

**ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN PERSENTASE  
KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN  
HUTANG PADA KELOMPOK PERUSAHAAN YANG  
TERGOLONG DALAM LQ 45 DI BURSA EFEK JAKARTA  
(PERIODE 2006-2007)**

Agustin Ekadjaja dan Samuel Leonard  
Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara

*Abstract*

*The objectives of this research are to analyze and determine the empirical evidence impact of free cash flow and managerial ownership percentage affected liabilities policy from companies, which are listed in LQ 45 Index in Jakarta Stock Exchange by using purposive sampling method for the year 2006 and 2007. The method of data analysis was used here is multiple regression. The results of this research shows that free cash flow and managerial ownership percentage had no significant influence to liabilities policy. There is strong indication that managers manage its business are not fully based on company's stake holders interests.*

**Keywords:** *Free Cash Flow, Managerial Ownership Percentage, Liabilities Policy*

**PENDAHULUAN**

Pada tahun 2008 dunia mengalami krisis global yang dipicu oleh peristiwa bangkrutnya Lehman Brothers Holding Inc. sebuah lembaga investasi keuangan (*investment banking*) raksasa di Amerika Serikat, yang memiliki pengaruh besar dalam perekonomian global. Kebangkrutan Lehman Brothers Holding Inc. disebabkan oleh berbagai faktor, mulai dari menurunnya harga per lembar saham, ketidakmampuan perusahaan membayarkan *subprime mortgage*, dan sampai *corporate governance* yang dinilai buruk oleh pengamat ekonomi. Lehman Brothers dinilai gagal dalam mengelola manajemennya dan gagal dalam mempertahankan *going concern* dari perusahaan. Kebangkrutan

Lehman Brothers Holding Inc., memicu turunnya harga saham di seluruh dunia, para investor mulai ragu untuk menanamkan modalnya di pasar modal. Pengelolaan Lehman Brothers, tidak dilakukan sendiri oleh pemilik, dalam hal ini adalah para pemegang saham, tetapi pemilik mendelegasikan tugas mengelola perusahaan kepada pihak kedua untuk bertanggung jawab mengelola perusahaan. Keputusan seperti ini menyebabkan pemisahan antara kepemilikan perusahaan dengan pengendalian perusahaan, pemilik dikenal sebagai *principal* dan pengelola dikenal sebagai manajemer (*agent*). Pemisahan ini juga menimbulkan konflik kepentingan antara *agent* dengan *principal*. Konflik seperti ini dikenal juga sebagai konflik keagenan atau *agency conflict*.

Salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan adalah dengan meningkatkan hutang perusahaan, sehingga manajemen harus beroperasi dengan baik karena akan dinilai oleh *debtholders*. Dana yang biasa diperoleh untuk membayar hutang adalah arus kas bebas atau *Free Cash Flow*. Jika *free cash flow* dibagikan kepada pemegang saham, maka keputusan ini secara tidak langsung memperkecil peluang yang dimiliki oleh perusahaan untuk mendapatkan investasi yang menghasilkan di masa depan. Jika kesempatan berinvestasi datang sesaat sesudah *free cash flow* dibagikan kepada pemegang saham, maka manajemen harus berusaha mencari dana kembali untuk membiayai investasi tersebut. Misalnya manajer memperoleh dana bisa dilakukan dengan melakukan pinjaman kepada pihak lain. Hal ini memungkinkan perusahaan akan terbebani dengan biaya bunga sangat besar. Tidak menutup kemungkinan perusahaan mengalami *collapse* karena pengambilan keputusan yang kurang tepat oleh manajemen atas kebijakan hutang.

Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan yang sudah *go public* dan tergolong dalam index saham LQ45 yang sering kali dijadikan *benchmark* perilaku perekonomian di Indonesia. Penelitian ini dibatasi atas besarnya rasio *free cash flow* perusahaan, persentase kepemilikan manajerial sebatas direksi dan komisaris (karena dianggap sebagai pengambil keputusan tertinggi atas masalah atau kebijakan penting dan bersifat material di dalam perusahaan), dan kebijakan hutang perusahaan yang dalam penelitian ini dicerminkan sebagai *debt to equity*.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### *Free Cash Flow*

Menurut Ross et al. di dalam Tarjo(2005:1) *free Cash flow* atau yang lebih dikenal dengan arus kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi tetap. Menurut pendapat para investor mengenai arus kas bebas dalam [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com) adalah:

