

PENGARUH FREE CASH FLOW DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DENGAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI VARIABEL MODERATING

Niel Ananto

niel@unklab.ac.id

Fakultas Ekonomi Universitas Klabat

The aims of this research were to determine the effect of the free cash flow, managerial ownership, institutional ownership on debt policy where investment opportunity set acts as moderate subject at a manufacturing company registered on the Indonesia Stock Exchange. This research was classified as causative study. The population of this research was manufacturing company registered on the Stock Exchange in 2008 until 2010. Total sample were 25 companies. The data collected using purposive sampling method. The data was obtained from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD) and www.idx.co.id. Data analysis techniques was used as analysis double regression technique. The result of research show that free cash flow has positive effect on debt policy, managerial ownership hasn't significant effect on debt policy, institutional ownership has negative effect on debt policy, investment opportunity set weakened the effect of free cash flow on debt policy, investment opportunity set hasn't significant effect when moderated managerial ownership on debt policy, and investment opportunity set strengthen the effect of institutional ownership on debt policy.

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

PENDAHULUAN DAN PERMASALAHAN

Setiap perusahaan memerlukan dana yang besar untuk dapat mengembangkan usahanya. Dana tersebut dapat diperoleh dari sumber yang berbeda yaitu dari dalam (*internal*) ataupun dari luar (*eksternal*). Sumber dana *internal* berasal dari laba ditahan sedangkan sumber dana *eksternal* berasal dari para kreditur dalam bentuk hutang dan pemilik yang disebut modal. Hutang merupakan semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi (Munawir, 2004). Kewajiban tersebut harus dibayarkan kembali pada waktu tertentu disertai dengan sejumlah bunga yang ditetapkan sendiri oleh pihak kreditur. Besar kecilnya hutang yang akan

digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh pihak perusahaan melalui kebijakan hutang.

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

pinjaman biasanya menyebabkan proses hukum dimana pemegang saham akan kehilangan kendali atas perusahaan atau sebagian dari perusahaan mereka dengan kata lain likuiditas perusahaan akan terancam (Damayanti, 2006).

Kebijakan hutang dapat diputuskan dengan mempertimbangkan beberapa hal, diantaranya dapat dilihat besar kecilnya *free cash flow* (aliran kas bebas) dan struktur kepemilikan saham oleh manajerial dan pihak institusional. *Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross et al, 2000). Dengan kata lain *free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Jadi saat perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dalam mendanai perusahaannya.

Penggunaan hutang yang tinggi namun tidak diikuti dengan penggunaan hati-hati karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik manajer hanya akan menambah kos perusahaan sehingga menurunkan keuntungan yang akan diterima (Wahidawati, 2002). Berbeda halnya jika kepentingan manajer disejajarkan dengan kepentingan pemegang saham yang berarti manajer bertindak sekaligus sebagai pemilik saham. Manajer yang memiliki proporsi kepemilikan saham tentu saja tidak ingin perusahaan berada dalam keadaan sulit keuangan bahkan mengalami kebangkrutan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer membuat manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian jika keputusan yang diambil salah, terutama pada pengambilan keputusan mengenai hutang.

Kepemilikan manajerial akan membuat manajer berusaha sebaik mungkin dalam pengelolaan perusahaan. Ross et al (1999) dalam Tarjo (2005) menyatakan

semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene dirinya sendiri. Kepemilikan saham oleh manajer yang tinggi akan meningkatkan risiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga manajer akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang (Moh'd et al, 1998). Hal ini menandakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer akan menurunkan tingkat hutang sehingga meminimalisir tingkat risiko yang dialami perusahaan.

Pengawasan yang efektif juga dibutuhkan untuk meningkatkan kehati-hatian manajer dalam mengelola keuangan perusahaan. Pihak institusional akan mengawasi kinerja manajer sehingga akan mengurangi perilaku oportunistik manajer dalam mengelola hutang. Pihak institusional selaku pemegang saham tentu saja tidak ingin perusahaan mengalami kebangkrutan. Semakin besar persentase saham yang dimiliki pihak institusional akan menyebabkan usaha monitoring juga akan semakin efektif. Manajer akan merasa lebih diawasi dan lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan pendanaan sehingga menggunakan tingkat hutang yang rendah.

Penelitian Damayanti (2006) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan saham yang tinggi baik kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional ternyata memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan saham oleh manajerial dan institusional yang rendah.

Penelitian ini menggunakan *investment opportunity set* (IOS) sebagai variabel pemoderasi hubungan antara *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham dengan kebijakan hutang. IOS merupakan set kesempatan berinvestasi yang juga dapat dijadikan alat kontrol untuk menentukan kebijakan hutang dalam perusahaan (Isrina, 2006). IOS saat ini dijadikan dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu

perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh. Myers (1977) dalam Pramudita (2010) menyatakan bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan yang tinggi pada umumnya memiliki kesempatan melakukan investasi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan pada tahap pertumbuhan rendah. Namun demikian perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan yang tinggi biasanya tidak memiliki cukup aktiva yang dapat dipakai sebagai jaminan apabila perusahaan harus menggunakan hutang sebagai jaminan pendanaan. Perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah, sebaliknya perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan rendah cenderung menggunakan hutang yang lebih tinggi.

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

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

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

Investment opportunity set berfungsi sebagai variabel moderating terhadap hubungan *free cash flow* dengan hutang. Hal ini dilihat dari beberapa penelitian terdahulu seperti penelitian Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang tinggi ketika perusahaan mempunyai set kesempatan rendah. Lang *et al.* (1996) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan perusahaan di masa datang untuk hanya perusahaan yang memiliki set kesempatan pertumbuhan yang terbatas. Gull dan Jaggi (1999) menemukan bahwa antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki *investment opportunity set* rendah dengan perusahaan yang memiliki *investment opportunity set* yang tinggi.

Penelitian ini merupakan replika dari penelitian yang dilakukan oleh Damayanti (2006). Penelitian Damayanti menggunakan variabel independen *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham dan variabel dependen yaitu kebijakan hutang. Namun

penelitian ini menambah satu variabel pemoderat yaitu set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) seperti yang disarankan oleh peneliti sebelumnya. Penelitian ini dilakukan dengan maksud untuk menguji kembali apakah hasil yang didapatkan akan sama pada perusahaan-perusahaan di Indonesia jika teori yang diterapkan sama dengan penelitian terdahulu sehingga hasil penelitian ini dapat memperkuat atau memperlemah teori yang ada.

