

BAB II

LANDASAN TEORI

2.I. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori agensi menjelaskan hubungan antara prinsipal dengan agen. Prinsipal disini menggambarkan pemilik atau pemegang saham sedangkan agen disini menggambarkan manajemen perusahaan. Teori agensi merupakan teori yang menjelaskan bahwa *principal* dan *agent* mempunyai kepentingan yang berbeda yang dapat menimbulkan terjadinya konflik keagenan. Prinsip utama pada teori agensi menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (prinsipal) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama yang disebut "*nexus of contract*" (Raharja, 2012).

Perusahaan dipandang sebagai sekumpulan kontrak antara manajer perusahaan dan perusahaan saham. Prinsipal atau pemilik perusahaan menyerahkan pengelolaan perusahaan terhadap pihak manajemen. Manajer sebagai pihak yang diberi wewenang atas kegiatan perusahaan dan berkewajiban menyediakan laporan keuangan akan cenderung untuk melaporkan sesuatu yang memaksimalkan utilitasnya dan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Sebagai pengelola perusahaan, manajer akan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan pemilik (pemegang saham). Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik sebagai wujud dari tanggung jawab atas pengelolaan perusahaan namun informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya sehingga hal ini memacu terjadinya konflik keagenan (Imanda dan Nasir, 2006).

Adanya keterbatasan pemilik untuk mengendalikan perusahaan yang semakin besar dan kompleks, maka pemilik perusahaan menyerahkan tanggung jawab kepada manajer. Dengan demikian, manajer dapat dipandang sebagai agen dari pemilik perusahaan yang mempekerjakan mereka, memberi wewenang dan kekuasaan untuk mengambil keputusan terbaik yang menguntungkan bagi pemilik perusahaan

(Sartono, 2010). Pemegang saham, kreditur, dan manajemen adalah pihak-pihak yang memiliki kepentingan masing-masing dalam perusahaan. Penyelesaian kepentingan dari seluruh pihak tersebut seringkali menimbulkan permasalahan dimana dalam bidang keuangan dijelaskan melalui *agency theory* (Sari, 2016).

Hubungan antara teori keagenan dengan penelitian ini adalah perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat mungkin terjadi karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis. Begitu pula jika manajer tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka risiko sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Oleh karena itu, pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal, sehingga akan mengakibatkan masalah keagenan atau *agency conflict*. Guna memperkecil konflik keagenan tersebut, perusahaan harus mengeluarkan biaya-biaya yang kemudian disebut dengan *agency cost*. Cara untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan kebijakan deviden (Dewi, 2008).

2.2 Variabel Dependen (Y)

2.2.1 Kebijakan Hutang

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. Selain itu kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan. Keputusan pembiayaan atau pendanaan perusahaan akan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Hal tersebut juga didukung pendapat Setiawan (2008), bahwa hutang adalah sebagai salah satu alat pendanaan yang merupakan sebuah *contractual claim* atas *cash flow* perusahaan (bukan sebuah fungsi dari kinerja operasinya). Hal ini mengindikasikan bahwa dalam klaim hutang berarti kreditur berhak atas *cash flow* setelah perusahaan memenuhi semua

kewajiban lainnya. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal dan modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian didalam perusahaan. Modal yang berasal dari kreditur adalah merupakan hutang perusahaan.

Kebijakan hutang adalah segala jenis hutang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan, baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang (Indahningrum dan Handayani, 2009). Definisi lain kebijakan hutang adalah total hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai operasionalnya (Yeniati dan Destriana, 2010). Jadi kebijakan hutang merupakan keputusan yang diambil oleh manajemen untuk menentukan besarnya hutang dalam sumber pendanaannya yang berguna untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang sering dilambangkan dengan *debt to total asset ratio* (DAR). Menurut Kasmir (2008) DAR adalah rasio hutang untuk mengukur perbandingan total hutang dan total aktiva. DAR sendiri merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat solvabilitas perusahaan.

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

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

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

b. Struktur Aset

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

c. Profitabilitas

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

d. Risiko Bisnis

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

e. Ukuran Perusahaan

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

f. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan.

