain), umumnya berupa bukti catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan (Indriantoro, 2002: 11).

Sumber data yang digunakan adalah sumber data sekunder. Data sekunder merupakan data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat) oleh pihak lain (Indriantoro dan Supomo, 2002:147). Data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *Jakarta Stock Exchange* (JSX) selama 5 tahun yaitu berupa laporan keuangan tahun 2006-2010.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan beberapa cara sebagai berikut :

1. Dokumentasi, yaitu pengumpulan data yang tersedia pada obyek penelitian, dalam hal ini dokumen laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006 - 2010.
2. Studi pustaka, yaitu dari literatur–literatur yang berhubungan dengan permasalahan dalam penulisan penelitian

3.5 Metode Analisis Data

Analisis data dilakukan dengan menggunakan analisis kuantitatif, yaitu suatu analisis data yang diperlukan terhadap data yang diperoleh dari hasil responden yang diberikan, kemudian dilakukan analisa berdasarkan metode statistik dan data tersebut

diklasifikasikan ke dalam kategori tertentu dengan menggunakan tabel untuk mempermudah dalam menganalisa.

3.5.1 Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif yaitu analisis yang ditunjukkan pada perkembangan dan pertumbuhan dari suatu keadaan dan hanya memberikan gambaran tentang keadaan tertentu dengan cara menguraikan tentang sifat-sifat dari obyek penelitian tersebut (Umar, 2002: 78). Dalam analisis deskriptif data yang dipakai yaitu data minimum, maximum, mean dan standar deviasi.

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Asumsi klasik adalah suatu pengujian hipotesis yang digunakan dalam suatu penelitian yang menunjukkan bahwa model regresi tersebut layak atau tidak untuk dilakukan ke pengujian selanjutnya (Ghozali, 2007: 63). Adapun penyimpangan asumsi klasik ada empat

1) Normalitas

Uji Normalitas residual bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2007: 110). Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Kalau asumsi ini dilanggar, maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil. Untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak, maka dalam penelitian ini menggunakan

uji statistik. Hal ini dilakukan karena uji normalitas dengan grafik dapat menyesatkan kalau tidak hati-hati secara visual kelihatan normal, pada hal secara statistik bisa sebaliknya. Oleh sebab itu dalam penelitian ini menggunakan uji statistik. Test statistik sederhana yang dapat dilakukan berdasarkan nilai *kurtosis* atau *skewness*. *Skewness* mengukur kemencengan dari data dan *kurtosis* mengukur puncak dari distribusi data. Data yang terdistribusi secara normal mempunyai nilai *skewness* mendekati nol. Nilai Z statistik untuk *skewness* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Ghozali, 2007: 113) :

$$Z \text{ Skewness} = \frac{\text{Skewness}}{\sqrt{6/N}}$$

Sedangkan nilai z *kurtosis* dapat dihitung dengan rumus :

$$Z \text{ Kurtosis} = \frac{\text{Skewness}}{\sqrt{24/N}}$$

Jika rasio *skewness* berada diantara -2 sampai dengan +2 maka distribusi data adalah normal.

2) Multikolinieritas

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2001: 64). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independent. Nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi dan menunjukkan kolinieritas yang tinggi. Nilai cutoff bagi angka tolerance adalah sebesar 0,10 atau sama

dengan nilai VIF diatas 10, artinya bahwa semua variabel yang akan dimasukkan dalam perhitungan model regresi harus mempunyai tolerance di atas 0,10. Jika lebih rendah dari dari 0,10 maka terjadi multikolinearitas. Sedangkan hasil perhitungan nilai VIF, jika memiliki nilai VIF kurang dari 10, maka tidak mempunyai persoalan multikolinieritas (Ghozali, 2001:57).

3) Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t - 1$ (sebelumnya). (Ghozali, 2001:67). Kriteria apabila tidak terjadi autokorelasi ditentukan dengan nilai Durbin Watson, yaitu dengan cara membandingkan antara nilai DW test dengan nilai pada tabel pada tingkat k (jumlah variabel bebas), n (jumlah sampel), dan α (tingkat signifikasi) yang ada. Jika nilai DW test $> d_u$ dan $DW\ test < 4 - d_u$ maka disimpulkan bahwa model yang diajukan tidak terjadi autokorelasi pada tingkat signifikasi tertentu.

4) Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. (Ghozali, 2001). Salah satu cara untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas adalah dengan metode uji glejser. Uji glejser mengusulkan untuk meregres nilai absolute residual terhadap variabel independen. Jika variabel independen signifikan secara statistic mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Kriteria tidak terjadi problem heteroskedastisitas

apabila probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%, sehingga disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

3.5.3 Path Analisis atau Analisis Jalur

Model path analisis (analisis jalur) digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas (eksogen) terhadap variabel terikat (endogen) (ghozali, 2007: 175). manfaat dari path analisis adalah untuk penjelasan terhadap fenomena yang dipelajari atau permasalahan yang diteliti, prediksi dengan path analysis ini bersifat kualitatif, faktor determinan yaitu penentuan variabel bebas mana yang berpengaruh dominan terhadap variabel terikat, serta dapat menelusuri mekanisme pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. variabel intervening merupakan variabel antara atau mediating, fungsinya memediasi antara variabel independen dengan variabel dependen. untuk menguji pengaruh variabel intervening digunakan metode analisis jalur (*path analysis*). analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, atau analisis jalur digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas (*eksogen*) terhadap variabel terikat (*endogen*). pada dasarnya koefisien jalur adalah koefisien regresi yang distandarkan (*standardized coefficient regresi*). adapun persamaan regresi dapat dirumuskan sebagai berikut (Ghozali, 2007: 175) :

$$Y_1 : \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon_1 \quad \text{persamaan(1)}$$

$$Y_2 : \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 Y_1 + \varepsilon_1 \quad \text{persamaan(2)}$$

Keterangan

Y_2 = Nilai perusahaan

Y_1 = Kebijakan hutang

X_1 = *Free Cash Flow*

X_2 = Struktur kepemilikan manajerial

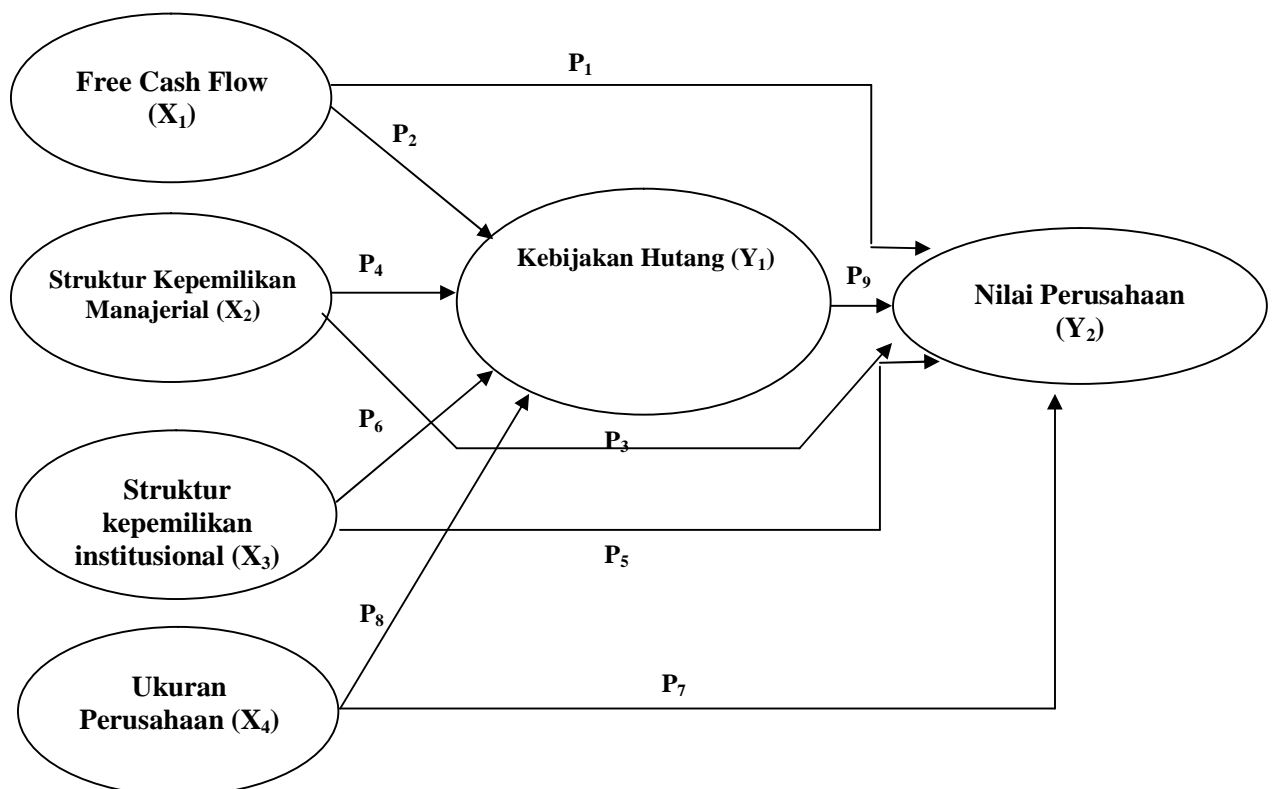
X_3 = Struktur kepemilikan institusional