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

TINJAUAN PUSTAKA

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).

Munawir (2004) mengatakan hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, di mana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang

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

Keunggulan dan Kelemahan Hutang. Dari sudut pasar pemegang hutang jangka panjang, risiko hutang lebih kecil dibanding saham biasa atau saham preferen. Meskipun begitu, hutang dianggap memiliki keunggulan terbatas dipandang dari segi laba, dan dianggap lemah dipandang dari segi pengendalian. Hal ini dapat dijelaskan oleh Weston dan Copeland (1997), sebagai berikut: 1. Dari segi risiko, hutang dipandang lebih menguntungkan dibanding saham biasa atau saham preferen karena hutang memberi prioritas dalam hal pendapatan dan juga dalam hal likuidasi. Hutang juga memiliki masa jatuh tempo yang pasti dan dilindungi oleh akad (*covenants*) dalam *indenture*. 2. Dari segi laba, para pemegang obligasi memiliki hasil pengembalian tetap, kecuali dalam kasus obligasi pendapatan (*income bonds*) atau surat hutang dengan suku bunga mengambang. Pembayaran bunga tidak tergantung pada tingkat laba perusahaan atau suku bunga pasar yang sedang berlaku. Meskipun demikian, hutang tidak pernah dapat ikut menikmati laba perusahaan yaitu saat perusahaan bisa berhasil menarik laba yang maksimal. Sering kali hutang jangka panjang bisa dibatalkan sebelum waktunya. Jika hal ini terjadi, misalnya obligasi ditarik melalui opsi tarik, investor akan menerima kembali uangnya, yang harus ditanam kembali agar dana tersebut tidak mati. 3. Dari segi pengendalian, pemegang obligasi biasanya tidak memiliki hak suara. Meskipun begitu, jika sampai obligasi dinyatakan tak dapat dibayar, pemegang obligasi dapat mengambil alih kendali Perusahaan.

Kebijakan Hutang. Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar. Kebijakan hutang dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi kurva penawaran hutang pada perusahaan atau permintaan atas hutang. Menurut Agus Sartono (2000;218) dalam

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

Fungsi level dari kepemilikan manajerial dalam perusahaan sebagai berikut : 1. *Low levels of managerial ownership* (0%-5%) Untuk level ini, disiplin eksternal, pengendalian internal dan insentif masih didominasi oleh tingkah laku manajemen. Manajemen dalam level ini apabila kinerja mereka baik lebih cenderung memilih paket kompensasi seperti opsi saham daripada menambah jumlah kepemilikan saham di perusahaannya sendiri. 2. *Intermediate levels of managerial ownership* (5%-25%) Di level ini, insider mulai menunjukkan perilaku sebagai pemegang saham. Dengan bertambahnya kepemilikan maka semakin besar jumlah hak suara mereka. Di level ini manajer lebih memilih mengambil kendali perusahaan. 3. *High levels of managerial ownership* (40%-50%) Di level ini, kepemilikan insiders tidak mempunyai otoritas penuh terhadap perusahaan dan disiplin eksternal tetap berlaku. 4. *High level of managerial ownership (greater than 50%)* Di level ini, insiders mempunyai wewenang penuh terhadap perusahaan. Dengan demikian kepemilikan diatas 50% adanya tekanan dari disiplin eksternal (outsider shareholders) hampir tidak ada sehingga mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan. 5. *Very high levels of managerial ownership* Di level ini perusahaan dimiliki oleh pemilik tunggal.

Dalam penelitian ini indikator yang digunakan untuk pengukuran kepemilikan manajerial adalah dengan persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Dengan keinginan untuk meningkatkan kinerja perusahaan tersebut, membuat manajemen akan berusaha untuk mewujudkan sehingga membuat risiko

perusahaan menjadi kecil di mata kreditor dan akhirnya kreditor hanya meminta *return* yang kecil (Juniarti, 2009).

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

Crutchley et al. (1999) dalam Agnes (2009) mengemukakan bahwa kepemilikan oleh institusional juga dapat menurunkan *agency costs*, karena dengan adanya monitoring yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang akan menurun. Hal ini disebabkan karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional. Dengan demikian kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost of debt*.

Cornet et al. (2006) menemukan adanya bukti yang menyatakan bahwa tindakan pengawasan harus dilakukan oleh sebuah perusahaan dan pihak investor institusional dapat membatasi perilaku manajemen. Hal ini disebabkan adanya tindakan pengawasan tersebut dapat mendorong manajemen untuk dapat lebih memfokuskan perhatiannya terhadap kinerja perusahaan, sehingga mengurangi perilaku oportunistik atau perilaku yang mementingkan diri sendiri. Menurut Shleifer dan Vishny (dalam Agnes, 2009) bahwa *institutional shareholders*, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi dan memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di perusahaan.

Dalam penelitian ini, kepemilikan institusional diukur dengan persentase

kepemilikan institusi dalam struktur saham perusahaan yang disajikan dalam catatan atas laporan keuangan.

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

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

Proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti diantaranya (Gaver dan Gaver, 1993; Jones dan Sharma, 2001; dan Kallapur dan Trombley, 2001) dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok yaitu: 1. Proksi berdasarkan harga *Investment Opportunity Set* berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam

harga-harga saham dan perusahaan-perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*). Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi pasar adalah *market to book value of equity*, *market to bookvalue of asset*, *Tobin's Q*, *earnings to price ratios*, *ratio of property, plant, and equipment to firm value*, *ratio of depreciation to firm value*. 2. Proksi berdasarkan investasi Proksi IOS berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki IOS tinggi seharusnya juga memiliki investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang diinvestasikan dalam jangka waktu yang lam. Proksi ini berbentuk rasio yang membandingkan pengukuran investasi dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Rasio-rasio tersebut adalah *the ratio of R&D to assets*, *the ratio of R&D to sales*, *ratio of capitalexpenditure to firm value*, *investment intensity*, *ratio of capital expenditure to bookvalue of assets*, *investment to sales ratio*. 3. Proksi berdasarkan varian. Proksi pengukuran varian (*variance measurement*) mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi tumbuh seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva. Rasio dalam proksi tersebut adalah *variance of returns*, *assetbetas*, *the variance of asset deflated sales*.