*“Free cash flow is the amount of cash that a company has left over after it has paid all of its expenses, including investments. Negative free cash flow is not necessarily an indication of a bad company, however, since many young companies put a lot of their cash into investments, which diminishes their free cash flow. But if a company is spending so much cash, it should have a good reason for doing so and it should be earning a sufficiently high rate of return on its investments. While free cash flow doesn’t receive as much media coverage as earnings do, it is considered by some experts to be a better indicator of a company’s financial health.”*

### **Konflik Keagenan (Agency Conflict)**

Menurut Mardiyah (2002) di dalam Nurwahyudi (2004:110) teori keagenan menggambarkan perusahaan sebagai titik temu hubungan keagenan antara pemilik perusahaan sebagai prinsipal dan manajemen perusahaan sebagai *agent*. Hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih mempekerjakan orang lain (agen) untuk memberikan jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Teori agensi terfokus kepada dua individu, yaitu *principal* dan *agent*. *Principal* adalah pemegang saham dan *agent* adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Perbedaan persepsi atas arus kas bebas ini merupakan awal terjadinya konflik antara pemegang saham dan pihak manajemen. Menurut pandangan Jensen(1986) dalam Tarjo(2005:84) menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Jensen juga berpendapat bahwa *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk memberi dana seluruh proyek atau investasi yang memiliki *net present value* positif setelah pembagian dividen. Di dalam Uraya dan Tuasikal(2003:188) Jensen menjelaskan bahwa apabila perusahaan mempunyai

aliran kas bebas, biasanya manajer perusahaan akan mendapatkan tekanan dari pemegang saham untuk membagikan kas tersebut sebagai dividen. Semakin besar aliran kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham, mengindikasikan besarnya perhatian yang diberikan oleh manajer sebagai agen kepada pemegang saham. Bila manajer lebih mementingkan kepentingan pemegang saham, maka manajer mengutamakan nilai dari perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi merupakan daya tarik tersendiri bagi investor untuk menanamkan modalnya.

### **Kebijakan Hutang**

Menurut Weygandt, Kieso, dan Kimmel(2008:14), "*Liabilites is claims against asset that is, existing debts and obligation*". Menurut Friend dan Lang(1988) di dalam Nurfaiziah(2007:49) menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempengaruhi pengambilan kebijakan hutang perusahaan, adanya *inverse relationship* antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan penggunaan hutang karena penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress* atau dengan kata lain manajer menanggung risiko yang lebih besar dari adanya risiko yang tidak dapat didiversifikasi dari hutang daripada risiko yang dirasakan investor luar, sehingga manajer akan berusaha untuk menjaga hutang pada level yang rendah karena kepemilikan manajerial yang meningkat berarti semakin besar kekayaan manajer yang terikat di perusahaan.

Menurut Chen dan Steiner (1999) dalam Nurfauziah (2007:49) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang. Jika keduanya memiliki hubungan substitusi (efek substitusi), maka perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi akan cenderung mengurangi tingkat hutang perusahaan untuk meminimalkan *agency cost of debt* dan dampaknya juga dapat mengurangi *agency cost of equity*. Efek substitusi di sini dimaksudkan bahwa jika salah satu kebijakan sudah diambil maka pengambilan kebijakan yang lain untuk tujuan yang sama menjadi tidak efektif lagi dan akan mengakibatkan pemborosan karena adanya biaya yang harus ditanggung pada tiap-tiap kebijakan.

### **Perumusan Hipotesis**

Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

Ha<sub>1</sub>: Terdapat pengaruh yang signifikan antara *free cash flow* atau arus kas bebas terhadap kebijakan hutang perusahaan.

- Ha<sub>2</sub>: Terdapat pengaruh yang signifikan antara persentase kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- Ha<sub>3</sub>: Terdapat pengaruh yang signifikan antara *free cash flow* atau arus kas bebas, persentase kepemilikan manajerial, dan tingkat suku bunga Bank Indonesia yang berlaku terhadap kebijakan hutang perusahaan.

## METODE PENELITIAN

### Data dan Sampel

Sample penelitian ini adalah perusahaan –perusahaan yang tergolong dalam LQ 45 di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan-perusahaan tersebut dipilih dengan kriteria yang pertama adalah perusahaan yang pernah tergolong di dalam LQ 45 selama periode 2006 – 2007 atau perusahaan yang berturut-turut selama dua tahun terdaftar dalam LQ 45. Kedua, perusahaan mempunyai laporan keuangan yang berakhir tanggal 31 Desember serta mempublikasikan laporan keuangannya secara rutin di Burs Efek Jakarta. Dan yang ketiga, perusahaan tidak berubah status sektor industrinya.

