

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,  
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, SET KESEMPATAN  
INVESTASI, DAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP  
KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN**



**SKRIPSI**

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

Disusun oleh:

**MAYANG PATRICIA**  
**12030110141204**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS**  
**UNIVERSITAS DIPONEGORO**  
**SEMARANG**  
**2014**

## PERSETUJUAN PENELITIAN

Nama Penyusun : Mayang Patricia  
Nomor Induk Mahasiwa : 12030110141204  
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi  
Judul Usulan Penelitian Skripsi : **PENGARUH KEPEMILIKAN  
INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN  
MANAJERIAL, SET KESEMPATAN  
INVESTASI, DAN ARUS KAS BEBAS  
TERHADAP KEBIJAKAN UTANG  
PERUSAHAAN**  
Dosen Pembimbing : Dr. Darsono, MBA., Akt

Semarang, 1 April 2014

(Dr. Darsono, MBA., Akt)

NIP. 19620813 199001 1001

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN**

Nama Penyusun : Mayang Patricia  
Nomor Induk Mahasiwa : 12030110141204  
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi  
Judul Usulan Penelitian Skripsi : **PENGARUH KEPEMILIKAN  
INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN  
MANAJERIAL, SET KESEMPATAN  
INVESTASI, DAN ARUS KAS BEBAS  
TERHADAP KEBIJAKAN UTANG  
PERUSAHAAN**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 21 april 2014**

Tim Penguji :

1. Dr. Darsono, MBA., Akt (.....)
2. Dul Muid, S.E M.Si., Akt (.....)
3. Wahyu Meiranto, S.E., M.Si., Akt (.....)

## PERNYATAAN ORISNALITAS SKRIPSI

Yang bertandatangan di bawah ini saya, Mayang Patricia menyatakan bahwa skripsi dengan judul PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, SET KESEMPATAN INVESTASI, DAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN adalah asli 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 atau keseluruhan tulisan yang saya tiru atau saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut diatas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai 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 ijazah yang telah diberikan universitas batal saya terima.

Semarang, 1 April 2014

Yang membuat pernyataan

Mayang Patricia

NIM. 12030110141204

## **ABSTRACT**

*This research aims at empirically examine the effect of institutional ownership, managerial ownership, investment opportunity set, and free cash flow of the debt policy on financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2010-2012.*

*The theory used in this research is the agency theory. The selected samples total of 101 companies. The data used, use the cross section with a multiple regression analysis technique.*

*The results show that the institutional ownership and managerial ownership negatively affect to the debt policy and the investment opportunity set and free cash flow have a positive effect on the debt policy.*

*Keywords: institutional ownership, managerial ownership, investment opportunity set, free cash flow, debt policy.*

## **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas terhadap kebijakan utang perusahaan pada perusahaan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2012.

Teori yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori agensi. Sampel yang terpilih sebanyak 101 perusahaan. Data yang digunakan menggunakan *cross section* dengan teknik analisis regresi berganda.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan utang perusahaan, serta set kesempatan investasi dan arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan.

Kata kunci: kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, arus kas bebas, kebijakan utang perusahaan.

## **KATA PENGANTAR**

Puji Syukur kepada Tuhan Yesus Kristus karena atas berkat dan rahmat-Nya skripsi yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Utang Perusahaan” ini dapat diselesaikan dengan baik.

Pada kesempatan ini, penulis juga menyampaikan terima kasih kepada berbagai pihak yang memberikan bimbingan baik secara langsung dan tidak langsung, antara lain:

1. Prof. Drs. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D. selaku dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. M. Syafrudin, M.Si., Akt. Selaku ketua jurusan program sarjana akuntansi.
3. Drs. Dul Muid, M.Si., Akt. Selaku dosen wali yang telah memberikan dukungan untuk menyelesaikan skripsi ini.
4. Dr. Darsono, MBA., Akt selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan dan perhatian serta masukan hingga skripsi ini selesai.
5. Para dosen program sarjana akuntansi Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan wawasan keilmuan kepada penulis

6. Bapak Dhuarman Rajagukguk dan Ibu Tianni Purba sebagai papa dan mama penulis yang selalu memberikan semangat dan doa agar penulis dapat menyelesaikan skripsi ini
7. Dhaniaty Aginta dan Sry Devi Yanti selaku kakak dan sepupu penulis yang memberikan dukungan untuk menyelesaikan skripsi ini hingga akhir
8. Para sahabat penulis Maharani Pritasari, Yana Yefta, Margarita Putri, Maria Angelia, dan Tiara Kresna yang telah memberikan semangat hingga skripsi ini dapat selesai
9. Kedua sahabat tercinta Reetha Priscisla Oyong dan Asih Wulansari yang selalu membantu penulis dalam kesulitan menyelesaikan skripsi ini
10. Teman-teman Akuntansi Reguler 2 kelas C yaitu Alvyra Nesia, Annisa Parasayu, Bunga Widia, Christa Evandini, Claudia Karina, Dias Nurmalasari, Dewi Rosarina, Janet Alvionita, Kumala Shinta, Margi Kurniasih, Riana Widiastuti, Adi Putra, Alvin Kautsar, Dicko Eka, Danis Ardyansah, Galih Sudarsono, Hanindyo Baskoro, Hendra Kemal, Kahfi Prasumba, Rahardian Isnu, Samuel Simorangkir, Wahyu Rachmadi, Waskito, Yamaditya yang telah membantu penulis menyelesaikan skripsi ini agar selesai tepat waktu.
11. Teman-teman KKN Tim I Undip Kec. Tersono Desa Satriyan yaitu: Adhi Perdana, Akha Pratila Sari, Budi Cahyo, Cory Amelia, Dolly Simon, Ikke Ayu, Ilannatul Chuluqiyyah, Reynaldi Prasetya, Tantri Permana yang memberikan motivasi penulis demi kelancaran skripsi ini.

12. Teman-teman kost wisma restika 2 perumda Tembalang yang memberikan semangat penulis untuk menyelesaikan skripsi ini
13. Segenap staf dan karyawan akademik fakultas ekonomika dan bisnis Universitas Diponegoro.
14. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan namanya satu per satu yang turut memberikan bantuan dalam menyelesaikan skripsi ini.

Semarang, 1 April 2014

Penulis

## MOTO DAN PERSEMBAHAN

“Do Good, and good will come to you”-@notebook

**Skripsi ini saya persembahkan untuk:**

Papa dan mama tercinta serta kakak tersayang.