Beberapa rasio yang sudah disebutkan di atas adalah (Pramudita, 2010) : a. *Tobin'Q* Tobin'Q Ratio adalah nilai pasar dari aset perusahaan dibagi dengan nilai penggantian mereka. Nilai penggantian saat ini menjadi biaya penggantian aset perusahaan. Rasio ini dikembangkan oleh James Tobin (1969). Nilai yang besar dari Tobin'Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki set kesempatan investasi (*investment opportunity set* – IOS). Penggunaan lainnya untuk q adalah untuk menentukan penilaian pasar secara

keseluruhan. b. Rasio *Market to Book Value of Equity* (MVEBVE). Rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. c. Rasio *Firm Value to Book Value of Property, Plant and Equipment* (VPPE) Rasio ini menunjukkan adanya investasi yang produktif. d. Rasio *Market to Book Value of Asset* (MBVA) Rasio ini menunjukkan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dengan harga pasar.

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

Penelitian Sebelumnya

Ada beberapa penelitian terdahulu yang telah dilakukan dan berkaitan dengan penelitian yang penulis lakukan. Penelitian Damayanti (2006) yang berjudul analisa pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Indonesia menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan namun hubungannya sesuai dengan teori.

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

PBV sebagai proksi set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *debt to equity ratio*.

Penelitian Tarjo dan Jogyanto (2003) yang berjudul analisis *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan publik di Indonesia, menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki IOS rendah maka *free cash flow* berhubungan positif dengan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah sebagai moderasi ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Selanjutnya penelitian ini juga membuktikan bahwa variabel *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan besar dan kecil hasilnya sama-sama memiliki koefisien positif dan signifikan. Variabel kepemilikan manajerial juga memberikan koefisien positif dan signifikan sehingga dapat mengendalikan kos keagenan penggunaan utang.

Penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogyanto Hartono (2002) yang berjudul uji teori keagenan dalam hubungan independensi antara kebijakan utang dan kebijakan dividen, meneliti tentang pengaruh *investment opportunity set* (IOS), kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogyanto Hartono (2002) adalah bahwa *investment opportunity set* (IOS) memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang, sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Penelitian Jensen (1986) yang berjudul *corporate and capital structure, agency cost and owner control*, menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set kesempatan investasi (IOS) rendah. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level utang tinggi

akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas di bawah kendali manajemen. Disisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan utang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

Hubungan Antar. Variabel Hubungan Antara Free Cash Flow dan Kebijakan Hutang. Aliran kas bebas atau *free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross *et al*, 2000). *Free cash flow* dapat digunakan untuk pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan, pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk deviden. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan deviden. Damayanti (2006) membuktikan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ini berarti bahwa *free cash flow* yang tinggi mempengaruhi jumlah penggunaan hutang yang tinggi pula.

Penelitian Faisal (2004) juga menguji pengaruh antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi *free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang yang akan diambil oleh pihak manajemen. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi akan memiliki kemampuan untuk membayar hutang yang tinggi pula.

Jadi dengan adanya *free cash flow* yang memadai diharapkan mampu mempengaruhi kebijakan yang akan diambil khususnya mengenai hutang. *Free cash flow* yang tersedia mencerminkan kemampuan perusahaan dalam membayarkan hutangnya. Hutang yang digunakan perusahaan dibayar

dengan menggunakan *free cash flow* sehingga jika perusahaan ingin menggunakan tingkat hutang yang tinggi perusahaan juga harus menyediakan *free cash flow* yang memadai untuk dapat membayar hutang. Semakin tinggi *free cash flow* yang tersedia maka perusahaan dinilai semakin mampu untuk membayar hutangnya sehingga memungkinkan perusahaan untuk juga menggunakan hutang yang tinggi.

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

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

perusahaan dan risiko kebangkrutan pun juga dapat diminimalisir.

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

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

Hubungan Antara *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang. Hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang perusahaan dapat dipengaruhi oleh *investment opportunity set* atau set kesempatan berinvestasi. Kesempatan berinvestasi dapat memperlemah maupun memperkuat (sebagai variabel moderating) hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Penelitian yang dilakukan Tarjo dan Jogiyanto (2003) menganalisis perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS tinggi, ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Jensen (1986) juga menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang besar cenderung mempunyai level hutang yang tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set kesempatan berinvestasi (IOS) rendah. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang memadai cenderung untuk tidak menggunakan hutang dalam mendanai perusahaannya saat kesempatan untuk berinvestasi tinggi. Karena perusahaan yang mempunyai kesempatan berinvestasi yang tinggi memiliki pertumbuhan yang tinggi. Manajer lebih memilih untuk berinvestasi karena memiliki kesempatan yang tinggi dan tidak ingin menyalakan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang besar dalam berinvestasi. Jadi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan akan menjadi lebih kecil karena kas yang tersedia lebih dimanfaatkan untuk berinvestasi. Kecilnya *free cash flow* mengakibatkan kemampuan perusahaan menggunakan hutang akan rendah. Sehingga dengan adanya kesempatan berinvestasi (IOS) yang dimiliki perusahaan akan memperlemah hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang perusahaan.

Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang. Kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial secara tidak langsung akan membuat manajer bekerja sebaik mungkin agar perusahaan tidak mengalami kebangkrutan. Salah satunya

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

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

Hubungan Antara Kepemilikan Institusional, *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang. Sama halnya dengan kepemilikan manajerial, tingginya kepemilikan institusional juga akan mengurangi tingkat hutang yang akan digunakan perusahaan walaupun pada saat IOS tinggi (Tarjo, 2003). Pihak institusional yang bertindak sebagai pengawas akan membuat manajer merasa diawasi sehingga bekerja lebih efektif untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional akan semakin tinggi tingkat pengawasan dan tingkat hutang pun akan semakin rendah. Saat IOS tinggi penggunaan hutang perusahaan akan tetap rendah karena perusahaan akan lebih memilih untuk berinvestasi daripada menggunakan

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

Hipotesis. Berdasarkan dari latar belakang, perumusan masalah, maka dapat diajukan suatu hipotesis yang dirumuskan sebagai berikut:

Ha1 : *Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Ha2 : Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

H3 : Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

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

H5 : Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang diperkuat oleh *investment opportunity set* (IOS).

H6 : Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang diperkuat oleh *investment opportunity set* (IOS).