### Pengujian Variabel

Variabel yang diuji terdiri dari dua bagian yaitu variabel bebas (*independen variable*) dan satu variabel terikat (*dependen variable*). Variable bebas terdiri dari *Free Cash Fow* (X<sub>1</sub>) dan Kepemilikan Manajerial (X<sub>2</sub>) dan variable terikat adalah Kebijakan Hutang Perusahaan (Y). Variable *Free Cash Flow* (X<sub>1</sub>). Arus kas yang dimaksud adalah kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow* dalam penelitian ini dipakai sebagai variabel bebas. Di dalam Tarjo(2005) *Free cash flow* dihitung menggunakan rumus Ross et al.(2000), yaitu:

$$FCF_{i,t} = AKO_{i,t} - PM_{i,t} - NWC_{i,t}$$

Keterangan:

FCF<sub>i,t</sub> = *Free Cash Flow* perusahaan i pada tahun t

AKO<sub>i,t</sub> = Arus kas operasi perusahaan i pada tahun t

PM<sub>i,t</sub> = Pengeluaran Modal perusahaan i pada tahun t (*capital expenditure*)

NWC<sub>i,t</sub> = Modal kerja bersih perusahaan I pada tahun t

Aliran kas operasi adalah kas berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue – producing activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada aset tetap yaitu aset tetap bersih akhir periode dikurangi aset tetap bersih pada awal periode. Sedangkan modal kerja bersih (*net working capital*) adalah selisih antara jumlah aset lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama. Variable Kepemilikan Manajerial ( $X_2$ ), menurut Iturriaga dan Sanz(1998) dalam Tarjo (2005) kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen. Kepemilikan manajemen adalah pemegang saham yang dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Variabel ini diberi simbol OWNSP.

Variabel Kebijakan Hutang Perusahaan (Y), Kebijakan hutang perusahaan dalam penelitian ini dicerminkan oleh *Debt to Equity Rasio* (DER). DER diperoleh dengan membagi total *long term liabilities* perusahaan dengan total dari *equity* perusahaan pada tahun yang sama.

$$\text{Debt} = \frac{\text{Long-term Liabilities}}{\text{Equity}}$$

### Teknik Pengolahan Data

Dalam penelitian ini dilakukan uji regresi linear dengan menggunakan program SPSS 16.0. Model regresi linier berganda dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + e$$

Keterangan:

Y = *Debt*

a = Konstanta

$b_{1,2}$  = Koefisien regresi linier  $X_{1,2}$

$X_1$  = *Free cash flow*

$X_2$  = Persentase kepemilikan manajerial

e = Error

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan uji asumsi klasik, yang terdiri dari uji normalitas, multikolonieritas, autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Hipotesis pada penelitian ini akan diuji dengan menggunakan analisis regresi linier berganda untuk mengetahui pengaruh antara variabel bebas dengan variabel terikat. Uji yang digunakan adalah Uji t, ANOVA (*F test*), dan Uji *Multiple Determination* ( $R^2$ ).

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

**TABEL 1**  
**DAFTAR NAMA-NAMA PERUSAHAAN YANG PERNAH TERDAFTAR**  
**DALAM KELOMPOK LQ 45 DAN MEMPUBLIKASIKAN LAPORAN**  
**KEUANGAN SECARA BERTURUT-TURUT PADA PERIODE 2006-2007**

No.	Kode	Nama Perusahaan
1	AALI	Astra Agro Lestari
2	ANTM	Aneka Tambang
3	ASII	Astra Internasional
4	BBCA	Bank BCA
5	BDMN	Bank Danamon
6	BHIT	Bhakti Investama
7	BLTA	Berlian Laju Tanker
8	BNBR	Bakrie & Brothers
9	BNGA	Bank Niaga
10	BRPT	Barito Pacific
11	CTRS	Ciputra Surya
12	ENRG	Energi mega Persada
13	GGRM	Gudang Garam
14	GJTL	Gajah Tunggal
15	INCO	INCO
16	INDF	Indofood
17	ISAT	Indosat
18	JIHD	Jakarta International Hotel & Development
19	MLPL	Multipolar Corporation
20	PGAS	Perusahaan Gas Negara
21	PNBN	Bank Pan Indonesia
22	PTBA	Tambang Batu Bara Bukit Asam
23	RALS	Ramayana Lestari Sentosa
24	SMRA	Summarecon Agung
25	TINS	Timah
26	TLKM	Telekomunikasi Indonesia
27	TOTL	Total Bangun Persada
28	TRUB	Truba Alam Manunggal Engineering
29	UNTR	United Tractors
30	UNVR	Unilever Indonesia

