

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, *FREE CASH FLOW* DAN UKURAN
PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG
(STUDI PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN INDUSTRI
DASAR DAN KIMIA YANG TERDAFTAR DI BEI)**

Mudrika Alamsyah Hasan
Fakultas Ekonomi Universitas Riau

ABSTRACT

The purpose of this study is to obtain empirical evidence about the effect of managerial ownership structure, free cash flow and the size of the company's corporate debt policy and the Basic Industrial Chemicals listed in the Stock Exchange. The population in this study is a basic chemical sector companies listed in Indonesia Stock Exchange during the last three years, is from the years 2009-2011, by 43 companies, using purposive sampling and the sampling results obtained 37 sample firms. The variables in this study there are two independent variables consisting of managerial ownership and free cash flow and firm size. The dependent variable is the debt policy. It means that the higher the level of managerial ownership of a company, the lower the ratio of debt to equity. Free Flow Positive Cash effects of debt policy (debt to equity ratio) at a significance level of 5%. It means that the greater the value of the free cash flow value higher than the ratio of debt to equity and vice versa. The positive effect of firm size variable debt policy (debt to equity ratio) at 95% confidence level. This shows that the larger the size of the company it would be a higher value than the debt-to-equity ratio (DER). Managerial ownership, free cash flow, and the size of company policies simultaneously significant effect of debt (debt-to-equity ratio) at 95% confidence level.

Keywords: debt policy, managerial ownership and free cash flow, the size of the

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh struktur kepemilikan manajerial, arus kas bebas dan ukuran kebijakan utang perusahaan perusahaan Industri Dasar dan Kimia yang terdaftar di Bursa Efek. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor kimia dasar tercatat di Bursa Efek Indonesia selama tiga tahun terakhir, adalah dari tahun 2009-2011, sebesar 43 perusahaan, dengan menggunakan purposive sampling dan hasil sampling diperoleh 37 perusahaan sampel. Variabel dalam penelitian ini ada dua variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan free cash flow dan ukuran perusahaan. Adapun variabel dependen adalah kebijakan hutang. Ini memiliki arti bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial suatu perusahaan, semakin rendah rasio utang terhadap ekuitas. Gratis Arus positif kebijakan hutang efek Kas (debt to equity ratio) pada tingkat signifikansi 5%. Ini memiliki arti bahwa semakin besar nilai arus kas bebas nilai yang lebih tinggi dari rasio hutang terhadap ekuitas dan sebaliknya. Efek positif Variabel ukuran perusahaan kebijakan utang (debt to equity ratio) pada tingkat kepercayaan 95%. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan itu akan menjadi nilai yang lebih tinggi dari rasio utang terhadap ekuitas (DER). Kepemilikan manajerial, arus kas bebas, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh signifikan kebijakan utang (debt to equity ratio) pada tingkat kepercayaan 95%.

Kata kunci: Kebijakan utang, kepemilikan manajerial dan free cash flow, ukuran

PENDAHULUAN

Hutang perusahaan berkaitan sangat erat dengan struktur modal suatu perusahaan. Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam melakukan pendanaan diantara komposisi struktur modal perusahaan. Komposisi modal suatu perusahaan yang didalamnya terdapat kepemilikan manajerial tentu akan mempengaruhi keputusan pendanaan yang akan dilakukan perusahaan. Pengambilan kebijakan tersebut sangat erat kaitannya dengan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang sangat pekat dengan masalah keagenan (*agency theory*) (Steven dan Lina, 2011).

Magginson (2003) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam hubungannya dengan kebijakan hutang dan dividen mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham (*bonding mechanism*). *Leverage* yang rendah diharapkan mengurangi resiko kebangkrutan dan *financial distress* bisa menimbulkan konflik keagenan diantaranya melalui *asset substitution* dan *underinvestment*, sehingga kepemilikan manajerial terkait dengan risiko kebangkrutan. Wahidahwati (2001) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan kebijakan utang

Menurut Ross et al. (2000) *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Sementara bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah masih mempunyai kemampuan dimasa depan dan yang tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada *free cash flow* yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan dividen dimasa depan.

Free cash flow biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Hal tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak. yaitu pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya. Sedangkan Manajer berkeinginan agar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer (Riandani, 2004).