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian. Berdasarkan tujuan dan hipotesis yang telah dikemukakan di atas maka penelitian ini digolongkan penelitian kausatif. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008 – 2010 dengan jumlah populasi sebanyak 159 perusahaan. Pemilihan sampel yang akan dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel yang didasarkan pada suatu kriteria tertentu yaitu berjumlah 25 perusahaan. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut : **Pengukuran Variabel**

Variabel	Dependen	(Y)
-----------------	-----------------	------------

Kriteria Pengambilan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Total perusahaan Manufaktur pada akhir 2010	159
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit selama tahun pengamatan 2008-2010	(46)
Perusahaan tidak memiliki kepemilikan manajerial	(88)
Perusahaan tidak memiliki kepemilikan institusional	(0)
Perusahaan yang dapat menjadi sampel	25

Sumber: www.idx.co.id

Pengukuran Variabel**Variabel Dependen (Y)**

Variabel dependen pada penelitian ini adalah kebijakan hutang. Secara matematis *Debt to Equity Ratio* diformulasikan sebagai berikut (J. John et al, 2005):

$$DER = \frac{\text{total liabilities}}{\text{total shareholder's equity}}$$

Variabel Independen (X)

Yang menjadi variabel independen pada penelitian ini adalah *free cash flow* (X1), kepemilikan manajerial (X2) dan kepemilikan institusional (X3).

Free Cash Flow (X1)

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada

$$FCF \text{ Ratio} = \frac{AKO - PM - MKB}{\text{Total asset}}$$

Keterangan:

FCF = *Free Cash flow*

AKO = Aliran kas operasi pada tahun t

PM = Pengeluaran modal pada tahun t

MKB = Modal kerja bersih pada tahun t

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

pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross et al, 2000) yang dikutip dari Tarjo dan Jogiyanto (2003). *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross et al (2000) yaitu:

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

Struktur Kepemilikan Saham (X2,X3). Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Variabel ini diberi simbol KM. Kepemilikan manajerial akan dihitung dengan mengukur

persentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Kepemilikan institusional diukur berdasarkan persentase kepemilikan saham oleh investor institusi seperti perusahaan asuransi, bank, maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan-perusahaan lain. Variabel ini diberi simbol KI.

Investment Opportunity Set (X4).

Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS yang telah banyak diuji dan

diteliti pada berbagai penelitian. Adapun proksi yang dipakai dalam penelitian ini adalah *rasio market to book value of asset* (MBVA). Proksi ini secara signifikan berhubungan dengan nilai peluang tumbuh investasi perusahaan. *Market to bookvalue of asset* (MBVA) menunjukkan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dengan harga pasar. Variabel ini dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$MBVA = \frac{Asset - Ekuitas + (Lbr\ saham\ beredar \times Closing\ price)}{Total\ Asset}$$

Teknik Analisis Data. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian adalah analisis regresi berganda. Sebelum melakukan pengujian dengan analisis regresi, terlebih dahulu dilakukan berbagai uji asumsi klasik agar dapat dihasilkan suatu kesimpulan yang benar dan akurat.

Uji Normalitas. Normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel terikat dan variabel bebas atau keduanya memiliki distribusi normal atau tidak. Penelitian ini menggunakan pengujian data dengan analisis statistik menggunakan analisis *Kolmogorov-Smirnov*. Jika nilai uji *Kolmogorov-Smirnov* > 0,05 berarti data terdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas. Sebelum dilakukan regresi, terlebih dahulu dilakukan uji multikolinearitas untuk melihat apakah data terbebas dari masalah multikolinearitas atau apakah terdapat korelasi yang tinggi

antara variabel-variabel bebas dalam model yang digunakan. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas dilihat melalui nilai *tolerance value* dan *variance inflation factor* (VIF). Nilai cut off yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai tolerance , 0,10 atau sama dengan nilai VIF > 10 (Ghozali, 2005).

Uji Autokorelasi. Autokorelasi berarti terdapatnya korelasi antara anggota sampel atau data pengamatan yang diurutkan berdasarkan waktu, sehingga satu data dipengaruhi oleh data sebelumnya. Autokorelasi muncul pada regresi yang menggunakan data berskala atau *time series*. Pengujian autokorelasi yang banyak digunakan adalah model *Durbin-Watson*. Kriteria pengujian *Durbin-Watson* adalah sebagai berikut:

- a. Bila angka DW < - 2 berarti ada autokorelasi yang positif
- b. Bila angka DW - 2 sampai dengan + 2 berarti tidak ada autokorelasi
- c. Bila angka DW > + 2 berarti ada autokorelasi yang negatif.

Uji Heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan tetap maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas (Ghozali, 2002:69).

Cara untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas dapat dilakukan dengan Glejser. Uji Glejser mengusulkan untuk meregresi nilai absolut residual terhadap variabel independen. Jika variabel independen, maka indikasi terjadi heterokedastisitas. Jika variabel independen tidak signifikan ($\text{sig} > 0.05$) berarti model bebas dari heterokedastisitas.

Analisis Regresi Berganda. Analisa data menggunakan regresi berganda (*multiple regression*) untuk menguji pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Untuk mengetahui pengaruhnya, dapat dilakukan persamaan regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_1.X_4 + b_5X_2.X_4 + b_6X_3.X_4 + e$$

dimana:

Y = Kebijakan utang

a = Konstanta

x1 = *Ratio Free cash flow*

x2 = Ratio kepemilikan manajerial

x3 = Ratio kepemilikan institusional

x4 = *Ratio Investment opportunity set (IOS)*

x1-x4 = Ratio moderating *free cash flow* dengan IOS

x2-x4 = Ratio moderating kepemilikan manajerial dengan IOS

x3-x4 = Rasio moderating kepemilikan institusional dengan IOS

b1- b6 = Koefisien regresi

e = standard error

Uji Koefisien Determinan (R²). Koefisien Determinan (R²) digunakan untuk mengetahui kontribusi variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat. Semakin besar nilai koefisien determinasi, maka menunjukkan semakin besar pula pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Dalam penelitian ini digunakan Adjusted- R² karena menurut Singgih (2000), jika jumlah variabel independen yang diteliti lebih besar dari dua variabel, lebih baik digunakan Adjusted- R². Nilai R² besarnya antara nol dan satu ($0 \leq R^2 \leq 1$), jika mendekati satu maka kecocokan model dikatakan cukup untuk menjelaskan variabel dependen (Gujarati, 2001).