Sumber: Data dari Bursa Efek Jakarta

Analisis Statistik Deskriptif

**TABEL 2**  
**OUTPUT HASIL STATISTIK DESKRIPTIF DARI FREE CASH FLOW, KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN DEBT EQUITY RATIO TAHUN 2006 DAN TAHUN 2007**  
**DESCRIPTIVE STATISTICS**

	N	Year 2006					Year 2007				
		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
FCF	30	-2.5987	1.1719	-0.3091	0.6463	0.418	-2.3052	0.7771	-0.3548	0.7743	0.600
Ownsp	30	0.0000	0.6500	0.1091	0.1822	0.033	0.0000	3.6800	0.2594	0.6887	0.474
Debt	30	0.0000	3.6627	0.6215	0.7922	0.628	0.0000	3.6658	0.6315	0.8248	0.680
Valid N (listwise)	30										

Berdasarkan hasil pengujian di atas tampak bahwa N = 30, berarti bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 30 sampel untuk *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Semua data yang digunakan merupakan data yang valid, terlihat dari tabel Valid N (*listwise*).

**PENGUJIAN ASUMSI KLASIK**

Uji Normalitas

**TABEL 3**  
**OUTPUT HASIL UJI NORMALITAS DENGAN METODE KOLMOGOROV-SMIRNOV TAHUN 2006 & 2007**

	Year 2006						Year 2007					
	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
FCF	0.105	30	.200 <sup>*</sup>	0.943	30	0.11	0.143	30	0.12	0.931	30	0.05
OWNSP	0.158	30	0.05	0.943	30	0.11	0.137	30	0.16	0.937	30	0.08
Debt	0.127	30	.200 <sup>*</sup>	0.958	30	0.27	0.125	30	.200 <sup>*</sup>	0.923	30	0.03

a. Lilliefors Significance Correction

Berdasarkan tabel 3, variabel bebas *free cash flow* (FCF), persentase kepemilikan manajerial (OWNSP), dan kebijakan hutang perusahaan (*Debt*) memiliki signifikansi lebih dari 0.05 atau 5% untuk tahun 2006 dan 2007, maka dapat disimpulkan model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memiliki distribusi yang normal.

**Uji Multikolonieritas**

**TABEL 4**  
**HASIL UJI KOEFISIEN KORELASI ANTARA VARIABEL**  
**INDEPENDEN TAHUN 2006 DAN 2007**

Coefficient Correlations<sup>a</sup>

Model	Year 2006		Year 2007	
	OWNSP	FCF	OWNSP	FCF
Correlations OWNSP	1	0.514	1	0.335
FCF	0.514	1	0.335	1
Covariances OWNSP	0.005	0.011	0.008	0.005
FCF	0.011	0.081	0.005	0.032

a. Dependent Variable: Debt

Berdasarkan hasil *ouput* uji koefisien korelasi untuk tahun 2006 dan 2007, maka hubungan korelasi antara variabel bebas *free cash flow* dengan kepemilikan manajerial tidak terdapat korelasi. Hal ini dikarenakan angka *correlations* sebesar 0.514 atau 51.4 % untuk tahun 2006, dan sebesar 0.335 atau 33.5% untuk tahun 2007. Angka tersebut masih berada jauh di bawah 95% maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolonieritas.

**TABEL 5**  
**HASIL UJI MULTIKOLONERITAS ANTARA FREE CASH FLOW,**  
**PERSENTASE KEPENILIKAN MANAJERIAL,**  
**DAN KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN**  
**TAHUN 2006 DAN 2007**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	2006				2007			
	1	2	3	4	1	2	3	4
F1	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F2	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F3	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F4	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F5	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F6	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F7	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F8	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F9	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
F10	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000

a. Dependent Variable: Debt

Berdasarkan tabel 5, tidak terdapat variabel yang memiliki nilai *tolerance* lebih kecil dari 0.10 atau VIF yang lebih dari 10. Nilai *tolerance* untuk *free cash flow* dan kepemilikan manajerial pada tahun 2006 sebesar 0.736, dan 0.888 pada tahun 2007.