Hasil penelitian Riandani (2004) tentang pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang bahwa perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah yang digunakan sebagai variabel moderat ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan utang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah menunjukkan bahwa hubungan *free cash flow* dengan utang adalah positif dan secara statistik adalah signifikan.

Variabel lain yang diperkirakan memiliki pengaruh terhadap struktur hutang perusahaan adalah ukuran perusahaan. Tarjo dan Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan level hutang perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ke tiga karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aset bernilai besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hasil penelitian Wahidahwati (2002) & Riandani (2004) menemukan hasil penelitian bahwa kepemilikan manajerial

berpengaruh terhadap kebijakan utang dan kebijakan deviden. Riandani (2004) juga menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap utang dan secara statistik adalah signifikan.

Adanya ketidakkonsistenan dari hasil penelitian terdahulu, maka peneliti tertarik untuk mereplikasi penelitian Riandani (2004) tentang Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow* dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang (Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan Industri Dasar dan Kimia yang Terdaftar di BEI).

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan sebelumnya, perumusan masalah untuk penelitian ini dinyatakan yaitu apakah ada pengaruh struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang pada perusahaan Industri Dasar dan Kimia yang terdaftar di BEI ?.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah ada pengaruh struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang pada perusahaan Industri Dasar dan Kimia yang terdaftar di BEI.

TINJAUAN PUSTAKA

Kebijakan Utang

Menurut Baridwan (2007) utang merupakan pengorbanan manfaat ekonomi di masa yang akan datang yang mungkin terjadi akibat kewajiban suatu badan usaha pada masa kini untuk mentransfer aktiva atau menyediakan jasa pada badan usaha lain dimasa yang akan datang. sebagai akibat dari transaksi yang dimasa yang lalu. Kebijakan utang merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar, kebijakan utang dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi kurva penawaran hutang pada perusahaan atau permintaan perusahaan atas utang. Menurut Hanafi, et.al, (2005) menyatakan utang adalah semua kewajiban perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor.

Menurut Hanafi, et.al, (2005) kebijakan hutang diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER), yaitu dengan membagi total utang dengan total ekuitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin rendah DER, semakin tinggi kemampuannya untuk membayar seluruh kewajibannya, semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal, maka semakin besar pula kewajibannya.

Struktur Kepemilikan Manajerial

Ada lima tipe kepemilikan saham menurut Ibrahim (1999) dalam Ergis (2002), yaitu:

1. Kepemilikan privat, Kepemilikan privat 80% atau lebih jumlah saham dalam perusahaan publik dimiliki oleh individu atau kelompok bisnis yang berkepentingan.
2. Kepemilikan mayoritas, jika 50%-80% jumlah saham dalam perusahaan publik dimiliki oleh individu tertentu.
3. Kepemilikan minoritas, jika 20%-50% saham perusahaan publik dimiliki oleh individu yang berkepentingan dalam perusahaan.
4. Kepemilikan manajemen, jika kurang dari 20% saham perusahaan publik dimiliki oleh individu atau kelompok bisnis yang berkepentingan dalam perusahaan.

5. Kepemilikan *pyramid*. Suatu keadaan dimana mayoritas kepemilikan saham dimiliki oleh perusahaan besar. yang cenderung memiliki juga saham perusahaan lain.

Berdasarkan penelitian Wilopo dan Mayangsari (2002:91), struktur kepemilikan dibedakan berdasarkan konsentrasi kepemilikan saham, meliputi:

1. Kepemilikan Manajerial. Saham dalam suatu perusahaan publik yang dimiliki oleh individu-individu ataupun kelompok elit yang berasal dari dalam perusahaan yang mempunyai kepentingan langsung terhadap perusahaan (komisaris, direktur, manajer)
2. Kepemilikan Institutional. Saham dalam suatu perusahaan publik yang dimiliki oleh perusahaan-perusahaan besar lainnya, bank, institusi-institusi tertentu yang dapat mengontrol operasi atau kebijakan perusahaan.

Free Cash Flow

Menurut Brigham (2002) *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen. Penilaian dengan dasar *free cash flow* merupakan dasar penilaian yang digunakan *value based management* (VBM). Konsep *free cash flow* ini menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan investasi, maupun unit organisasi adalah sebesar nilai tunai arus kas bebas yang diharapkan dapat diperoleh. Konsep nilai *free cash flow* sebagai dasar pengukuran nilai perusahaan.