Uji F (F- test). Uji F dilakukan untuk menguji apakah secara serentak variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen secara baik atau untuk menguji apakah model yang digunakan telah *fix* atau tidak, nilai $\text{sig } 0,000a < 0,05$ menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Ini berarti model *fix* digunakan untuk uji t statistik yang menguji variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen.

Uji T (t-test). Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam persamaan regresi berganda secara parsial. Untuk melihat nilai signifikansi masing-masing parameter yang diestimasi.

HASIL DAN DISKUSI

Statistik Deskriptif. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel terikat yaitu kebijakan hutang (Y) yang diprosikan oleh *debt to equity ratio*, sedangkan yang menjadi variabel bebas adalah *free cash flow* (X1), struktur kepemilikan saham yang terdiri dari kepemilikan manajerial (X2), dan kepemilikan institusional (X3) dan variabel moderating yaitu *investment opportunity set* (X4) yang diprosikan oleh MBVA. Berikut ini tabel yang menyajikan

deskripsi variabel penelitian secara statistik:

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	75	-.6087	.6798	-.142753	.2646367
KM	75	.0000	.7000	.107981	.1587017
KI	75	.2207	.9565	.650211	.1954053
MBVA	75	.0818	3.3193	.746263	.5571932
DER	75	.0800	4.3600	1.047135E0	.9272081
Valid N	75				

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS Tahun 2013

Tabel di atas menjelaskan secara deskriptif variabel-variabel dalam penelitian ini. Variabel kebijakan hutang (Y) yang diprosikan dengan DER, yang terjadi pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia rata-ratanya adalah sebesar 1,04713 atau 104,7% dengan standar deviasi 0,264637 atau 26,46%. Kebijakan hutang yang paling tinggi (maksimum) terjadi yaitu sebesar 4,36 atau 436% dan paling rendah (minimum) yaitu sebesar 0,08 atau 8%.

Variabel *free cash flow* (X1) rata-ratanya adalah sebesar -0,142735 dengan standar deviasi sebesar 0,2646367. *Free cash flow* yang paling tinggi (maksimum) yaitu sebesar 0,6798 dan yang paling rendah (minimum) yaitu sebesar -0,6087. Hal ini artinya *free cash flow* perusahaan yang tertinggi dari tahun 2008-2010 adalah sebesar 67,98% dan yang terendah -60,87%. Struktur kepemilikan saham yang pertama yaitu kepemilikan manajerial (X2) rata-ratanya adalah sebesar 0,107981 dengan standar deviasi sebesar 0,1587017. Ini menggambarkan rata-rata kepemilikan manajerial adalah 10,8%. Kepemilikan manajerial yang paling tinggi (maksimum) yaitu sebesar 0,7 atau 70% dan yang paling rendah (minimum) yaitu sebesar 0.

Berarti, ada perusahaan yang kepemilikan sahamnya tidak dimiliki oleh

pihak manajerial. Struktur kepemilikan saham yang kedua yaitu kepemilikan institusional (X3) rata-ratanya adalah sebesar 0,650211 dengan standar deviasi sebesar 0,1954053. Artinya rata-rata kepemilikan institusional sebesar 65,02%. Kepemilikan institusional paling tinggi (maksimum) yaitu sebesar 0,9565 dan yang paling rendah (minimum) yaitu sebesar 0,2207. Hal ini artinya persentase tertinggi kepemilikan institusional dari tahun 2008-2010 adalah 95,65% dan terendah 22,07%.

Variabel moderating yaitu *investment opportunity set* (X4) yang diprosikan oleh rasio *market book value of asset* rata-ratanya adalah sebesar 0,746263 dengan standar deviasi sebesar 0,5571932. Berarti rata-rata set kesempatan berinvestasi dari tahun 2008-2010 adalah sebesar 74,63%. *Investment opportunity set* (maksimum) yaitu sebesar 3,3193 atau 331,93% dan yang paling rendah (minimum) yaitu sebesar 0,818 atau 81,8%.

Analisis Regresi Berganda

.Analisis regresi berganda dilakukan dengan membandingkan nilai sig dengan $\alpha = 0,05$. Hasil pengolahan data yang menjadi dasar dalam Pembentukan model penelitian ini ditunjukkan dalam tabel berikut:

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.183	.501		2.361	.021
FCF	1.284	.343	.389	3.746	.000
KM	-1.135	1.108	-.206	-1.024	.309
KI	-1.881	.675	-.420	-2.786	.007
moderat_1	-1.546	.563	-.353	-2.745	.008
moderat_2	-.477	1.261	-.072	-.379	.706
moderat_3	.648	.313	.314	2.070	.042

a. Dependent Variable: LN_Y

Dari pengolahan data statistik di atas maka diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$\text{Ln}_Y = 1,183 + 1,284 X_1 - 1,135 X_2 - 1,881 X_3 - 1,546 X_1X_4 - 0,477 X_2X_4 + 0,648 X_3X_4$$

Angka yang dihasilkan dari pengujian tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

Konstantan (α). Nilai konstanta yang diperoleh sebesar 1,183. Hal ini berarti bahwa jika variabel-variabel independen adalah tidak ada atau bernilai nol, maka tingkat kebijakan hutang yang terjadi adalah sebesar 1,183.

Koefisien Regresi (β) X1. Nilai koefisien regresi variabel *free cash flow* (X1) adalah sebesar 1,284. Hal ini menandakan bahwa setiap peningkatan satu satuan *free cash flow* akan mengakibatkan peningkatan kebijakan hutang (DER) sebesar 1,284 satuan.

Koefisien Regresi (β) X2. Nilai koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial (X2) sebesar - 1,135. Hal ini menandakan bahwa setiap peningkatan satu satuan kepemilikan manajerial akan mengakibatkan penurunan kebijakan hutang (DER) sebesar 1,135 satuan.

Koefisien Regresi (β) X3. Nilai koefisien regresi variabel kepemilikan institusional (X3) sebesar -1,881. Hal ini menandakan bahwa setiap peningkatan satu satuan kepemilikan institusional akan mengakibatkan penurunan kebijakan hutang (DER) sebesar sebesar 1,881.