Para teman dan sahabat terkasih

## DAFTAR ISI

Halaman

|   |      |
|---|------|
| HALAMAN JUDUL .....                     | i    |
| HALAMAN PERSETUJUAN.....                | ii   |
| HALAMAN PENGESAHAN.....                 | iii  |
| PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....    | iv   |
| ABSTRACT.....                           | v    |
| KATA PENGANTAR.....                     | vii  |
| HALAMAN MOTO DAN PERSEMBAHAN.....       | x    |
| DAFTAR ISI.....                         | xi   |
| DAFTAR TABEL.....                       | xiii |
| DAFTAR GAMBAR.....                      | xiv  |
| DAFTAR LAMPIRAN.....                    | xv   |
| BAB I PENDAHULUAN.....                  | 1    |
| 1.1 Latar Belakang.....                 | 1    |
| 1.2 Rumusan Masalah.....                | 7    |
| 1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian..... | 8    |
| 1.4 Sistematika Penulisan.....          | 9    |
| BAB II Telaah Pustaka.....              | 11   |
| 2.1. Landasan Teori.....                | 11   |
| 2.1.1. Teori Agensi.....                | 11   |
| 2.1.2. Kebijakan Utang Perusahaan.....  | 14   |
| 2.1.3. Kepemilikan Institusional.....   | 15   |

|   |           |
|---|-----------|
| 2.1.4. Kepemilikan Manajerial.....  | 16        |
| 2.1.5. Set Kesempatan Investasi.....  | 17        |
| 2.1.6. Arus Kas Bebas.....  | 18        |
| 2.2. Penelitian Terdahulu.....  | 19        |
| 2.3. Kerangka Pemikiran.....  | 20        |
| 2.4. Pengembangan Hipotesis.....  | 22        |
| 2.4.1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang<br>Perusahaan..... | 22        |
| 2.4.2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang<br>Perusahaan.....    | 23        |
| 2.4.3. Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Utang<br>Perusahaan.....  | 24        |
| 2.4.4. pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Utang<br>Perusahaan.....            | 25        |
| <b>BAB III METODE PENELITIAN.....</b>   | <b>26</b> |
| 3.1 Variabel Penelitian dan Defini Operasional Penelitian.....                        | 26        |
| 3.1.1. Variabel Dependen.....   | 26        |
| 3.1.2. Variabel Independen.....   | 26        |
| 3.2 Populasi dan Sampel.....  | 28        |
| 3.3 Jenis dan Sumber Data.....  | 29        |
| 3.4 Metode Pengumpulan Data.....  | 29        |
| 3.5 Metode Analisis.....  | 30        |
| 3.5.1. Pengujian Asumsi Klasik.....   | 31        |
| 3.5.1.1. Uji Normalitas.....  | 31        |
| 3.5.1.2. Uji Autokorelasi.....  | 31        |
| 3.5.1.3. Uji Heteroskedastisitas.....   | 32        |
| 3.5.1.4. Uji Multikolinearitas.....   | 32        |
| 3.5.2. Pengujian Hipotesis.....   | 33        |

|  |    |
|--|----|
| BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....                             | 35 |
| 4.1 Deskripsi Obyek Penelitian.....                          | 35 |
| 4.2 Analisis Data.....                                       | 36 |
| 4.2.1.Statistik Deskripsi Penelitian.....                    | 36 |
| 4.2.1.1..Statistik Deskripsi Kebijakan Utang Perusahaan..... | 36 |
| 4.2.1.2.Statistik Deskripsi Kepemilikan Institusional.....   | 37 |
| 4.2.1.3.Statistik Deskripsi Kepemilikan Manajerial.....      | 37 |
| 4.2.1.4.Statistik Deskripsi Set Kesempatan Investasi.....    | 37 |
| 4.2.1.5.Statistik Deskripsi Arus Kas Bebas.....              | 37 |
| 4.2.2.Uji Asumsi Klasik.....                                 | 38 |
| 4.2.2.1.Uji Normalitas.....                                  | 38 |
| 4.2.2.2.Uji Autokorelasi.....                                | 39 |
| 4.2.2.3.Uji Heteroskedastisitas.....                         | 39 |
| 4.2.2.4.Uji Multikolinearitas.....                           | 40 |
| 4.2.3.Uji Hipotesis.....                                     | 41 |
| 4.2.3.1.Uji Hipotesis t.....                                 | 41 |
| 4.2.3.2.Uji Hipotesis F.....                                 | 43 |
| 4.2.3.3.Koefisien Determinasi.....                           | 44 |
| 4.3 Hasil Interpretasi Penelitian.....                       | 45 |
| 4.3.1.Kepemilikan Institusional.....                         | 46 |
| 4.3.2.Kepemilikan Manajerial.....                            | 46 |
| 4.3.3.Set Kesempatan Investasi.....                          | 46 |
| 4.3.4.Arus Kas Bebas.....                                    | 47 |
| BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....                              | 48 |
| 5.1. Kesimpulan.....   | 48 |
| 5.2. Keterbatasan Penelitian.....                            | 48 |
| 5.3. Saran.....  | 49 |

|                     |    |
|---------------------|----|
| DAFTAR PUSTAKA..... | 50 |
| LAMPIRAN.....       | 52 |

## DAFTAR TABEL

|  |    |
|--|----|
| Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu.....  | 19 |
| Tabel 4.1 Sampel Terpilih.....                 | 34 |
| Tabel 4.2 Statistik Deskripsi.....             | 35 |
| Tabel 4.3 Arus Kas Bebas.....                  | 36 |
| Tabel 4.4 Uji <i>Kolmogorov Smirnov</i> .....  | 37 |
| Tabel 4.5 Uji <i>Durbin Watson</i> .....       | 38 |
| Tabel 4.6 Uji Glejser.....                     | 39 |
| Tabel 4.7 Nilai VIF dan <i>Tolerance</i> ..... | 39 |
| Tabel 4.8 Uji hipotesis t.....                 | 40 |
| Tabel 4.9 Uji hipotesis F.....                 | 42 |
| Tabel 4.10 Koefisien Determinasi.....          | 43 |
| Tabel 4.11 Ringkasan Uji Hipotesis.....        | 43 |

## DAFTAR GAMBAR

|   |    |
|---|----|
| Gambar 2.1 kerangka Pemikiran Penelitian..... | 22 |
|---|----|

## DAFTAR LAMPIRAN

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| Lampiran A Sampel Penelitian..... | 51 |
| Lampiran B Uji Asumsi Klasik..... | 52 |

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang**

Tujuan perusahaan dalam melakukan kegiatan operasional adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan. Meningkatkan nilai perusahaan sama saja dengan meningkatnya nilai pemegang saham. Hal ini juga dapat menunjukkan tingkat pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan inilah yang diinginkan para investor sehingga dapat meningkatkan kemakmuran investor, tapi sering kali tujuan ini tidak searah dengan manajemen yang memiliki tujuan pribadi.