Di samping itu, keputusan pendanaan melalui hutang mempunyai batasan sampai seberapa besar dana yang akan dipinjam perusahaan. Biasanya ada standar rasio tertentu untuk menentukan rasio hutang tertentu yang tidak boleh dilampaui. Jika rasio hutang melewati standar ini, maka biaya akan meningkat dengan cepat, dan hal tersebut akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan semakin banyak hutang maka akan meningkatkan beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar. Hal ini memperbesar kemungkinan perusahaan menghadapi *default*, yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran hutang pada waktunya akibat kewajiban yang semakin besar (Pithaloka, 2009).

2.3 Variabel Independen (X)

2.3.1 Kepemilikan Institusional

Struktur kepemilikan dalam hal ini adalah kepemilikan institusional dalam peran monitoring manajemen, kepemilikan institusional merupakan pihak yang paling berpengaruh dalam pengambilan keputusan karena sifatnya sebagai pemilik saham mayoritas, selain itu kepemilikan institusional merupakan pihak yang memberi kontrol terhadap manajemen dalam kebijakan keuangan perusahaan. Menurut Pasaribu, Topowijaya dan Sri (2016) kepemilikan institusional merupakan persentase saham yang dimiliki oleh institusi. Kepemilikan institusional merupakan alat yang

dapat digunakan untuk mengurangi konflik kepentingan. Kepemilikan Institusional adalah besarnya jumlah kepemilikan saham oleh institusi (pemerintah, perusahaan asing, lembaga keuangan seperti asuransi, bank, dan dana pension) yang terdapat pada perusahaan (Suta, dkk, 2016). Sedangkan menurut Mei, dkk (2016) kepemilikan institusional adalah tingkat kepemilikan saham oleh institusi dalam perusahaan, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki oleh institusional pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persentase.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional akan menjamin kemakmuran pemegang saham. Pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer.

Tarjo (2008), menerangkan kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lainnya. Menurut (Brealey, dkk, 2006) Kepemilikan Institusional adalah beberapa saham dipegang langsung oleh para investor individu tetapi proporsi yang besar dimiliki oleh lembaga keuangan seperti reksa dana, dana pensiun, dan perusahaan asuransi. Beberapa kelebihan dari struktur kepemilikan institusional disebutkan oleh Permanasari (2010) sebagai berikut :

- a. Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi.
- b. Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

Semakin besar kepemilikan institusi maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan dari institusi tersebut untuk mengawasi manajemen. Akibatnya, akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat. Kinerja yang meningkat tersebut akan

menguntungkan bagi pemegang saham karena dengan kata lain pemegang saham akan mendapatkan banyak keuntungan berupa dividen (Patricia, 2014). Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional akan menjamin kemakmuran pemegang saham. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer (Kusumawati, 2011). Kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost* dengan cara mengaktifkan pengawasan melalui investor – investor institusional. Hal tersebut dapat terjadi dikarenakan dengan keterlibatan institusional dalam kepemilikan saham, manajemen perusahaan akan diawasi oleh investor-investor institusional sehingga kinerja manajemen juga akan meningkat (Dewi, 2008). Kepemilikan institusional dianggap sebagai efek substitusi dari upaya untuk meminimalkan biaya keagenan melalui kebijakan dividen dan utang. Oleh karena itu, untuk menghindari inefisiensi penggunaan sumber daya, diterapkan kebijakan dividen yang lebih rendah. Dari berbagai pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional merupakan kondisi di mana institusi atau lembaga eksternal yang turut memiliki saham di dalam perusahaan.

2.3.2 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham oleh manajerial akan mempengaruhi kinerja manajemen dalam mengoptimalkan perusahaan. Hal ini akan berpengaruh positif terhadap kelangsungan hidup perusahaan. Sonya (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan, misalnya direktur dan komisaris. Menurut Pasaribu, Topowijaya dan Sri (2016) kepemilikan manajerial adalah pemilik / pemegang saham oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif berperan dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial sangat bermanfaat dimana manajer ikut ambil bagian dalam kepemilikan saham perusahaan. Manajer kemudian akan berusaha lebih baik untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga ia pun akan menikmati sebagai keuntungan bagiannya tersebut. Semakin besar kepemilikan saham oleh manajerial, maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan meningkatkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik.

Kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan (Ikin Solikin, Mimin, Sofie, 2013). Kepemilikan manajerial merupakan kondisi di mana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Tarigan, dkk, 2007). Struktur kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif terlibat di dalam pengambilan keputusan. Pengukurannya dilihat dari besarnya proporsi saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun yang disajikan dalam bentuk persentase (Yadnyana dan Wati, 2011). Adanya kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan akan menimbulkan dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan akan mengalami peningkatan sebagai akibat dari kepemilikan manajemen yang meningkat dalam perusahaan tersebut. Hal ini sangat potensial dalam mengurangi alokasi sumber daya yang tidak menguntungkan, yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan (Effendi, 2013).

2.3.3 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya akan mengurangi total sumber dana intern atau internal financing (Sartono, 2011). Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas keluar yang dibayar kepada pemegang saham. Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan (Setiawati, 2012). Kebijakan Dividen perusahaan meliputi dua komponen dasar yang pertama rasio pembayaran dan stabilitas dividen. Rasio pembayaran dividen menunjukkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan perusahaan. Dalam merumuskan kebijakan dividen, manajer keuangan menghadapi *trade off*. Dengan mengasumsikan manajemen sudah memutuskan berapa banyak di investasi dan memilih paduan utang-modalnya untuk

mendanai investasi. Keputusan membayar dividen yang besar berarti secara simultan memutuskan untuk menahan sedikit lama, jikalau ada ini nantinya menghasilkan ketergantungan yang lebih besar pada pendanaan modal eksternal. Sebaliknya dengan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan, pembayaran dividen yang kecil akan berarti penahanan laba yang tinggi dengan lebih sedikit kebutuhan dana modal yang dihasilkan dari luar (Keown, dkk, 2000).

Menurut Brigham dan Houston (2011) Kebijakan Dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Menurut Atmaja (2008) Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan manajemen dalam memilih alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak :

- a. Dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen
- b. Diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan.

Menurut Husnan (2005) Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba yang menjadi hak para pemegang saham atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Dengan demikian pertanyaan seharusnya adalah kapan (artinya, dalam keadaan seperti apa) laba akan dibagikan dan kapan akan ditahan, dengan tetap memperhatikan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Menurut pendapat para ahli diatas maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan untuk membagikan laba kepada para pemegang saham perusahaan atau menahannya untuk diinvestasikan kembali kepada perusahaan.

Terdapat beberapa pendapat dan teori yang mengemukakan tentang dividen diantaranya yaitu (Brigham dan Houston, 2011) :

a. *Dividend Irrelevance Theory* (ketidakrelevanan dividen)

Teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Peningkatan pembayaran dividen hanya dimungkinkan apabila laba yang diperoleh perusahaan juga meningkat. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham karena adanya penjualan saham baru. Oleh

karenanya pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran dividen atau menerimanya dalam bentuk *capital gain*. Kemakmuran pemegang saham sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen saat ini maupun dimasa datang.

b. *The Bird in Hand Theory*

Bahwa investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*.

c. *Tax Preference Theory*

Teori ini menyatakan bahwa Investor menghendaki perusahaan untuk menahan laba setelah pajak dan dipergunakan untuk pembiayaan investasi dari pada dividen dalam bentuk kas. Oleh karenanya perusahaan sebaiknya menentukan dividen *payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen. Karena dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi dari pada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen *yield* yang tinggi.

Selain teori diatas terdapat dua teori lain yang dapat membantu untuk memahami kebijakan dividen adalah (Brigham dan Houston, 2011) :

a. *Information Content or Signaling Hypothesis*

Di dalam teori ini menerangkan bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas kenaikan normal biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa yang akan datang. Sebaliknya, suatu penurunan atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dimasa mendatang. Namun demikian sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga setelah adanya kenaikan atau penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau mungkin disebabkan oleh preferensi terhadap dividen.

b. *Clientele Effect*

Yang menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai *dividend payout ratio* (DPR) yang tinggi, sebaliknya kelompok investor yang tidak

begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

2.3.3.1 Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Berikut berbagai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Brigham dan Houston, 2011) :

a. Kebutuhan Dana Perusahaan

Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal dimasa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (skedul) pengurangan utang dan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan dalam analisis kebijakan dividen.

b. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

c. Kemampuan Meminjam

Kemampuan meminjam dalam jangka pendek tersebut akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak dipasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

d. Keadaan Pemegang Saham

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan high tax (pajak yang lebih tinggi) dan lebih suka

memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan *dividen payout ratio* yang rendah. Dengan *dividend payou ratio* yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang *profitable*. Untuk perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

e. Stabilitas Dividen

Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada *dividend payout ratio* yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan yang ditunjukkan oleh koefisien arah positif. Bagi investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula dengan demikian resiko perusahaan juga relatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang membayar dividen tidak stabil.