Nilai VIF dari kedua variabel bebas tersebut pada tahun 2006 sebesar 1.359, dan pada tahun 2007 sebesar 1.127. Maka dapat dikatakan bahwa tidak ada multikolonieritas antar variabel independen dalam model regresi.

**Uji Autokorelasi**

**TABEL 6**  
**HASIL UJI AUTOKORELASI DENGAN METODE DURBIN-WATSON TAHUN 2006 DAN 2007**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	Year 2006					Year 2007				
	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.183 <sup>a</sup>	0.033	-0.038	0.65459689	2.151	.385 <sup>a</sup>	0.148	0.085	0.70469931	2.072

a. Predictors: (Constant), OWNSP, FCF

b. Dependent Variable: Debt

Dari tabel 6 dapat dilihat bahwa nilai D-W tahun 2006 sebesar 2.151, dan tahun 2007 sebesar 2.072. Dengan ketentuan  $-4 < D-W < +4$  maka nilai Durbin-Watson model regresi tidak menunjukkan adanya masalah autokorelasi.

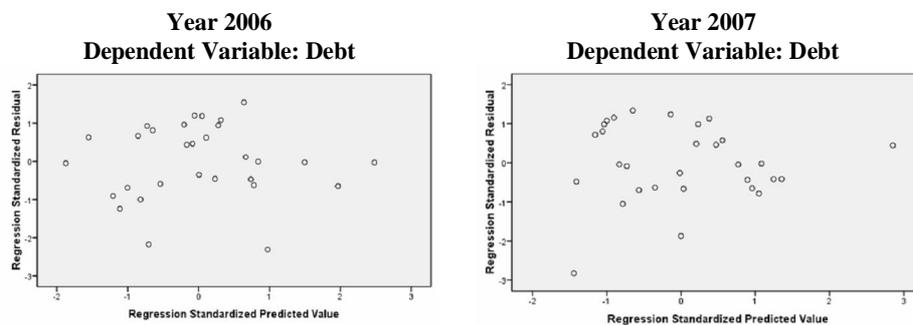
**Uji Heteroskedastisitas**

**TABEL 7**  
**HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS**  
**TAHUN 2006 DAN TAHUN 2007**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Year 2006					Year 2007				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0.601	0.116		5.189	0.000	0.518	0.088		5.892	0.000
FCF	0.046	0.160	0.062	0.285	0.778	0.008	0.099	0.016	0.081	0.936
OWNSP	0.051	0.041	0.272	1.253	0.221	0.067	0.112	0.114	0.595	0.557

a. Dependent Variable: AbsUt

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas tingkat signifikansi setiap variabel bebas yang lebih dari 0.05 atau 5%. Signifikansi variabel *free cash flow* adalah 0.778 dan signifikansi variabel kepemilikan manajerial sebesar 0.221. Pada pengujian *scatterplot* titik-titik data menyebar secara acak baik di atas maupun di bawah angka nol sumbu Y. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas di dalam model regresi penelitian ini.



Gambar 1. Hasil uji *Scatterplot* tahun 2006 dan 2007

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada tahun 2007, tingkat signifikansi setiap variabel bebas lebih dari 0.05 atau 5%. Signifikansi variabel *free cash flow* adalah 0.936 dan signifikansi variabel kepemilikan manajerial (OWNSP) sebesar 0.557. Pada pengujian *scatterplot* titik-titik data menyebar secara acak baik di atas maupun di bawah angka nol sumbu Y. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas di dalam model regresi penelitian ini.

### Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah uji pengaruh antara *free cash flow* dan kepemilikan institusional terhadap terhadap kebijakan hutang. Metode pengujian yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji t, uji ANOVA, dan uji *multiple determination* ( $R^2$ ).

**Uji t**

Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh signifikan dari variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Jika nilai signifikan > ±, maka Ha ditolak yang artinya tidak terdapat pengaruh secara individual yang signifikan antara variabel independen dengan variabel dependen dengan tingkat keyakinan 95%. Sebaliknya jika nilai signifikan < ±, maka Ha diterima yang artinya terdapat pengaruh secara individual yang signifikan antara variabel independen dengan variabel dependen dengan tingkat keyakinan 95%.