Teori keagenan menjelaskan bagaimana hubungan prinsipil dan agen. Agen (manajer) melakukan pengelolaan perusahaan dimana manajer bertanggung jawab terhadap pengambilan keputusan strategis dalam operasional sehari-hari perusahaan. Kinerja manajemen ini nantinya akan dipertanggungjawabkan pada pemegang saham (pemilik). Pemisahan fungsi kepemilikan dan pengambilan keputusan dimana prinsipil meyewa agen untuk bekerja demi kepentingan prinsipil ini menimbulkan hubungan agensi (Jensen dan Meckling, 1976).

Keputusan yang diambil oleh manajemen dan prinsipil bergantung pada porsi kepemilikan investor dan manajerial yang dimiliki masing-masing pihak. Semakin besar porsi kepemilikan yang dimiliki maka semakin besar pengaruh yang dapat diberikan kepada perusahaan dalam mengambil keputusan mengenai aktivitas

perusahaan untuk tujuan pribadi. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer.

Porsi yang dimiliki oleh investor dan manajemen diukur dengan kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer sekaligus pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya dan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan hanya mementingkan dirinya sendiri.

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa apabila proporsi kepemilikan saham oleh manajer perusahaan kurang dari 100 persen merupakan awal dari *agency problem*, hal ini terjadi karena manajer cenderung bertindak untuk kepentingan dirinya sendiri bukan berdasarkan kepentingan dan tujuan perusahaan. Hal tersebut akan menimbulkan konflik antar beberapa pihak yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. konflik dapat terjadi antara manajemen dan pemilik perusahaan, antara manajer bersama-sama pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, antara pemegang saham dengan para kreditur, juga antara manajer dengan *stakeholders* lainnya.

Kepentingan pribadi yang dimiliki oleh manajer tidak disukai oleh pemegang saham (investor) karena kepentingan pribadi manajer akan mengurangi keuntungan yang akan didapatkan oleh pemegang saham. Konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham akan menimbulkan *agency cost*. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986), Agrawal dan Jayaraman (1994), Jaggi dan Gul (1999),

salah satu penyebab munculnya konflik keagenan yang akan menyebabkan timbulnya *agency cost* adalah arus kas bebas. Aliran kas bebas dapat menimbulkan masalah keagenan. Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melalui ukuran optimalnya, sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan nilai sekarang bersih (*Net Present Value*) negatif dengan menggunakan dana yang dihasilkan dari aliran kas bebas. *Agency cost* dapat dikurangi dengan melibatkan pihak ketiga yaitu kreditur (*debtholders*). Pengawasan dari kreditur dinilai dapat mengurangi *agency cost*. Kreditur dapat masuk melalui kebijakan utang perusahaan. Dengan adanya hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik terhadap bunga dan pinjaman pokoknya sehingga dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal (Jensen, 1986).

Konflik kebijakan utang antara manajer dan kreditur muncul ketika manajer mengambil proyek-proyek yang mempunyai resiko lebih besar dari yang diperkirakan oleh kreditur. Dalam hal ini kreditur tidak mau dirugikan apabila dana yang diinvestasikan pada proyek yang berisiko yang berisiko tinggi, karena akan meningkatkan risiko kebangkrutan, yang akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan sebagai akibat menurunnya nilai pasar hutang atau obligasi yang belum jatuh tempo. Sebaliknya jika proyek berisiko tinggi tersebut memberikan hasil yang bagus, kompensasi yang diterima kreditur tidak ikut naik (Fidyati, 2003)

Jensen (1986) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, keputusan pendanaan, serta kebijakan dividen dapat mengurangi biaya keagenan dan

penggunaan kebijakan utang dapat mengurangi konflik keagenan atau masalah keagenan serta menekan biaya keagenan terutama biaya pengawasan karena secara tidak langsung perusahaan meminta kepada pihak kreditur untuk mengawasi kinerja manager. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa dalam hubungan keagenan terdapat 3 masalah yaitu: (1). Masalah pengawasan pemegang saham kepada manager yang dilakukan agar manager bekerja sesuai dengan keinginan pemegang saham yang akhirnya dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, (2). Biaya yang menyertai hubungan agensi yaitu biaya-biaya yang dikeluarkan oleh prinsipil dalam membentuk dan menjaga hubungan keagenan seperti biaya pengawasan, kompensasi memberikan fasilitas kepada manager, dan (3). Menghindari dan meminimalkan biaya keagenan dimana biaya keagenan yang semakin besar akan menjadi beban biaya bagi perusahaan sehingga perlu diminimalkan.

Kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya. Kemampuan perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan kreditur untuk meminjamkan dana kepada perusahaan. Kemampuan perusahaan tersebut sering diukur dengan rasio lancar yaitu perbandingan aset lancar dengan hutang lancar. Rasio lancaryang tinggi berarti perusahaan memiliki cukup aset lancar untuk membayar utang lancar sehingga perusahaan akan lebih mudah mendapatkan hutang.

Jumlah utang yang terlalu tinggi akan mengakibatkan *financial distress*. *Financial distress* perusahaan didefinisikan sebagai kondisi di mana hasil operasi perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban perusahaan (*Insolvency*).

*Financial distress* akan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan. Indikator yang menunjukkan apakah suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan antara lain ditandai dengan adanya pemberhentian kerja atau hilangnya pembayaran dividen, serta arus kas yang lebih kecil daripada hutang jangka panjang (Whitaker, 1999) atau jika selama 2 tahun mengalami laba bersih operasi negatif dan selama lebih dari 1 tahun tidak melakukan pembayaran dividen, sedangkan Wahyujati (2000) mendefinisikan *financial distress* jika perusahaan mengalami *net income* negatif selama 3 tahun.