2.4 Variabel Moderating (Z)

2.4.1 Free Cash Flow

Posisi kas yang dimiliki perusahaan merupakan faktor penting karena kas merupakan “darah” perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai seluruh aktivitas perusahaan. Untuk itu, para analis diharapkan mampu memahami bagaimana perusahaan menghasilkan kas dan harus dapat mengidentifikasi penggunaan kas yang ada. Salah satu indikator penting dari posisi arus kas adalah arus kas bebas (*free cash flow*) yang dimiliki perusahaan. Pengertian Arus Kas bebas menurut Murhadi (2013) yaitu Arus Kas Bebas merupakan kas yang tersedia di perusahaan yang dapat digunakan untuk berbagai aktivitas. Sartono (2011) menyatakan bahwa Arus Kas Bebas atau *Free Cash Flow* adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya. Brigham dan Houston (2011) mengemukakan bahwa Arus Kas Bebas adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk

baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Arus kas bebas negatif tidak selalu berarti buruk. Hal ini bergantung pada mengapa arus kas bebas tersebut bersifat negatif. Jika arus kas bebas negatif karena laba operasi bersih setelah pajaknya negatif, maka ini sudah pasti merupakan sesuatu yang buruk dan harus menjadi perhatian. Ini tandanya pendapatan perusahaan tidak mampu menunjang ekspansi atau pengembangan usaha. Karena negatif atau kekurangan dana, maka perusahaan perlu dana lain untuk menggantikannya. Dana lain ini mau tak mau adalah dari hutang, bisa dari bank atau obligasi (bila perusahaan mampu menerbitkannya). Namun, banyak perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memiliki laba operasi bersih setelah pajaknya positif, tetapi arus kas bebasnya negatif karena perusahaan tersebut harus banyak berinvestasi dalam aset operasi untuk mendukung pertumbuhan yang cepat. Berdasarkan teori di atas maka disimpulkan bahwa arus kas bebas merupakan kas yang tersedia dan siap untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang diperlukan untuk pertumbuhan perusahaan.

2.4.1.1 Klasifikasi Laporan Arus Kas

Brigham dan Houston (2011) mengemukakan bahwa laporan arus kas merupakan laporan yang melaporkan dampak aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan suatu perusahaan. Laporan ini memisahkan aktivitas-aktivitas menjadi tiga kategori:

- a. Aktivitas Operasi, yang meliputi laba bersih, penyusutan dan perubahan dalam modal kerja selain kas dan utang jangka pendek.
- b. Aktivitas Investasi, yang meliputi pembelian atau penjualan aset tetap.
- c. Aktivitas Pendanaan, yang meliputi penerimaan kas melalui penerbitan utang jangka pendek, utang jangka panjang, saham, menggunakan kas untuk membayar dividen, membeli kembali saham atau obligasi yang beredar.

Menurut Subramanyam KR. dan John J. Wild (diterjemahkan oleh Dewi Yanti, 2013) Laporan Arus Kas melaporkan penerimaan kas dan pembayaran kas. berdasarkan aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan yang merupakan aktivitas utama dalam bisnis perusahaan:

- a. **Aktivitas Operasi** merupakan aktivitas perusahaan yang terkait dengan laba. Juga meliputi arus kas masuk dan arus kas keluar bersih berasal dari aktivitas operasi terkait, seperti pemberian kredit kepada pelanggan, investasi dalam persediaan dan perolehan kredit dari pemasok.
- b. **Aktivitas Investasi** merupakan cara untuk memperoleh dan menghapus aset non kas. Aktivitas ini meliputi aset yang diharapkan untuk menghasilkan bagi perusahaan, seperti pembelian dan penjualan aset tetap dan investasi. Aset ini juga meliputi pemberian pinjaman dan penagihan pokok pinjaman.
- c. **Aktivitas pendanaan** merupakan cara untuk mendistribusikan, menarik, dan mendapatkan dana untuk mendukung aktivitas usaha. Aktivitas ini meliputi perolehan pinjaman dan pelunasan dana dengan obligasi dan pinjaman lainnya. Aktivitas ini juga meliputi kontribusi dan penarikan oleh pemilik serta pengembalian atas investasi (dividen).