Ukuran Perusahaan

Menurut Hendriksen, Eldon (2000:309) mendefinisikan *size* adalah ukuran perusahaan merupakan keseluruhan dari aktiva yang dimiliki oleh suatu perusahaan yang dapat dilihat dari sisi kiri neraca. Jadi ukuran perusahaan (*size*) juga dapat diartikan sebagai keseluruhan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan baik dalam bentuk aktiva lancar maupun aktiva tetap.

Ukuran (*size*) perusahaan bisa diukur dengan menggunakan total aktiva, penjualan, atau modal dari perusahaan tersebut. Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dalam tahap ini arus kas sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan dengan total asset yang kecil. Keputusan investasi menurut Syamsudin (2005:52) dipengaruhi oleh faktor fundamental, faktor teknik dan faktor sentimental pasar. Faktor fundamental mengacu pada informasi tentang kinerja perusahaan, risiko, ukuran perusahaan (*size*) dan prospek perusahaan.

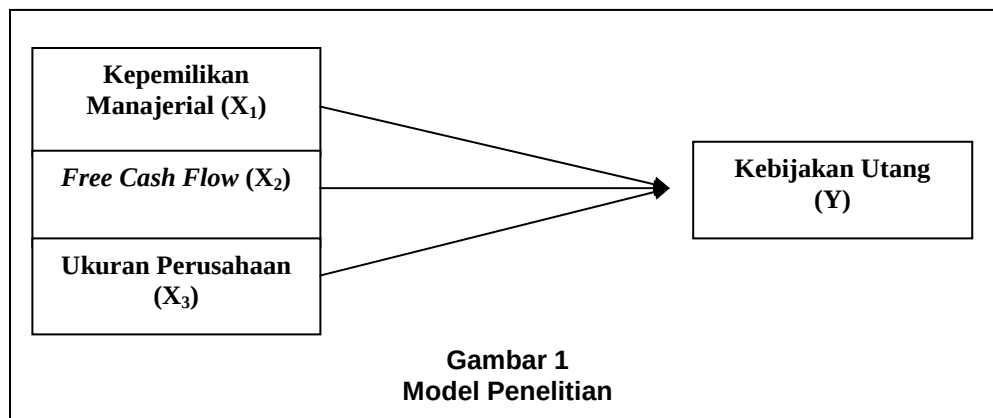
Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen et al. (2002) menguji hubungan antara *insider ownership*, *debt* dan *devident policies*. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara persentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio* (kebijakan hutang), artinya semakin besar kepemilikan manajerial maka akan semakin rendah nilai *debt ratio* dan sebaliknya. Dengan demikian meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Hasil penelitian Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial hubungan positif dengan utang. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial tidak dapat membantu memecahkan konflik agensi antara pemegang saham dengan manajer. Analisa *free cash flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang (dalam Ade Riandani, 2004:33). Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai 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 dibawah kendali manajemen.

Model Penelitian

Berdasarkan penjelasan pada latar belakang dan tinjauan pustaka, model penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut.



Pengembangan Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini adalah :

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang

H2 : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor industri kimia dasar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tiga tahun terakhir, yaitu dari tahun 2009–2011 yang berjumlah 43 perusahaan. Penentuan sampel menggunakan *purposive sampling* yaitu dengan cara menunjukkan langsung pada suatu populasi berdasarkan karakteristik atau ciri yang dimiliki sampel, sehingga diperoleh sampel sebanyak 37 perusahaan.

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Penelitian ini terdiri dari 2 jenis variabel, yaitu :

1. Variabel terikat (*Dependent variabel*), adalah kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt Equity Ratio* (DER). Menurut Hanafi (2005) DER dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total U} \tan g}{\text{Total Equity}}$$

Keterangan :

Total Hutang : Utang Jangka Pendek + Utang Jangka Panjang

Total Equity : Modal Sendiri + Modal Pinjaman

2. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah :
 - a. Kepemilikan Manajerial (X_1), merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam mengambil keputusan (direktur dan komisaris). Variabel ini diukur dengan :

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah Saham Dimiliki Komisaris dan Direktur}}{\text{Total Saham}}$$

- b. *Free Cash Flow* (X_2), merupakan kelebihan biaya yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value positif*. *Free Cash Flow* dihitung dengan menggunakan rumus yang dikemukakan Ross et al (2000) yaitu :

$$FCFit = AKO_{it} - Pmit - NWCit$$

Keterangan:

FCFit = *Free Cash Flow*

AKO_{it} = Aliran Kas Operasi Perusahaan i pada tahun t

PMit = Pengeluaran Modal Perusahaan i pada tahun t

NWCit = Modal Kerja Bersih Perusahaan i pada tahun t

1. Aliran kas operasi adalah kas yang berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue producing activities*) dan bukan aktivitas lain yang bukan aktivitas pendanaan.
2. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada asset tetap yaitu asset tetap bersih akhir periode dikurangi dengan asset tetap bersih awal periode
3. Modal Kerja (*Net Working Capital*), adalah selisih antara asset lancar dengan utang lancar di tahun yang sama.
3. Ukuran Perusahaan, ini diukur dengan rata-rata jumlah nilai kekayaan yang dimiliki suatu perusahaan (total aktiva). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio

Pengujian Hipotesis

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang. Persamaannya adalah :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

Keterangan :

Y = kebijakan utang α = konstanta

β_1 , β_2 dan β_3 = Koefisien regresi masing-masing variabel independen

X_1 = kepemilikan manajerial

X_2 = *free cash flow*

X_3 = Ukuran Perusahaan

a. Uji F

Uji ini bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara simultan. Kriteria pengujian adalah:

- Jika nilai $F_{hitung} \geq F_{tabel}$ atau signifikansi $< \alpha$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, dengan kata lain variabel independen berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen, sebaliknya
- Jika $F_{hitung} \leq F_{tabel}$ atau signifikansi $> \alpha$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak, dengan kata lain variabel independen tidak berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

b. Uji t

Uji t bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikatnya secara parsial. Kriteria pengujian :

- Jika nilai $t_{hitung} \geq t_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, dengan kata lain variabel independen berpengaruh secara parsial terhadap variabel dependen, sebaliknya
- Jika $t_{hitung} \leq t_{tabel}$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak, dengan kata lain variabel independen tidak berpengaruh secara parsial terhadap variabel dependen

c. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) adalah sebuah koefisien yang menunjukkan persentase pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Persamaan regresi yang dihasilkan baik digunakan untuk mengestimasi nilai variabel dependen. (Iqbal, 2003:116).

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS}$$

Keterangan :

ESS = *Explained Sum Square* (jumlah kuadrat yang dijelaskan)

TSS = *Total Sum Square* (jumlah total kuadrat)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Koefisien Determinan (R^2)

Koefisien adjusted determinan (R^2) bertujuan untuk melihat berapa proporsi variabel independen secara bersama-sama dalam mempengaruhi variabel dependen. Semakin besar nilai R^2 atau mendekati satu semakin besar pula kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil pengolahan data dapat dilihat pada Tabel 1 :

Tabel 1
Hasil Koefisien Korelasi (R) dan Koefisien Adjusted R^2

Model	Koefisien Korelasi (R)	Koefisien Adjusted (R^2)
1	0.883	0.628

Sumber : Hasil Pengolahan Data, Tahun 2012

Berdasarkan Tabel 1 di atas maka diperoleh koefisien Adjusted determinasi (R^2) sebesar 0.628 atau 62.8%. Hal ini berarti bahwa pengaruh variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan variabel ukuran perusahaan

terhadap variabel dependen yaitu DER sebesar 62.8% sedangkan sisanya sebesar 37.2% dipengaruhi oleh faktor-faktor lainnya diluar model (diluar kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan).

Hasil Pengujian Simultan (Uji F-Statistik)

Pengujian F-Statistik bertujuan untuk apakah variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan pada tingkat signifikan ($\alpha = 5\%$) dengan kriteria bila $\text{sig} < \alpha$ maka H_a diterima yang berarti bahwa semua variabel independen (kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan) secara simultan dan signifikan mempengaruhi variabel dependen (kebijakan hutang), dan jika atau sebaliknya. bila $\text{sig} > \alpha$ maka H_a ditolak yang berarti bahwa semua variabel independen (kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan) secara simultan tidak mempengaruhi variabel dependen (kebijakan hutang). Hasil pengujian secara simultan (uji F) dapat dilihat pada Tabel 2. Dari Tabel 3 terlihat bahwa nilai Sig (*significance*) adalah 0.003 atau probabilitas kecil dari $\alpha = 0.05$, yaitu $0.003 < 0.05$. Maka dikatakan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima atau koefisien signifikan. Sehingga dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan secara serentak (simultan) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang atau kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan mempengaruhi besar kecilnya nilai DER. Dengan demikian hipotesa diterima pada tingkat keyakinan 95%.