Ketika *financial distress* terjadi dalam perusahaan dan perusahaan dihadapkan pada permasalahan mengenai kebangkrutan, maka suatu keputusan yang harus dibuat salah satunya adalah melalui likuidasi bisnis dengan cara menjual asset perusahaan atau melakukan reorganisasi agar kelangsungan hidup perusahaan dapat dipertahankan. Manajemen dapat saja mengambil langkah pertama, yaitu melakukan likuidasi namun umumnya manajemen memilih untuk mengamankan karir mereka melalui cara reorganisasi. Hal ini selanjutnya akan menimbulkan konflik antara manajer dengan pemilik atau antara manajer dengan kreditur, atau bahkan antara keduanya.

Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau ekuitas daripada utang. Jika pertumbuhan perusahaan dibiayai oleh utang manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal/*underinvestment*, karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut.

perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah cenderung untuk membayar dividen lebih besar, agar dapat mengalihkan sumber dana perusahaan agar tidak ditanamkan dalam proyek dengan NPV yang negatif (Jensen, 1986). Sementara untuk perusahaan yang tingkat pertumbuhan yang tinggi, dividen yang dibayarkan akan lebih kecil karna akan diinvestasikan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Gul, 1999). Penelitian yang dilakukan oleh Gul dan Kealey (1999) menunjukkan hubungan negatif antara set kesempatan investasi dan kebijakan utang perusahaan.

Perusahaan memiliki tanggung jawab untuk mengelola utang perusahaan dalam mengembalikan utang dan pokok pinjaman. Pengembalian pokok pinjaman dan bunga yang tepat waktu dapat meningkatkan kepercayaan kreditur terhadap perusahaan. Utang juga dapat menjadi salah satu alat monitoring bagi perusahaan agar dapat bekerja lebih efisien. Penman (2001) menyatakan bahwa arus kas bebas merupakan kas yang diperoleh dari operasi perusahaan yang dapat digunakan untuk membayar klaim utang. Dengan adanya utang maka manajemen tidak akan bertindak sesuai kepentingan pribadi dalam mengelola arus kas bebas karena arus kas bebas tersebut dapat digunakan perusahaan untuk likuidasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Muhamad Faisal (2004) dan menyebutkan bahwa set kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan. penelitian yang dilakukan Shelly (2009) menyatakan bahwa arus kas bebas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan, hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Fury K. Fitriyah (2011) yang menyatakan hal sebaliknya.

Berdasarkan penelitian tersebut terjadi kontradiksi antara penelitian satu dengan yang lainnya. Penelitian ini akan menguji kembali penelitian terdahulu yang hasilnya masih belum konsisten.

## **1.2. Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian pada latar belakang diatas menunjukkan bahwa sebuah perusahaan membutuhkan dana dalam menjalankan kegiatan operasional. Investor selaku pemegang saham memiliki hak dalam pembuatan kebijakan dalam perusahaan tersebut. Kebijakan utang ini dapat memunculkan konflik antara investor dan manajer.

Kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki investor dan pemangku kepentingan lain memberikan hak untuk menentukan kebijakan utang perusahaan. Dengan demikian kepemilikan yang dimiliki investor melalui kepemilikan institusional akan mempengaruhi besar kecilnya utang perusahaan. Sehingga para pemangku kepentingan tidak menginginkan perusahaan memiliki utang yang besar.

Adanya aliran kas bebas dari arus kas aktivitas operasional perusahaan menimbulkan konflik bagi manajer dan pemegang saham. Masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri terhadap aliran kas bebas tersebut. Jensen (1986) berpendapat bahwa salah satu solusi untuk mengurangi biaya keagenan yang timbul akibat konflik keagenan yang timbul akibat konflik keagenan adalah dengan utang.

Menurut Myers (1977) perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung tidak menaikkan utang dengan alasan *underinvestment*. Manajer tidak

melakukan investasi yang optimal dengan harapan perusahaan akan memiliki sedikit utang. Sedikitnya utang yang dimiliki perusahaan ini akan mempermudah manajemen dalam mengelola aliran kas bebas yang dapat digunakan untuk kepentingan pribadi manajemen.

Penelitian sebelumnya menghasilkan bahwa adanya pengaruh signifikan ditunjukkan antara kepemilikan institusional, set kesempatan institusional, dan arus kas bebas. Sehingga dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang perusahaan?
2. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang perusahaan?
3. Apakah terdapat pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan utang perusahaan?
4. Apakah terdapat pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan utang perusahaan?

### **1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti sebagai berikut:

1. Menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang perusahaan.
2. Menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang perusahaan.

3. Menguji pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan utang perusahaan.
4. Menguji pengaruh aliran kas bebas perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan.

Manfaat dari penelitian ini;

1. Secara teoritis penelitian ini diharapkan dapat menambah wacana dan ilmu pengetahuan dalam bidang akuntansi.
2. Secara praktis penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi kepustakaan dan pengetahuan bagi para pembacanya serta bahan pertimbangan bagi perusahaan untuk menentukan besarnya kebijakan utang perusahaan.

#### **1.4. Sistematika Penulisan**

Untuk memberikan gambaran yang menyeluruh terhadap isi dari penelitian ini, maka penulisan ini dibagi ke dalam lima bab sebagai berikut:

Bab I Pendahuluan, bab ini berisi bagaimana latar belakang masalah yang terjadi sehingga diangkat menjadi objek penelitian. Dari latar belakang masalah tersebut dirumuskan suatu permasalahan yang akan diteliti, tujuan dan manfaat dari penelitian serta sistematika penulisan.

Bab II Telaah Pustaka, dalam bab ini akan dibahas tentang landasan teori yang mendukung perumusan hipotesis dan dalam menganalisis hasil penelitian,

penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan juga hipotesis sebagai pernyataan akurat yang merupakan jawaban sementara terhadap masalah yang diteliti.

Bab III Metode Penelitian, bab ini membahas variabel penelitian, definisi optimal yang dapat memberikan deskripsi tentang variable-variabel yang dapat digunakan dalam penelitian, populasi yang berisi kumpulan dari keseluruhan elemen yang menjadi pusat objek penelitian serta sampel penelitian, jenis dan sumber data mendeskripsikan tentang jenis data dari variabel penelitian serta darimana data tersebut diperoleh, metode pengumpulan data dan menjelaskan prosedur pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian, metode analisis yang berisi instrument penelitian yang digunakan dalam melakukan pengujian hipotesis.