2.4.1.2 Tujuan Laporan Arus Kas

Subramanyam KR. dan John J. Wild (diterjemahkan oleh Dewi Yanti, 2013) mengemukakan bahwa Tujuan laporan arus kas adalah menyediakan informasi arus kas masuk dan arus kas keluar untuk satu periode. Laporan tersebut juga membedakan sumber dan penggunaan arus kas menjadi aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan.

2.5 Penelitian terdahulu

Penelitian tentang pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang dengan *free cash flow* sebagai variabel moderating telah ada beberapa peneliti terdahulu, diantaranya :

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Rizki Putri Indahningrum, Ratih Handayani (2009)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, <i>Free Cash Flow</i> dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang	Kepemilikan Manajerial, Deviden dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

		Perusahaan	
2.	Andhika Ivona Murtiningtyas (2012)	Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang	Kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan resiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang secara simultan. Sedangkan secara parsial hanya profitabilitas dan resiko bisnis yang berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
3.	Pujiati (2015)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Pemoderasi	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi - Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi - Kesempatan Investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi - Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi - Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Dividen

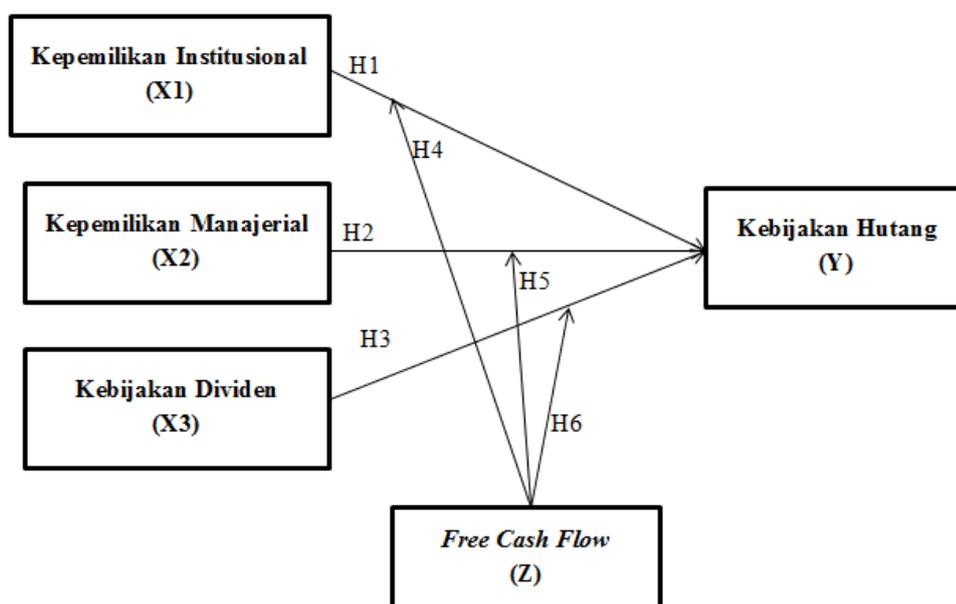
			<p>pada perusahaan sektor industri barang konsumsi</p> <ul style="list-style-type: none"> - Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi - Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi berpengaruh bersama-sama terhadap Kebijakan Dividen
4.	Syaiful Bahri (2017)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Arus Kas Bebas (<i>Free Cash Flow</i>) Terhadap Kebijakan Hutang	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Arus kas bebas (<i>free cash flow</i>) berpengaruh terhadap kebijakan hutang
5.	Umi Arifatur Rohmah, Rita Andini, Ari Pranaditya (2018)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen Dan <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Hutang Dengan <i>Free Cash Flow</i> Sebagai Variabel Moderasi	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan Manajerial berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. - Kebijakan Dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. - <i>Investment Opportunity Set</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang. - <i>Free Cash Flow</i> bukan merupakan variabel moderating terhadap interaksi hubungan antara variabel Kebijakan Manajerial dengan kebijakan hutang. - <i>Free Cash Flow</i> bukan

			<p>merupakan variabel moderating terhadap interaksi hubungan antara Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Hutang</p> <p>- <i>Free Cash Flow</i> bukan merupakan variabel moderating terhadap interaksi hubungan antara variabel <i>Investment Opportunity Set</i> terhadap variabel Kebijakan Hutang</p>
--	--	--	---