Tabel 2
Hasil Pengujian F-Statistik

Model	F hitung	Sig	α	Kesimpulan
1	3.097	0.003	0.05	Signifikan

Sumber : Hasil Pengolahan Data, 2012

Hasil Uji Parsial (Uji t)

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil pengolahan data dalam penelitian ini, maka diperoleh hasil uji t untuk variabel kepemilikan manajerial seperti pada Tabel 3

Tabel 3
Hasil Pengujian t Variabel Kepemilikan Manajerial

Variabel	t hitung	Sig	α	Keterangan
Kepemilikan Manajerial	-2.867	0.000	0.05	Signifikan

Sumber : Hasil Pengolahan Data, 2012

Dari Tabel 3 diperoleh nilai t hitung sebesar -2.867 dengan nilai signifikansi sebesar 0.000. Oleh karena itu nilai signifikansi lebih rendah dari tingkat keyakinan atau α atau $0.000 < 0.05$. Hasil ini menjelaskan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan secara parsial dari variabel kepemilikan manajerial (X_1) terhadap kebijakan hutang. Hipotesis pertama diterima pada tingkat keyakinan 95%. Dengan demikian, hal ini memberikan makna bahwa makin tinggi tingkat kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka akan semakin rendah *debt to equity ratio*.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Utang

Melihat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang secara parsial juga dilakukan dengan uji t. Hasil pengolahan data untuk variabel *free cash flow* dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Pengujian t Variabel *Free Cash Flow*

Variabel	t hitung	Sig	α	Keterangan
<i>Free Cash Flow</i>	2.644	0.003	0.05	Signifikan

Sumber : Hasil Pengolahan Data, 2012

Dari Tabel 4 diketahui bahwa nilai t hitung untuk variabel *free cash flow* sebesar 2.644 dengan tingkat signifikansi 0.003. Oleh karena itu nilai signifikansi lebih rendah dari nilai alpha yaitu $0.003 < 0.05$. Dengan demikian hipotesis kedua pada penelitian ini diterima pada tingkat keyakinan 95%. Hal ini memiliki makna bahwa makin besar nilai *free cash flow* maka makin tinggi nilai DERnya.

a. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang

Hasil pengolahan data variabel ukuran perusahaan dilihat pada Tabel 5

Tabel 5
Hasil Pengujian t Variabel Ukuran Perusahaan

Variabel	t hitung	Sig	α	Keterangan
Ukuran Perusahaan	2.086	0.039	0.05	Signifikan

Sumber : Hasil Pengolahan Data, 2012

Tabel 5 terlihat nilai t hitung untuk variabel ukuran perusahaan sebesar 2.086 dengan tingkat signifikansi 0.039. Oleh karena itu nilai signifikansi lebih rendah dari nilai alpha yaitu $0.039 < 0.05$. Dengan demikian hipotesis ke tiga pada penelitian ini diterima pada tingkat keyakinan 95%. Hal ini memberikan makna bahwa makin besar ukuran perusahaan maka makin tinggi nilai *debt equity ratio* dan sebaliknya.

SIMPULAN DAN SARAN

1. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.
2. *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang (*debt to equity ratio*).
3. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang (*debt to equity ratio*). Hal ini menunjukkan bahwa makin besar ukuran perusahaan maka akan makin tinggi nilai *debt to equity ratio* (DER).
4. Kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang (*debt to equity ratio*).

Saran

1. Investor dapat membeli saham dengan kepemilikan manajerial yang lebih tinggi karena perusahaan tersebut mampu memperkecil nilai DER. Hal juga mampu membuat para pemilik perusahaan benar-benar bekerja maksimal untuk perusahaan yang dikelola dan dimilikinya sehingga perusahaan mampu memperoleh kinerja yang baik.