Bab IV Hasil dan Pembahasan, bab ini berisi gambaran umum objek penelitian, serta membahas tentang objek dan variabel yang berkaitan dengan penelitian, analisis data yang bertujuan untuk menyederhanakan data agar mudah dibaca oleh pihak lain, serta pembahasan hasil penelitian yang menguraikan implikasi dari hasil analisis data.

Bab V Penutup, bab ini berisi hasil evaluasi yang dirangkum menjadi suatu kesimpulan dari pembahasan pada bab sebelumnya, serta keterbatasan penelitian dan saran bagi penelitian selanjutnya.

## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA**

#### **2.1. Landasan Teori**

##### **2.1.1. Teori Agensi**

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan keagenan dalam teori agensi bahwa perusahaan merupakan kumpulan kontrak antara pemilik sumber daya ekonomis (principal) dan manajer (agent) yang mengurus penggunaan dan pengendalian sumber daya tersebut. Pihak prinsipil adalah pihak yang memberikan mandat kepada pihak lain yaitu agen untuk melakukan segala kegiatan atas nama prinsipil dalam kapasitasnya sebagai pengambil keputusan.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan adanya konflik kepentingan dalam hubungan keagenan. Terjadinya konflik kepentingan antara prinsipil dan agen karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai kepentingan prinsipil. Teori agensi mampu menjelaskan potensi konflik kepentingan diantara berbagai pihak yang berkepentingan dalam perusahaan tersebut.

Eisenhardt (1989) menjelaskan bahwa teori keagenan dilandasi oleh beberapa asumsi. Asumsi-asumsi tersebut dibedakan menjadi tiga jenis, yaitu asumsi tentang sifat manusia, asumsi keorganisasian, dan asumsi informasi. Asumsi sifat manusia menekankan bahwa manusia mempunyai sifat mementingkan diri sendiri, memiliki keterbatasan rasionalitas, dan tidak menyukai resiko. Asumsi keorganisasian adalah

adanya konflik antaranggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria efektifitas, dan adanya asimetri informasi antara pemilik perusahaan dengan manajemen. Dalam asumsi informasi, informasi adalah barang komoditi yang dapat diperjualbelikan.

Konsep teori agensi menurut Anthony dan Govindarajan (2005) adalah hubungan atau kontrak antara prinsipil dengan agen. Prinsipil memperkerjakan agen untuk melakukan tugas untuk kepentingan prinsipil, termasuk pendelegasian otoritas pengambilan keputusan dari prinsipil kepada agen. Jika agen dan prinsipil berupaya memaksimalkan utilitasnya masing-masing, serta memiliki keinginan dan motivasi yang berbeda, maka ada alasan untuk percaya bahwa agen (manajemen) tidak selalu bertindak sesuai keinginan prinsipil (Jensen dan Meckling, 1976).

Teori agensi menimbulkan masalah mendasar dalam organisasi “perilaku mementingkan diri sendiri”. Manajer sebuah perusahaan mungkin memiliki tujuan-tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemilik pemegang saham. Karena manajer pemegang saham memiliki hak untuk mengelola aset perusahaan, sebuah potensi konflik kepentingan muncul antara dua kelompok (Anthony dan Govindarajan, 2005).

Adanya masalah agensi yang disebabkan karena konflik kepentingan dan asimetri informasi ini, maka perusahaan harus menanggung biaya keagenan. Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya keagenan menjadi 3 yaitu *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung prinsipil untuk mengawasi perilaku agen. *Bonding cost* adalah biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin

bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan prinsipil. *Residual loss* adalah nilai kerugian yang dialami prinsipil akibat keputusan yang diambil oleh agen yang menyimpang dari keputusan yang dibuat oleh prinsipil.

Mengacu pada teori ini dapat dikatakan bahwa masing-masing pihak yang terlibat dalam kegiatan operasional perusahaan memiliki kepentingan masing-masing. Melalui hak yang dimiliki tiap pemangku kepentingan para pihak yang bersangkutan berusaha untuk mengontrol perusahaan. Terutama mengenai pendanaan untuk memajukan pertumbuhan perusahaan setiap masing-masing pihak berusaha mengemukakan pendapatnya yang dapat memperbanyak keuntungan yang akan diperoleh.

Manajemen selaku pihak yang paling banyak memiliki informasi mengenai keadaan perusahaan sebenarnya memiliki kesempatan paling besar untuk mengatur keadaan perusahaan sesuai dengan keinginan manajemen. Sehingga ini dapat memicu adanya *agency problem* yang dapat diminimalisir dengan *agency cost*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu, pertama dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan semikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan

manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga meminimalkan biaya keagenan.

Kedua, meningkatkan *dividen payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak arus kas bebas dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasi. Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan utang. Peningkatan utang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu utang juga akan menurunkan arus kas bebas yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang akan dilakukan oleh manajemen.

Keempat, investor institusional sebagai pengawas agen. Distribusi saham antara pemegang saham dari luar dapat mengurangi biaya keagenan, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

### **2.1.2. Kebijakan Utang Perusahaan**

Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa perusahaan menggunakan utang untuk mendanai sebagian besar aset. Kebijakan utang berhubungan positif dengan risiko keuangan. Peningkatan risiko keuangan berarti menimbulkan konflik sehingga

diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi konflik keagenan.

Agar konflik keagenan tidak merugikan pemilik perusahaan, mekanisme yang sering ditempuh adalah dengan meningkatkan monitoring dan kontrol terhadap keputusan-keputusan manajemen. Dari sisi kreditor, transparansi manajemen akan mengurangi *debt agency problem*. Dengan mempertimbangkan bahwa perusahaan-perusahaan multinasional mempunyai monitoring dan kontrol yang lebih baik terhadap manajemendan juga lebih transparan, maka diharapkan perilaku manajemen akan lebih sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Dengan demikian maka keputusan pendnaa yang diambil diharapkan tidak akan merugikan pemilik perusahaan dan juga krediturnya.

### **2.1.3. Kepemilikan Institusional**

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba.

Semakin besar kepemilikan institusi keuangan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan dari institusi keuangan tersebut untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat. Kinerja yang meningkat akan menguntungkan bagi penegang saham, dengan kata lain pemegang saham akan mendapatkan banyak keuntungan berupa dividen.

Kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan manajemen melakukan pemborosan. Semakin besar kepemilikan saham institusi akan menyebabkan *usaha monitoring* semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajemen. Tindakan ini akan mengurangi biaya agensi karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang lebih rendah.