**TABEL 8**  
**HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS ANTARA *FREE CASH FLOW***  
**DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL DENGAN *DEBT EQUITY***  
**RATIO TAHUN 2006 DAN TAHUN 2007**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Year 2006					Year 2007				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0.682	0.206		-3.315	0.003	-0.969	0.235		-4.128	0.000
FCF (X1)	-0.239	0.284	-0.185	-0.840	0.408	-0.306	0.179	-0.322	-1.709	0.099
OWNSP (X2)	-0.061	0.073	-0.186	-0.842	0.407	-0.161	0.088	-0.345	-1.831	0.078

a. Dependent Variable: Debt

Dari hasil uji t untuk tahun 2006, variabel *free cash flow*, nilai signifikannya adalah sebesar 0.408 dan variabel kepemilikan manajerial, nilai signifikansinya adalah sebesar 0.407, karena nilai signifikannya > ± maka Ha ditolak yang artinya tidak terdapat pengaruh secara individual yang signifikan antara variabel independen dengan variabel dependen dengan tingkat keyakinan 95%. Model regresi linear berganda untuk tahun 2006 adalah:

$$Y' = -0.682 - 0.239 X_1 - 0.61 X_2 + e$$

Koefisien intersep pada model regresi di atas sebesar -0.682 menyatakan bahwa bila variabel *free cash flow* dan kepemilikan manajerial sama dengan nol, maka kebijakan hutang perusahaan LQ 45 akan sebesar -0.682. Koefisien regresi variabel *free cash flow* sebesar -0.239 satuan menyatakan bahwa bila variabel *free cash flow* naik sebesar satu satuan dengan

asumsi variabel kepemilikan manajerial konstan, maka kebijakan hutang perusahaan LQ 45 akan turun sebesar 0.239 satuan. Sementara, koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial sebesar -0.61 satuan menyatakan bahwa bila variabel kepemilikan manajerial naik sebesar satu Rupiah dengan asumsi variabel *free cash flow* konstan, maka kebijakan hutang perusahaan LQ 45 akan turun sebesar -0.61 satuan. Dari hasil uji t untuk tahun 2007 nilai signifikansi variabel *free cash flow* adalah sebesar 0.099, dan variabel kepemilikan manajerial, nilai signifikansinya adalah sebesar 0.78, karena nilai signifikannya  $> \pm$  maka  $H_0$  ditolak yang artinya tidak terdapat pengaruh secara individual yang signifikan antara variabel independen dengan variabel dependen dengan tingkat keyakinan 95%. Model regresi linear berganda pada tahun 2007 adalah:

$$Y' = -0.969 - 0.306 X_1 - 0.161X_2 + e$$

Koefisien intersep pada model regresi di atas sebesar -0.969 menyatakan bahwa bila variabel *free cash flow* dan kepemilikan manajerial sama dengan nol, maka kebijakan hutang perusahaan LQ 45 akan sebesar -0.969. Koefisien regresi variabel *free cash flow* sebesar -0.239 satuan menyatakan bahwa bila variabel *free cash flow* naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel kepemilikan manajerial konstan, maka kebijakan hutang perusahaan LQ 45 akan turun sebesar 0.306 satuan. Sementara, koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial sebesar -0.161 satuan menyatakan bahwa bila variabel kepemilikan manajerial naik sebesar satu Rupiah dengan asumsi variabel *free cash flow* konstan, maka kebijakan hutang perusahaan LQ 45 akan turun sebesar -0.161 satuan.

#### Uji ANOVA (F test)

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah model penelitian merupakan model yang layak untuk digunakan dalam pengujian data, juga untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama memberi pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

**TABEL 9**  
**HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS DENGAN**  
**UJI ANALYSIS OF VARIANCE**  
**TAHUN 2006 DAN 2007**  
**ANOVA<sup>b</sup>**

Model	Year 2006					Year 2007				
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	0.400	2	0.200	0.467	.632 <sup>a</sup>	2.335	2	1.167	2.351	.114 <sup>a</sup>
Residual	11.569	27	0.428			13.41	27	0.497		
Total	11.970	29				15.74	29			

a. Predictors: (Constant), OWNSP, FCF

b. Dependent Variable: Debt

Berdasarkan hasil uji F diperoleh, nilai F adalah sebesar 0.467 dengan nilai *sig* 0,632 untuk tahun 2006. Nilai F untuk tahun 2007 adalah 2.351 dengan nilai *sig* 0,114 .