2. Investor dapat menghindari perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang sangat besar karena menyebabkan nilai DER meningkat. DER yang makin tinggi akan menyebabkan risiko investasi semakin tinggi pula.
3. Investor sebaiknya lebih hati-hati untuk berinvestasi pada perusahaan yang berukuran sangat besar, perlu dikaji terlebih dahulu kebijakan utang yang dianut oleh perusahaan tersebut

DAFTAR PUSTAKA

- Andriyani, 2003. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency, *Skripsi*, Fakultas Ekonomi, Universitas Bung Hatta.
- Ang, J, Cole R dan Lin J, 1999. Agency Cost and Ownership Structur. *Journal of Finance*. Vol.55.hal.81-106.
- Ali, S.U dan Tuasikal, A., 2002, Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal Dengan Earnings Response Coefisients, *Simposium Nasional Ahmtansi V Ikatan Akuntan Indonesia*, 16-26.
- Baridwan, Zaki., 2007. *Intermediate-Accounting*, edisi 7, BPFE, Yogyakarta.
- Brigham, F. Eugene & Joel F. Houton. 2002. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga, Jakarta
- Ergis., 2002, Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham Investor Asing Terhadap Likuiditas Sham pada Perusahaan Real Estate dan Property yang Go Public, *Skripsi*, FE, UBH
- Gujarati. Damodar N., 2005, *Basic Econometrics*, Singapore: Me Graw-Hill, Inc.
- Gull and Jaggi B., 2001, *An Analysis Of Joint Effects of Investment Opportunity Set Free Cash Flow And Size, On Corporate Debt Policy, Review Of Quantitative And Accaounting* 12, 371-381.
- Hanafi, Mamduh M dan Halim, Abdul, 2005. *Analisis Laporan Keuangan*. UPP AMP-YKPN, Yogyakarta
- Holthausen dan Larcker, 2001, Pengaruh Rasio Aktivitas, Leverage Kuengan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman di BEI. *Jurnal Akuntansi & Keuangan* Vol. 2 No. 1. Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra, Jakarta
- Itturiaga dan Sona, 2002. *Fundamentals of Managerial Finance*. Cincinnati Ohio: South Western Publishing
- Jensen, M., 1996, Agency Cost of Free Cash Flow. Corporate Finance and Takeover. *American Economics Review* 76, 323-239.
- Mangginson, 2003, *Analisis Investasi*, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta
- Mahadawartha, 2002, Pengaruh Profitability Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderator Pada Perusahaan Ostumer Goods Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal*

Akuntansi dan Keuangan, Vol. 9, no. 1, Jurusan Ekonomi Akuntansi,
Fakultas Ekonomi - Universitas Kristen Petra

- Mardiyah Ainul Aida, 2005, Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, Earnings Management dan Free Cash Flow Terhadap Utang dan Kinerja, *Konferensi Nasional Akuntansi*, Universitas Trisakti, Jakarta.
- Moh'd et al, 2008, Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen". *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*. Universitas Trisakti. Jakarta
- M. Iqbal, 2003, *Dasar-Dasar Statistik*, Penerbit PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Myers, Stewart C, and Nicholas S. Majluf., 2004, Corporate Financing Decisions When Firm Have Investment Information that Investors do not, *Journal of Financial Economics* 13, 187-220.
- Nufus Hayatun., 2004, Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal Dengan Earnings Response Coeficients, *Skripsi*, Fakultas Ekonomi, Universitas Bung Hatta.
- Riandani, Ade, 2004, Pengaruh Free Cash Flow Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan, *Jurnal Keuangan*, Universitas Kristen Petra Indonesia.
- Ross, Stephen A., Westerfield, and Jaffe, 1999, *Corporate Finance*, 5th edition, Irwin McGraw-Hill.
- Santosa, 2000, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UUP- AMP YKPN
- Sugiyono, 2011, *Statistik Untuk Penelitian*, Penerbit Alfabeta, Jakarta
- Tarjo. 2002. Analisis Kepemilikan Manajerial Pada Perusahaan Otomotif. *Skripsi* Mahasiswa Universitas Kristen Petra, Surabaya
- Vogt S.C., 2004. The Cash Flow/ IDS : Evidence From U.S Manufacturing Firms *Financial Management*, 3-20
- Wandy. 2005. Analisis Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Utang, *Skripsi*, Fakultas Ekonomi, Universitas Bung Hatta.
- Wahidahwati., 2002, Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agensi, *Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntansi Indonesia*, 1084-1107.
- Wilopo dan Sekar Mayangsari., 2002, Pengaruh Struktur Kepemilikan, Perilaku Manajemen Laba, Free Cash Flow Hypotesis dan Economic Value Added: Pendekatan Path Analisis, *Simposium Nasional Keuangan In Memoriam*. Bambang Riyanto, pp 89-93.