#### **2.1.4. Kepemilikan Manajerial**

Pengertian kepemilikan manajerial menurut Wahidahwati (2002) merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Kepemilikan manajerial diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki manajer. Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Keputusan yang akan diambil manajemen akan berbeda jika dalam suatu perusahaan manajer bertindak sebagai

manajemen juga sebagai pemegang saham. Manajemen akan bertindak untuk menselaraskan kepentingannya juga kepentingannya sebagai pemegang saham.

Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, dengan demikian manajemen akan bertindak dengan fungsi ganda yaitu fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan. Meningkatkan kepemilikan manajerial digunakan sebagai salah satu cara mengatasi masalah yang ada di perusahaan. Peningkatan kepemilikan manajerial akan memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerjanya sehingga dalam hal ini akan berdampak baik kepada perusahaan serta memenuhi keinginan dari para pemegang saham. Semakin besar kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka manajemen akan lebih giat untuk meningkatkan kinerjanya karena manajemen mempunyai tanggung jawab untuk memenuhi keinginan dari pemegang saham yang tidak lain dirinya sendiri. Manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil suatu keputusan, karena manajemen akan ikut merasakan manfaat secara langsung dari keputusan yang diambil. Selain itu, manajemen juga ikut menanggung kerugian apabila keputusan yang mereka ambil salah.

#### **2.1.5. Set Kesempatan Investasi**

Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil (*asset in place*) dengan pilihan investasi di masa yang akan datang. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa

mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami pengeluaran yang lebih tinggi dibanding dengan nilai kesempatan yang hilang.

Pengertian set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*) secara konvensional adalah pembelajaran modal yang dibuat untuk memperkenalkan produk baru atau memperluas produksi dari produk yang telah ada sebelumnya. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang namun sering kali perusahaan tidak selalu melaksanakan semua kesempatan investasi dimasa mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan semua kesempatan investasi tersebut akan mengalami pengeluaran yang lebih tinggi dibanding nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan untuk membuat perusahaan investasi dimasa mendatang.

Pilihan investasi diharapkan menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal dan dapat menghasilkan keuntungan. Apabila perusahaan tidak mampu merealisasikan investasi seperti yang diharapkan maka perusahaan harus mencari tambahan dana untuk melanjutkan proyek atau memilih untuk meninggalkan proyek tersebut.

#### **2.1.6. Arus Kas Bebas**

Arus kas bebas merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja

atau investasi pada aset tetap. Arus kas bebas akan mengarah pada perilaku manajer yang salah dan buruk yang bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dengan adanya arus kas yang tinggi maka manajer cenderung menginginkan arus kas tersebut dibayarkan sebagai bonus sebagai upah penghargaan atas kinerja manajemen. Di sisi lain pemegang saham ini arus kas dibayarkan sebagai dividen untuk meningkatkan kepentingan pribadi.

Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil (Smith & Kim, 1994).

## 2.2. PENELITIAN TERDAHULU

**Tabel 2.1**

### **Ringkasan Penelitian Terdahulu**

| No | Peneliti              | Variabel yang digunakan   | Teknik Analisis | Hasil penelitian   |
|----|-----------------------|---|-----------------|--|
| 1. | Wahidahwati (2002)    | Variabel independen: Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, ukuran perusahaan.<br>Variabel dependen: kebijakan utang | regresi         | Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dengan kebijakan hutang, ukuran perusahaan berhubungan positif dengan kebijakan utang perusahaan. |
| 2. | Muhamad Faisal (2004) | Variabel Independen: <i>Free Cash Flow</i> , set kesempatan   | regresi         | Free cash flow dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang  |

|    |                         |   |         |   |
|----|-------------------------|---|---------|---|
|    |                         | investasi, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan.<br>Variabel dependen: kebijakan utang   |         | signifikan terhadap kebijakan utang. Set kesempatan investasi dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan utang.                 |
| 3. | Nurhayati (2008)        | Variabel independen: kepemilikan manajerial<br>Variabel dependen: kebijakan hutang, growth, risiko dan kemampuan laba               | regresi | Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang, growth risiko. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kemampuan laba                      |
| 4. | Shelly (2009)           | Variabel independen: <i>Free Cash Flow</i><br>Variabel Dependen: kebijakan utang  | regresi | <i>Free Cash Flow</i> tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang.   |
| 5. | Fury K. Fitriyah (2011) | Variabel independen: kepemilikan institusional, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas.<br>Variabel dependen: Kebijakan utang | regresi | Kepemilikan institusional dan set kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. |

### 2.3. Kerangka Pemikiran

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama

sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh, 2004).

Penentuan besarnya utang yang akan diambil oleh perusahaan bergantung pada kebijakan manajemen dan pemegang saham. Manajemen dan pemegang saham berusaha agar besarnya utang yang diambil oleh perusahaan tidak mengganggu keuntungan yang akan mereka terima baik berupa bonus atau berupa dividen. Karena tingkat utang yang tinggi akan menyebabkan perusahaan mengalami situasi *financial distress*. Situasi ini akan menambah masalah baru dalam manajemen.