Koefisien Regresi Variabel Moderasi (β) X1X4. Nilai koefisien regresi interaksi *free cash flow* dan *investment opportunity set* sebesar -1,546. Hal ini menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan *free cash flow* dan *investment opportunity set* akan mengakibatkan penurunan kebijakan hutang (DER) sebesar 1,564.

Koefisien Regresi Variabel Moderasi (β) X2X4. Nilai koefisien regresi interaksi kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* sebesar - 0,477. Hal ini menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* akan mengakibatkan peningkatan kebijakan hutang (DER) sebesar 0,477.

Koefisien Regresi Variabel Moderasi (β) X3X4. Nilai koefisien regresi interaksi kepemilikan institusional dan *investment opportunity set* sebesar 0,648. Hal ini menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan kepemilikan institusional dan *investment opportunity set* akan mengakibatkan penurunan kebijakan hutang (DER) sebesar 0,648.

Berdasarkan hasil penelitian, maka didapat pengaruh antar variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen adalah sebagai berikut:

Free cash flow berpengaruh positif terhadap Kebijakan Hutang. Dari hasil pengujian yang dilakukan, diperoleh hasil bahwa variabel *free cash*

flow memiliki nilai signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ (signifikan) dengan nilai thitung 3,746. Dilihat dari nilai koefisien 0,389 (positif), maka sesuai dengan arah hipotesis. Jadi hipotesis yang telah dirumuskan sesuai dengan hasil penelitian bahwa H1 diterima.

Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang. Dari hasil pengujian yang dilakukan, diperoleh hasil bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai signifikansi sebesar $0,309 > 0,05$ (tidak signifikan) dengan nilai thitung -1,024. Dilihat dari nilai koefisien -0,206 (negatif), maka sesuai dengan arah hipotesis. Jadi hipotesis yang telah dirumuskan sesuai dengan hasil penelitian bahwa H2 ditolak.

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang. Dari hasil pengujian yang dilakukan, diperoleh hasil bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki nilai signifikansi sebesar $0,007 < 0,05$ (signifikan) dengan nilai thitung -2,786. Dilihat dari nilai koefisien $\beta = -0,420$ (negatif), maka sesuai dengan arah hipotesis. Jadi hipotesis yang telah dirumuskan sesuai dengan hasil penelitian bahwa H3 diterima.

Investment Opportunity Set memperlemah hubungan Free Cash Flow dengan Kebijakan Hutang. Dari hasil pengujian yang dilakukan, diperoleh

hasil bahwa variabel moderat *investment opportunity set* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,008 < 0,05$ (signifikan) dengan nilai thitung -2,745. Dilihat dari nilai koefisien -0,353 (negatif), maka sesuai dengan arah hipotesis. Jadi hipotesis yang telah dirumuskan sesuai dengan hasil penelitian bahwa H4 diterima.

Investment Opportunity Set memperkuat hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Hutang. Dari hasil pengujian yang dilakukan, diperoleh hasil bahwa variabel moderat *investment opportunity set* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,706 > 0,05$ (tidak signifikan) dengan nilai thitung -0,379. Dilihat dari nilai koefisien -0,072 (negatif), maka tidak sesuai dengan arah hipotesis. Jadi hipotesis yang telah dirumuskan sesuai dengan hasil penelitian bahwa H5 ditolak.

Investment Opportunity Set memperkuat hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kebijakan Hutang. Dari hasil pengujian yang dilakukan, diperoleh hasil bahwa variabel moderat *investment opportunity set* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,042 < 0,05$ (signifikan) dengan nilai thitung 2,070. Dilihat dari nilai koefisien 0,314 (positif), maka sesuai dengan arah hipotesis. Jadi hipotesis yang telah dirumuskan sesuai dengan hasil penelitian bahwa H6 diterima.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikaji secara statistik dengan analisis regresi berganda menghasilkan beberapa hal yang perlu diperhatikan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Hasil penelitian lebih lanjut akan diuraikan dalam poin berikut:

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* atau aliran kas bebas mempengaruhi kebijakan hutang

perusahaan yang diprosikan dengan *debt to equity ratio* (DER) dengan nilai signifikansi 0,000 (signifikan kuat) lebih kecil dari nilai $\alpha = 0,05$. Selain itu *free cash flow* juga berpengaruh positif terhadap hutang perusahaan sehingga H1 diterima dan H0 ditolak. Hal ini berarti *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai koefisien positif.

Hasil penelitian sejalan dengan teori yang diungkapkan oleh Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* yang

besar akan meningkatkan level hutangnya untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*. Para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain karena mereka menerima manfaat penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. 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). Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer dengan demikian dapat menghindari investasi yang sia-sia, karena ketika hutang meningkat maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pokok pinjaman secara periodik sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Tingginya hutang perusahaan akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajer karena *free cash flow* juga harus dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Selain itu, hasil penelitian sejalan dengan penelitian yang sebelumnya dilakukan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003), Faisal (2004) dan Damayanti (2006). Penelitian membuktikan bahwa *free cash flow* berhubungan positif dengan level hutang dan dinilai signifikan secara statistik. *Free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan dalam pertimbangan pengambilan keputusan mengenai hutang. Semakin tinggi *free cash flow* maka perusahaan dapat menggunakan level hutang yang tinggi pula. Dengan kata lain perusahaan-perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan memiliki level hutang yang tinggi karena memiliki kas lebih yang memadai sehingga perusahaan dinilai mempunyai kemampuan untuk dapat membayar semua bunga dan pokok

pinjaman yang akan digunakan oleh perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang namun arah hubungannya yang negatif sesuai dengan teori. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikan sebesar 0,309 dimana nilai tersebut lebih besar dari nilai α 0,05 sehingga H2 ditolak. Hasil penelitian tidak sejalan dengan teori yang diungkapkan oleh Jensen dan MacLing (1976) dalam Pramudita (2010) bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan antara manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan membuat manajer sebagai pemegang saham akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut menanggung kerugian yang terjadi dalam perusahaan sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Sehingga manajer akan lebih berhati-hati untuk mengambil tindakan dari setiap keputusan termasuk keputusan mengenai penggunaan hutang dalam perusahaan. Kehati-hatian manajer diharapkan mampu mempengaruhi kebijakan hutang dengan mengurangi tingkat risiko kebangkrutan yang disebabkan oleh hutang.