Nilai signifikansi  $< \pm$  sehingga  $H_a$  ditolak. Dengan kata lain *free cash flow* dan kepemilikan institusional tidak mempengaruhi kebijakan hutang.

#### Uji *Multiple Determination (R<sup>2</sup>)*

Uji  $R^2$  dilakukan untuk mengkaji seberapa besar variabel bebas dapat menjelaskan perubahan pada variabel terikat. Nilai koefisien regresi berganda berada antara 0 sampai 1. Semakin besar nilai  $R^2$  (mendekati 1) menunjukkan semakin besar kemampuan variabel bebas menjelaskan perubahan pada variabel terikat.

**TABEL 10**  
**HASIL UJI MULTIPLE DETERMINATION TAHUN 2006**  
**MODEL SUMMARY**

Model	Year 2006				Year 2007			
	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.183 <sup>a</sup>	0.033	-0.038	0.6545969	.385 <sup>a</sup>	0.148	0.085	0.7046993

a. Predictors: (Constant), OWNSP, FCF

Hasil uji  $R^2$  untuk tahun 2006 menunjukkan nilai  $R^2$  adalah sebesar 0.033, hal ini berarti 3.3% variasi kebijakan hutang perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi dari kedua variabel independen *free cash flow* dan kepemilikan manajerial, sedangkan sisanya ( $100\% - 3.3\% = 96.7\%$ ) dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model. Nilai *standard Error of the estimate* sebesar 0.6545969 sedangkan nilai standar deviasi, yang dapat dilihat pada tabel 2, adalah sebesar 0.7922. Hal ini berarti bahwa nilai *Standard Error of the Estimate* lebih kecil dari nilai standar deviasi sehingga model regresi ini layak untuk digunakan.

Hasil uji  $R^2$  untuk tahun 2007 menunjukkan nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* adalah sebesar 0.148, hal ini berarti 14.8% variasi kebijakan hutang perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi dari kedua variabel independen *free cash flow* dan kepemilikan manajerial, sedangkan sisanya ( $100\% - 14.8\% = 85.2\%$ ) dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model. Nilai *standard Error of the estimate* sebesar 0,7046993 sedangkan nilai standar deviasi, yang dapat dilihat pada tabel 2, adalah sebesar 0.8248. Hal ini berarti bahwa nilai *Standard Error of the Estimate* lebih kecil dari nilai standar deviasi sehingga model regresi ini layak untuk digunakan.

## **KESIMPULAN DAN IMPLIKASI**

Hasil pengujian hipotesis yang dilakukan pada tingkat keyakinan 95% dengan menggunakan model regresi linier berganda pada tahun 2006 adalah variabel bebas *free cash flow* dan persentase kepemilikan manajerial mempunyai nilai probabilitas 0.632 atau 63.2%. Nilai ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas ( $\text{sig} > \pm$  sebesar 0.05, maka dapat ditarik kesimpulan  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak. Artinya variabel bebas *free cash flow* dan persentase kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat kebijakan hutang perusahaan.

Hasil penelitian tahun 2007 juga menunjukkan hasil yang sama dengan hasil penelitian 2006. Variabel bebas *free cash flow* dan persentase kepemilikan manajerial mempunyai nilai probabilitas 0.114 atau 11.4 %. Nilai ini menunjukkan bahwa nilai ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas ( $\text{sig} > \pm$  sebesar 0.05, maka dapat ditarik kesimpulan  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak. Dari penelitian tahun 2006 dan 2007, dapat ditarik kesimpulan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang perusahaan. Manajer lebih memilih menggunakan arus kas bebas