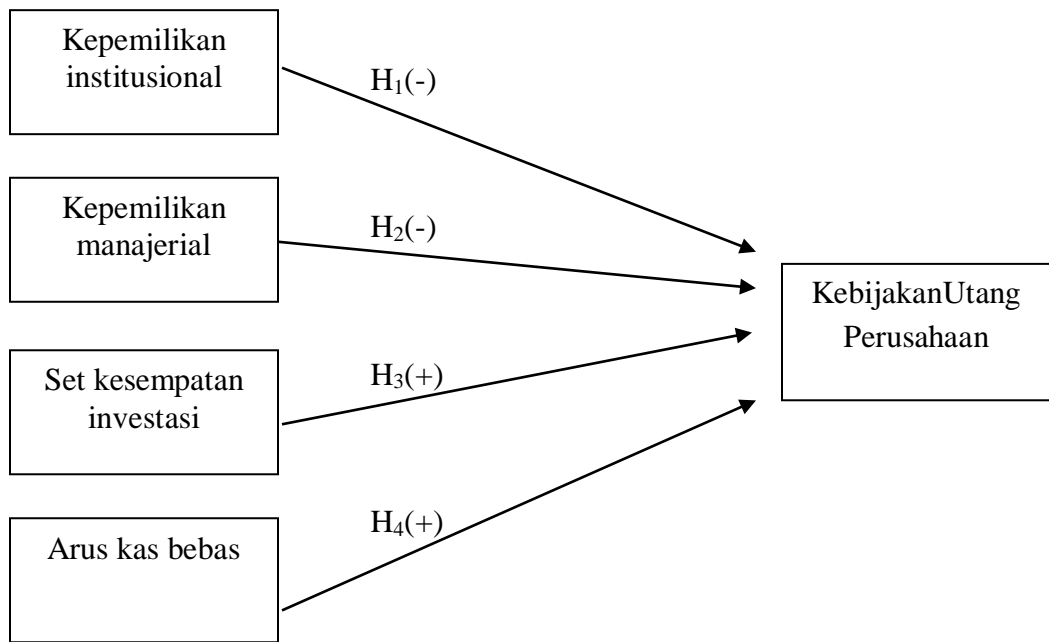
Berbeda situasi jika perusahaan memiliki arus kas bebas dari sisa arus kas operasional yang tidak digunakan. Arus kas bebas ini dapat dijadikan antisipasi dikala perusahaan mengalami situasi kesulitan keuangan, dengan adanya utang maka arus kas bebas akan digunakan lebih efisien oleh manajemen dan manajemen tidak menggunakan dana tersebut untuk hal yang tidak sesuai tujuan perusahaan.

Perusahaan yang memiliki proyek investasi mengharapkan keuntungan atas investasi yang ditanamkan, dengan demikian keuntungan tersebut dapat dijadikan ukuran kinerja manajemen dan manajemen akan mengadakan bonus atas kinerjanya yang baik. Sebaliknya jika perusahaan tidak dapat merealisasikan investasi yang ditanamkan manajemen maka perusahaan mengalami masalah baru yaitu kerugian dalam penginvestasian tersebut. Hal ini menjadikan perusahaan dalam dilema untuk meninggalkan proyek dan kehilangan kesempatan untuk bertumbuh. Kondisi ini akan menjadikan perusahaan menggunakan dana internal yaitu retained earning dalam alternatif pendanaan, sehingga perusahaan akan menggunakan sedikit utang.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat dibuat kerangka pemikiran sebagai berikut:

**Gambar 2.1**

**Kerangka Pemikiran Penelitian**



**2.4. Pengembangan Hipotesis**

**2.4.1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang Perusahaan**

Sebuah perusahaan membutuhkan dana eksternal untuk kegiatan operasionalnya. Dana untuk kegiatan operasional dari pihak eksternal berupa utang. Besarnya utang yang dipinjam perusahaan dari pihak kreditur bergantung pada manajemen perusahaan, dengan adanya utang maka kinerja manajemen dapat dipantau atau dikontrol oleh pemegang saham. Besarnya kontrol dari pemegang

saham bergantung seberapa besar kepemilikan institusional pada perusahaan. Pemegang saham disini bertindak untuk membatasi manajemen dalam menggunakan utang.

Soejoko dan Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka pengawasan yang dilakukan pemilik akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati memperoleh pinjaman. Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat yang rendah.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Utang Perusahaan.

#### **2.4.2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang Perusahaan**

Manajemen dalam perusahaan memiliki informasi yang lebih tentang keadaan perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham. Hal ini menyebabkan manajemen dapat bertindak hal-hal yang menguntungkan diri sendiri. Termasuk dalam hal kebijakan pendanaan yaitu kebijakan utang, manajemen akan berusaha untuk mengatur kebijakan utang agar kinerja manajemen tetap dinilai baik dihadapan para pemegang saham.

Berbeda jika manajemen memiliki kepentingan yang sama dengan pemegang saham, maksudnya adalah manajemen memiliki hal dalam penentuan besarnya kebijakan utang melalui kepemilikan manajerial dalam perusahaan. hasil penelitian

menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat dikembangkan hipotesis sbagai berikut:

H<sub>2</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Utang Perusahaan.

### **2.4.3. Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Utang**

#### **Perusahaan**

Setiap perusahaan tentunya ingin meningkatkan pertumbuhannya. Kesempatan investasi salah satu cara untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan tersebut. Meningkatnya pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan juga. Kesempatan invetasi dinilai dapat memberikan keuntungan dimasa depan. Menurut Chung dan Charoenwong (1991) esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan.

Masalah muncul ketika perusahaan mengalami *underinvestment problem*, dimana invetasi yang dilakukan perusahaan tidak mampu terealisasikan maka perusahaan menghadapi masalah mengenai pendanaan terhadap invetasi tersebut. Manajemen dihadapkan pada pilihan untuk menggunakan dana internal dari laba ditahan atau menggunakan dana eksternal dari utang.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: Set Kesempatan Invetasi berpengaruh positif terhadap Kebijakan Utang perusahaan.

#### **2.4.4. Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Utang Perusahaan**

Aliran arus kas bebas perusahaan dapat digunakan untuk hal-hal yang tidak berhubungan dengan kegiatan operasional perusahaan. manajemen selalu pihak pengelola aktivitas perusahaan dapat menggunakan arus kas bebas tersebut untuk menguntungkan diri sendiri, hal inilah yang tidak diinginkan oleh pemegang saham dan berfungsi menimbulkan konflik.

Pemegang saham dan manajemen mempunyai tujuan yang berbeda dalam mengelola arus kas bebas perusahaan. kebijakan hutang dinilai dapat menjadi solusi bagi konflik ini, dengan adanya utang maka manajemen dapat bekerja lebih efisiensi dalam mengelola dana eksternal ini agar dikemudian hari dapat mengembalikan pokok dan bunga pinjaman. Dengan demikian arus kas bebas tidak akan digunakan oleh manajemen untuk hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan. arus kas bebas juga dapat digunakan untuk membayar klaim utang saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>4</sub>: Arus Kas Bebas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Utang Perusahaan.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel**

##### **3.1.1. Variabel Dependen**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan utang. Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Fitriyah, 2011).

Kebijakan utang perusahaan (DEBT) diukur dengan rasio sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

##### **3.1.2. Variabel Independen**

Variabel Independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi, dan arus kas bebas.

###### **1. Kepemilikan institusional**

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang mayoritas dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, asset management dan kepemilikan institusi lain).

Kepemilikan institusional dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\text{INSTL} = \frac{\text{Saham yang dimiliki institusional}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

## 2. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial adalah para pemegang saham yang juga berarti dalam hal ini sebagai pemilik dalam perusahaan dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan.