Selain itu penelitian juga tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidawati (2001) dan Moh'd et al (1998), yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, yang artinya peningkatan kepemilikan manajerial akan mempengaruhi pengambilan keputusan perusahaan mengenai hutang sehingga penggunaan hutang menjadi rendah. Namun hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Damayanti (2006),

Ariani (2009), dan Yeniati dan Nicken (2010) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini berarti kepemilikan manajerial yang tinggi tidak akan mempengaruhi kebijakan perusahaan untuk menurunkan penggunaan hutang. Hal yang menyebabkan hipotesis ditolak kemungkinan adalah kepemilikan saham oleh pihak manajerial dalam perusahaan masih rendah. Kepemilikan saham oleh *insider* lebih kecil dibanding kelompok lain dalam perusahaan sehingga pihak manajer yang memiliki saham tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginan sendiri dan keputusan mengenai hutang tidak sepenuhnya dilakukan oleh pihak manajemen (Damayanti, 2006). Selain itu menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007), hal itu dikarenakan pihak manajemen tidak mempunyai kendali dalam menentukan kebijakan hutang karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas. Hasil penelitian menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER) perusahaan dan arah hubungan ini sesuai dengan teori. Hal ini berarti bahwa setiap kenaikan persentase kepemilikan saham oleh manajerial diharapkan dapat menurunkan tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan sehingga risiko kebangkrutan perusahaan juga akan rendah.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Dapat dilihat dari hasil statistik yaitu sebesar 0,007 dimana nilai tersebut lebih kecil dari nilai $\alpha = 0,05$. Nilai koefisien memperlihatkan bahwa kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Hal ini berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan

negatif terhadap kebijakan hutang dimana hipotesis ketiga (H3) pada penelitian ini diterima.

Hasil penelitian sejalan dengan teori yang diungkapkan oleh Shleifer dan Vishny (1986) dalam Damayanti (2006) yang menyatakan bahwa dengan adanya pemegang saham besar seperti institutional investor akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif sehingga akan membatasi perilaku opportunistik yang mungkin akan diambil manajer. 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. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadi financial distress dan risiko kebangkrutan.

Selain itu hasil penelitian sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidawati (2009) dan Yeniati dan Nicken (2010) yang menyatakan kepemilikan institusional sebagai salah satu bagian dari struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Dengan adanya kepemilikan institusional akan mempengaruhi sikap manajer dalam mengambil kebijakan dimana kontrol pihak institusional akan mengurangi hutang yang akan digunakan perusahaan sehingga mengurangi risiko kebangkrutan.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang yang dimoderasi oleh Investment Opportunity Set. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa set kesempatan berinvestasi (IOS) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi sebesar 0,008 dimana signifikansinya lebih kecil dari nilai $\alpha = 0,05$. Nilai koefisien yang negatif

menunjukkan bahwa set kesempatan berinvestasi (IOS) memperlemah hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang perusahaan. Dari pengujian tersebut diperoleh hasil bahwa hipotesis keempat (H4) dalam penelitian ini diterima.

Hasil penelitian sejalan dengan teori Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang besar cenderung mempunyai level hutang yang tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set kesempatan berinvestasi (IOS) rendah. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang memadai cenderung untuk tidak menggunakan hutang yang tinggi pada saat perusahaan mempunyai kesempatan yang tinggi untuk berinvestasi. Perusahaan lebih memilih untuk memanfaatkan kesempatan yang ada dan manajer tidak ingin menyiapkan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang besar dalam berinvestasi.

Selain itu hasil penelitian sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogyanto (2003) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* mempunyai pengaruh terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang dengan memperlemah hubungan keduanya. Hubungan *free cash flow* yang positif terhadap kebijakan hutang akan menjadi negatif pada saat perusahaan memiliki kesempatan untuk berinvestasi yaitu pada saat set kesempatan berinvestasi perusahaan tinggi maka kebijakan hutang perusahaan akan lebih rendah dikarenakan *free cash flow* perusahaan lebih dimanfaatkan untuk berinvestasi.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang yang dimoderasi oleh *Investment Opportunity Set*. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,706 dimana nilai tersebut lebih besar dari nilai α 0,05 dan nilai koefisien negatif. Nilai tersebut membuktikan bahwa *investment opportunity set* tidak mampu memoderasi

hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dengan kata lain hipotesis kelima (H5) ditolak.

Hasil penelitian tidak sejalan dengan teori yang diungkapkan oleh Tarjo (2003), jika kepemilikan manajerial meningkat akan mempengaruhi pengambilan keputusan terhadap hutang perusahaan terutama apabila diketahui set kesempatan berinvestasi perusahaan tinggi maka kebijakan hutang akan rendah. Disaat manajer memiliki sejumlah saham dalam perusahaan diharapkan mampu untuk menurunkan risiko kebangkrutan dengan menurunkan tingkat penggunaan hutang perusahaan. Namun disaat perusahaan memiliki *investment opportunity set* yang besar diharapkan mampu untuk mempertahankan bahkan lebih menurunkan penggunaan hutang dalam perusahaan.

Dalam penelitiannya Tarjo (2003) mengungkapkan bahwa set kesempatan berinvestasi memperkuat hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Pada saat kepemilikan manajerial dalam perusahaan tinggi, kebijakan hutang p mensejajarkan kepentingannya dengan pemegang saham yang tidak ingin perusahaan dalam kondisi tinggi risiko kebangkrutan. Pada saat perusahaan memiliki set kesempatan berinvestasi yang tinggi mampu mempertahankan kondisi rendah risiko dengan sedikitnya penggunaan hutang.