X_4 = Ukuran perusahaan

β = koefisien regresi *standardized*

ε = Error *of term* atau variabel pengganggu

Untuk mengetahui apakah nilai tidak langsung mampu menjadi variabel langsung dapat dilihat pada gambar berikut ini :



Keterangan :

1. Jika kontribusi pengaruh langsung antara *free cash flow*, terhadap nilai perusahaan lebih kecil dari pada pengaruh tidak langsung melalui kebijakan hutang, maka kebijakan hutang terbukti sebagai variabel intervening

$$\text{Pengaruh langsung} = p1$$

$$\text{Pengaruh tidak langsung } free\ cash\ flow \text{ ke kebijakan hutang} = \frac{p2 \times p9}{\quad}$$

$$\text{Total pengaruh (korelasi } free\ cash\ flow \text{ ke kebijakan hutang)} = p1 + (p2 \times p9)$$

2. Jika kontribusi pengaruh langsung antara struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan lebih kecil dari pada pengaruh tidak langsung melalui kebijakan hutang, maka kebijakan hutang terbukti sebagai variabel intervening

$$\text{Pengaruh langsung} = p3$$

$$\text{Pengaruh tidak langsung SKM ke kebijakan hutang} = \frac{p4 \times p9}{\quad}$$

$$\text{Total pengaruh (korelasi SKM ke kebijakan hutang)} = p3 + (p4 \times p9)$$

3. Jika kontribusi pengaruh langsung antara struktur kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan lebih kecil dari pada pengaruh tidak langsung melalui kebijakan hutang, maka kebijakan hutang terbukti sebagai variabel intervening

$$\text{Pengaruh langsung} = p5$$

$$\text{Pengaruh tidak langsung SKI ke kebijakan hutang} = \frac{p6 \times p9}{\quad}$$

$$\text{Total pengaruh (korelasi SKI ke kebijakan hutang)} = p5 + (p6 \times p9).$$

4. Jika kontribusi pengaruh langsung ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan lebih kecil dari pada pengaruh tidak langsung melalui kebijakan hutang, maka kebijakan hutang terbukti sebagai variabel intervening

$$\text{Pengaruh langsung} = p7$$

$$\text{Pengaruh tdk langsung ukuran perusahaan ke kebijakan hutang} = \frac{p8 \times p9}{\text{-----}}$$

$$\text{Total pengaruh (korelasi uk. perusahaan ke kebijakan hutang)} = p7 + (p8 \times p9).$$

3.5.4 Koefisien Determinasi

Analisis koefisien determination, untuk mengukur besarnya presentasi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Biasanya dalam output korelasi, koefisien ini dinyatakan dalam R^2 . Nilai R^2 menunjukkan tingkat kemampuan semua variabel bebas untuk mempengaruhi variabel terikat, sedangkan sisanya ditentukan oleh variabel lain dil luar variabel bebas. Nilai R Square dikatakan baik jika di atas 0,5, karena nilai *R Square* berkisar 0 sampai 1. Pada umumnya sampel dengan data deret waktu (*time series*) memiliki *R Square* maupun *Adjusted R Square* cukup tinggi (diatas 0,5), sedangkan dampel dengan data item tertentu yang disebut data silang (*crosssection*) pada umunya memiliki *R Square* maupun *Adjusted r square* agak rendah (dibawah 0,5), namun tidak menutup kemungkinan data jenis *crosssection* memiliki nilai *R Square* maupun *Adjusted R Square* cukup tinggi (Bhuono, 2005:51).

3.5.5 Pengujian Hipotesis

Dalam pengujian path analisis digunakan untuk mengetahui pengaruh langsung dan tidak langsung. Adapun kesimpulan penerimaan Hipotesis

- a. Jika taraf signifikansi $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya ada pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Dengan demikian hipotesis dapat diterima / terbukti.
- a. Jika taraf signifikansi $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya tidak ada pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Dengan demikian hipotesis tidak diterima / tidak terbukti.