Kepemilikan Manajerial dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{MAN} = \frac{\text{kepemilikan saham oleh manajer, direktur, komisaris}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

## 3. Set Kesempatan Investasi

Set Kesempatan Investasi pada penelitian ini diwakilkan dengan proksi berbasis pada harga. Proksi IOS yang berbasis pada harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini diukur dengan menggunakan rasio Market to Book of Value Asset dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{MBVA} = \frac{\text{Total aset} - \text{total ekuitas} + (\text{jumlah lbr saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{Total Aset}}$$

## 4. Arus Kas Bebas

Arus kas bebas merupakan kelebihan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset (Ross, *et al*, 2000).

Arus kas bebas (FCF) dihitung dengan rumus:

$$\text{FCF} = \text{Arus Kas Operasi} - \text{Belanja Modal} - \text{NWC}$$

FCF : Free Cash Flow

AKO : Aliran kas operasi perusahaan

PM : Pengeluaran modal perusahaan

NWC : Modal kerja bersih perusahaan

Variabel arus kas bebas kemudian diukur dengan menggunakan variabel dummy dengan ketentuan bahwa sampel yang memiliki nilai diatas rata-rata total sampel variabel arus kas bebas diberi nilai 1 sedangkan yang dibawah total nilai rata-rata sampel arus kas bebas diberi nilai 0.

### **3.2. Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang menerbitkan laporan keuangan tahunan periode 2010-2012. Pemilihan sampel dalam populasi penelitian ini menggunakan teknik purposive sampling dengan kriteria sebagai berikut:

Menerbitkan laporan tahunan dalam mata uang rupiah secara berturut-turut pada tahun 2010-2012.

1. Periode laporan keuangan berakhir setiap tanggal 31 Desember.

2. Investor yang memiliki kepemilikan institusional di perusahaan sebesar  $\geq 50\%$  selama periode 2010-2012.
3. Manajemen yang memiliki kepemilikan manajerial di perusahaan selama periode 2010-2012.
4. Bukan merupakan perusahaan pemerintah.
5. Tidak memiliki laba negatif dan total ekuitas negatif dari tahun 2010-2012.

### **3.3. Jenis dan Sumber data.**

Pada penelitian ini data diperoleh kemudian diolah untuk menjawab persoalan penelitian yang dirumuskan. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah:

1. Daftar perusahaan sektor non-keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Data ini didapatkan dari Bursa Efek Indonesia.
2. Data laporan keuangan perusahaan non-keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* yang diterbitkan *Economic dan Finance Institute*.

Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut klasifikasi pengumpulannya data yang digunakan adalah *data cross section*.

### **3.4. Metode Pengumpulan Data**

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan

studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan penelitian. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data. tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

### **3.5. Metode Analisis**

Analisis regresi pada dasarnya adalah studi mengenai ketergantungan variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen dengan tujuan untuk mengestimasi dan/atau memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui. Dalam analisis regresi, selain mengukur kekuatan hubungan Antara dua variabel atau lebih, juga menunjukkan arah hubungan Antara variabel dependen dengan variabel independen. Variabel dependen diasumsikan random/stokastik, yang berarti mempunyai distribusi probabilistik. Variabel independen/bebas diasumsikan memiliki nilai tetap (dalam pengambilan sampel yang berulang (Ghozali, 2001).

Pada penelitian ini digunakan metode analisis regresi dengan persamaan sebagai berikut:

$$DEBT_{it} = \alpha + \beta_1 INSTLit + \beta_2 MANit + \beta_3 IOSit + \beta_4 FCFit + \epsilon_{it}$$

|                                      |                              |
|--------------------------------------|------------------------------|
| DEBT                                 | : Kebijakan utang Perusahaan |
| INSTL                                | : Kepemilikan Institusional  |
| MAN                                  | : Kepemilikan Manajerial     |
| IOS                                  | : Set Kesempatan Investasi   |
| FCF                                  | : Arus Kas Bebas             |
| $\alpha$                             | : konstanta                  |
| $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ | : Koefisien Regresi          |
| $\varepsilon$                        | : error                      |

### **3.5.1. Pengujian asumsi klasik**

#### **3.5.1.1. Uji normalitas data**

Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolomogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji Kolomogorov Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara ststistik atau tidak.

#### **3.5.1.2. Uji Autokorelasi**

Autokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi kolerasi diantara kelompok observasi menurut waktu dan tempat. Konsekuensi dari adanya autokolerasi dalam suatu model regresi adalah bahwa vairans sampel tidak

menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya autokolerasi dalam suatu model regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Durbin Watson.

#### **3.5.1.3.Uji Heteroskedastisitas**

Heteroskedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heteroskedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikan statistik tidak valid lagi.

Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan Uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linear yang digunakan dalam penelitian inidiregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan dilakukan regresi dengan semua variabel independen, bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolut maka terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi ini.

#### **3.5.1.4.Uji Multikolinearitas**

Multikolinearitas terjadi jika terdapat hubungan linear antara independen variabel yang dilibatkan dalam model. Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, standar error koefisien regresi akan semakin besar dan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar, dengan demikian terbuka kemungkinan terjadi kekeliruan, menerima hipotesis yang salah dan menolak hipotesis yang besar. Uji Asumsi Klasik seperti multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji kolerasi antar variabel independen dengan menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF). Batas dari VIF adalah 10 dan nilai *tolerance value* adalah 0,1 maka terjadi multikolinearitas. Bila terjadi gejala multikolinearitas diantara variabel independen, maka penanggulangannya adalah dengan mengeluarkan salah satu variabel tersebut dari model.

### 3.5.2. Pengujian Hipotesis

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama sama terhadap variabel dependen/terikat. Hipotesis nol ( $H_0$ ) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau:

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$$

Artinya, apakah semua variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya ( $H_A$ ) tidak semua parameter secara stimulan sama dengan nol, atau:

$$H_A : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k \neq 0$$

Artinya, semua variabel independen secara stimulan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen (Ghozali, 2001).

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hipotesis nol ( $H_0$ ) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter ( $\beta_i$ ) sama dengan nol, atau:

$$H_0 : \beta_i = 0$$

Artinya apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya ( $H_A$ ) parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau:

$$H_A : \beta_i \neq 0$$

Artinya, variabel tersebut merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen (Ghozali, 2001).