Hal yang menyebabkan hipotesis kelima dalam penelitian ini ditolak kemungkinan terjadi karena pihak manajemen tidak mempunyai kendali dalam menentukan kebijakan hutang karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas Sujoko dan Soebiantoro (2007). Masih rendahnya kepemilikan saham oleh pihak manajerial tidak mampu untuk mempengaruhi pengambilan keputusan mengenai hutang dalam perusahaan sehingga pada saat perusahaan mempunyai *investment opportunity set* yang besar manajer juga tidak akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan mengenai

hutang. Saat *investment opportunity set* yang dimiliki perusahaan besar diharapkan mampu untuk membuat manajer sekaligus pemegang saham untuk menurunkan penggunaan hutang. Namun hubungan yang negatif dalam penelitian ini membuktikan bahwa *investment opportunity set* yang tinggi akan menyebabkan penggunaan hutang yang tinggi. Kemungkinan hal ini terjadi karena perusahaan menggunakan hutang untuk mendanai investasinya. Dalam Ariani (2009) dinyatakan bahwa semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kebutuhan perusahaan atas dana untuk melakukan aspek finansial. Semakin besar kebutuhan maka perusahaan cenderung untuk mempertahankan keuntungan dibandingkan dengan membayarkannya dalam bentuk dividen. Namun jika perusahaan mengambil kebijakan pembayaran dividen, maka dalam mendanai investasinya akan memilih hutang sebagai alternatif pendanaan. Untuk itu faktor pertumbuhan dan besarnya perusahaan adalah faktor yang cukup penting untuk menentukan kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang yang dimoderasi oleh *Investment Opportunity Set*. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan

terhadap kebijakan hutang dan teori ini dimoderasi oleh *investment opportunity set* dengan nilai signifikansi sebesar 0,042 lebih kecil dari nilai $\alpha = 0,05$. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang sehingga hipotesis keenam (H6) dalam penelitian ini diterima.

Hasil penelitian sejalan dengan teori yang diungkapkan dalam Damayanti (2006) bahwa kepemilikan institusional menstutstitusi kebijakan hutang terutama ketika terdapat set kesempatan berinvestasi. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin tinggi kontrol internal terhadap manajemen perusahaan sehingga akan mengurangi penggunaan hutang oleh manajer terutama bila terdapat *investment opportunity set*.

Selain itu hasil penelitian sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Tarjo (2003) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang diperkuat oleh adanya *investment opportunity set* yang besar dalam perusahaan. Perusahaan dengan *investment opportunity set* tinggi akan tetap menurunkan tingkat hutang yang digunakan dalam perusahaan karena perusahaan lebih memilih untuk berinvestasi daripada menggunakan hutang yang tinggi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, maka hasil penelitian dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. *Free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan dengan arah hubungan negatif sesuai dengan teori terhadap kebijakan hutang pada

perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

3. Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
4. Hubungan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang secara signifikan diperlemah oleh *investment opportunity set*. Dalam hal ini *investment opportunity set* dapat dijadikan pemoderasi hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang.

5. Hubungan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang tidak dapat diperkuat oleh *investment opportunity set*. Dalam hal ini *investment opportunity set* tidak dapat dijadikan sebagai pemoderasi dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan arah hubungannya positif.
6. Hubungan pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang diperkuat oleh *investment opportunity set*. Dalam hal ini *investment opportunity set* dapat dijadikan pemoderasi hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang.

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

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

yang lainnya seperti proksi berdasarkan harga, investasi dan ukuran variansi.

4. Untuk penelitian berikutnya agar membedakan perusahaan mana yang memiliki IOS tinggi dan mana yang mempunyai IOS rendah.

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

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

DAFTAR PUSTAKA

- Agnes, Andriani. 2009. Pengaruh *Good Corporate Governance* dan Tingkat *Voluntary Disclosure* terhadap *Cost of Debt*. Skripsi S-1. Universitas Kristen Petra Surabaya
- Agus Sartono, *Insider Ownership, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen : Pengujian Empirik Teori Keagenan*, JSB no.6, Vol 2, 2001, Hal 107-119.
- Ariani, Citra. 2009. *Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang dan Return Saham*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas. Surabaya
- Arief, Sritua, 2006, *Metodologi Penelitian Ekonomi*, Jakarta: UI Press.
- Chairiri, Anis dan Ghozali, Imam. 2007. *Teori Akuntansi*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang
- Cornet, MM. Marcus, SJ & Tehranian. 2006. *Earnings management, corporate governance, and the true*

- financial performance*.
<http://papers.ssrn.com/abstract=886142>. [02/10/11]
- Damayanti, Isrina. 2006. *Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia*, (Online), (<http://www.google.com>, diakses 05 Juli 2012).
- Faisal, 2002. *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Program Pasca Sarjana, Magister Sains, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Fitrijanti, Tettet Dan Jogiyanto Hartono, M. 2009. *Set Kesempatan Investasi : Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungan dengan Kebijaksanaan Pendanaan dan Dividen*. Department Of Accounting. Universitas Padjajaran. Bandung
- Gaver, JJ and Kenneth M. Gaver, 1993, *Additional evidence an the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividet, and compensation policies*, journal of Accounting and economics 1, Hal 233.
- Ghozali, Imam, 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi Ketiga, Badan Penerbit Undip, Semarang.
- Gull and Jaggi B, 1999, *An analysist of joint Effecs of investment opportunity set, Free Cash Flow and size on corporate debt policy*, Review Of Quantitative and Accounting 12, Hal 371 . 373
- Hakim, Abdul, 2004, *Statistik Deskriptif Untuk Ekonomi dan Bisnis*, Cetak Kedua Yogyakarta: Ekonisia.
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD), 2008, 2009, dan 2010. BEI, Jakarta
- Januarti. 2009. *Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure Terhadap Biaya Hutang*. Universitas Petra Surabaya
- Jensen, M, 1986. *Agency Costs of Free cash flow*, corparate finance, American, Review 76, 323 - 339
- J. John Wild, Subramanyam, F. Robert Halsey. 2005. *Financial Statement Analysis, Analisis Laporan Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta
- Jones, Steward and Rohit Sharma. 2001. *The Association Between the Investment Opportunity Set Corporate Financing and Dividend Decision*, Some Australian Evidence, Managerial Finance, 48-64.
- Kallapur, Sanjay and Mark A. Trombley. 1999. *The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth*, Journal of Business Finance and Accounting, 505-519.
- Kieso, Donald E. dan Jerry J. Wseygandt. (2002). *Intermediate Accounting*. John Wiley and Sons, Inc. New York.
- Keown J., Arthur, David F. Scott Jr., John D. Martin, William Petty, 2000. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (terjemahan Chaerul Djakman dan Dwi Sulistyorini), Salemba Empat, Jakarta.
- Lang, L. E Ofek and R. Stul, 1996. *Leverange, investment and firm growth*, journal of Financial economics 40, 3 . 29.
- Mahadwartha P.A., 2002. *Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen*, Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia, Hal 635-647.
- Modigliani, F Miller M.M, 1998. *The cost of capital, corporate finance and theory of investment*, American Economics Review 13.

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