perusahaan yang ada untuk meningkatkan insentif bagi dirinya sendiri. Tanpa memperhatikan kesejahteraan para pemegang saham walaupun secara tidak langsung adalah manajer sendiri karena adanya kepemilikan saham. Pada saat perusahaan tidak memiliki arus kas bebas, manajer tetap memikirkan insentif untuk dirinya sendiri, terlebih lagi terdapat arus kas bebas. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori mengenai cara mengatasi konflik keagenan dengan cara kebijakan hutang dan kebijakan lainnya, tidak harus selalu dengan kepemilikan manajerial. Kinerja manajer yang diperhatikan oleh para pemberi pinjaman secara tidak langsung juga merupakan pihak yang ikut mengawasi para manajer, tanpa harus manajer memiliki kepemilikan dalam perusahaan tempat manajer bekerja. Selain itu, terbukti bahwa hutang bukanlah sebagai satu-satunya cara dalam mengurangi masalah agensi karena tidak mutlaknya efek substitusi antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Pemilik dapat memberikan insentif bagi manajer sebagai suatu imbalan atas kinerjanya yang terus meningkat. Penelitian ini mendukung hasil penelitian Nurfauziah, Harjito, dan Ameliawati (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi kebijakan hutang secara signifikan. Penelitian ini juga mendukung hasil penelitian YB Sigit Hutomo dan Mochammad Roland Perdana (2008) yang menyatakan kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi hubungan antara *free cash flow* dengan *debt equity ratio* atau kebijakan hutang. Penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan, yaitu sampel yang diambil hanya kelompok perusahaan yang masuk LQ 45, periode penelitian hanya tahun 2006 dan 2007.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat mendorong dan memicu dilakukan penelitian-penelitian berikutnya. dengan mempertimbangkan variabel lain, misalnya IOS (*Investment Opportunity Set*), kebijakan dividen, struktur kepemilikan manajerial, tingkat suku bunga, dan ukuran perusahaan. Penelitian selanjutnya disarankan agar pengambilan sampel dilakukan secara acak sehingga temuan penelitian ini dapat digeneralisasi. Selain itu, jumlah sampel sebaiknya diperbanyak dengan cara menggunakan periode penelitian yang lebih panjang. Investor harus mulai memperhatikan keberadaan *free cash flow* dan keputusan penggunaannya oleh manajer, jangan hanya memperhatikan laba rugi, neraca atau laba per lembar saham dari suatu entitas dalam pengambilan keputusan usaha.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, Syukriy. Free Cash Flow, Agency Theory, dan Signaling Theory: Konsep dan Riset Empiris, *Jurnal Akuntansi dan Investasi* Vol. 3 No. 2. hal 77-93. 2002
- Ghozali, Imam. *Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Cetakan IV. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro. 2006
- Honghern, Charles T. Harrison, Walter T. and Bamber, Linda Smith. *Accounting* 4<sup>th</sup>Edition. New Jersey: Prentice Hall, Inc. 1999
- Hutomo, Sigit dan Mochamad Roland Perdana. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Debt Equity Ratio dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variable Moderating. *Eksekutif* Volume 5. Hal 75-85. 2008
- Kieso, Donald E. Weygandt, Jerry J. and Warfield, Terry D. *Intermediate Accounting*. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc. 2007
- Mahadwartha, Putu Anom dan Hartono, Jogiyanto. Uji Teori Keagenan Dalam Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen, *Simposium Nasional Akuntansi* 5. hal 635-647. Semarang. 2002
- Masdupi, Erni. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia XX(1)*. hal 57-69
- Nurfauziah. Harjito, Agus D. dan Ameliawati, Hertya Dwi. Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Hutang Dalam Perspektif Masalah Agensi di Indonesia, *Ventura Vol. 10 No. 1*. hal 47-61. 2007
- Nuringsih, Kartika. Kepemilikan Manajerial dan Konflik Keagenan: Analisis Simultan Antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen, *Jurnal Manajemen Thn. VIII*. Hal 124-142. 2004

Nurwahyudi, Heru dan Mardiyah, Aida Ainul. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Utang, *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi* Vol. 4 No. 2. hal 107-131. 2004

Priyatno, Dwi. *Mandiri Belajar SPSS*. Jogjakarta: Mediakom. 2008

Schroeder, Richard G. Clark, Myrtle W. and Cathey, Jack M. *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases* 9<sup>th</sup> Edition. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc. 2009

Tarjo. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8. hal 82-104. 2005

Uyara, Ali Sani dan Tuasikal, Askam. Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earning Response, *Simposium Nasional Akuntansi 5*. hal 16-26. Semarang. 2002

Wahidahwati. Kepemilikan Manajerial dan *Agency Conflicts* : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen, *Simposium Nasional Akuntansi 5*. hal 601-625. Semarang. 2002

Weygant, Jerry J. Kiesso, Donald E. and Kimmel, Paul D. *Accounting Principle*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2008

Warren, Carl S. Reeve, James M. and Fess, Philip E. *Accounting, 21e Edition*. Singapore: South-Western, Thompson Corporation. 2005

[www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

[www.investorwords.com](http://www.investorwords.com)