2.6 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan pada landasan teori dan hasil penelitian sebelumnya serta permasalahan yang telah dikemukakan, maka sebagai dasar perumusan hipotesis berikut disajikan kerangka pemikiran yang dituangkan dalam model penelitian sebagai berikut:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



2.7 Bangunan Hipotesis

Menurut Sugiono (2012) hipotesis adalah jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk pertanyaan. Hipotesis yang akan digunakan dalam penelitian ini berkaitan dengan ada tidaknya pengaruh variabel

bebas yaitu Kepemilikan Intitusional, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen terhadap variabel terikat yaitu Kebijakan Hutang dengan *Free Cash Flow* sebagai Variabel Moderating. Untuk mendapatkan bukti, maka diperlukan beberapa hipotesis yang dapat digunakan dalam penelitian.

2.7.1 Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Adanya kepemilikan saham institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang optimal. Bila institusional tidak puas atas kinerja manajerial maka mereka akan menjual sahamnya. Peningkatan aktivitas institusional investor ini juga didukung oleh usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab *insider*. Menurut Murtiningtyas (2012) kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang dengan arah hubungan yang positif. Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Zulhawati (2004), Masdupi (2005) menemukan bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan total biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*). Hasil ini menunjukkan kepemilikan institusional memiliki wewenang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lain untuk cenderung memilih proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Senada dengan penelitian Murni dan Andriana (2007), Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa kepemilikan institusional mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini bertentangan dengan ide bahwa kepemilikan institusional mensubstitusi kebijakan hutang sebagai bagian dalam fenomena *trade off* antara konflik keagenan hutang dengan konflik keagenan ekuitas. Hasil penelitian Anggraeni, dkk (2015) juga menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan institusional dengan hutang, karena kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh *debtholder*. Kepemilikan institusional yang lebih mementingkan stabilitas pendapatan karena berkurangnya *agency conflict* dalam perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian diatas, Maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Kepemilikan Institusional Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang

2.7.2 Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial (*insider*) atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan *insider* dengan pihak eksternal dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah (Faisal, 2002). Konsisten dengan teori yang dikemukakan oleh Masdupi (2005) menghipotesiskan bahwa *insiders* perusahaan mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam menjamin kelangsungan hidup perusahaan karena resiko hutang *non diversifiable* manajemen lebih besar dari investor *public*. Dengan kata lain, apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutang maka akan mengancam likuiditas perusahaan dan posisi manajemen. *Insiders* yang kepemilikannya lebih besar dalam perusahaan akan memiliki keinginan yang lebih besar dalam meminimalkan resiko struktur modal. Hasil peneliti Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial. Berdasarkan teori dan hasil penelitian diatas, Maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H2 : Kepemilikan Manajerial Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang

2.7.3 Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan deviden merupakan kebijakan yang menyangkut masalah pembagian laba yang menjadi hak pemegang saham. Kebijakan deviden akan memiliki pengaruh pada tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan, kebijakan deviden yang stabil akan menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah deviden yang tetap tersebut. Penelitian Murni dan Andriana (2007) menghasilkan pengaruh yang signifikan dan Positif antara pembayaran deviden terhadap kebijakan hutang. Perusahaan akan mengurangi pembayaran deviden karena sebagian besar keuntungan digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. Berdasarkan teori dan hasil penelitian diatas, Maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H3 : Kebijakan Deviden Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang

2.7.4 *Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Peningkatan kepemilikan institusional dalam perusahaan dapat mengawasi manajemen menggunakan dana untuk kebijakan utang yang dapat mempengaruhi tingkat nilai perusahaan. Adanya kepemilikan institusional ini dapat membuat manajemen mengambil keputusan secara tepat dalam menggunakan dana karena kebijakan utang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders* sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepemilikan institusional. kepemilikan institusional juga merupakan faktor yang dipandang dapat mengurangi *agency cost*. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan jumlah saham perusahaan oleh lembaga keuangan non bank dimana lembaga tersebut mengelola dana atas nama orang lain. Kepemilikan institusional mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau menentang kebijakan manajer (Karinaputri, 2012). Kepemilikan institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Vo dan Nguyen (2012), mengemukakan penggunaan utang yang tinggi juga akan meningkatkan risiko kebangkrutan, maka manajer perlu berhati-hati karena risiko utang bersifat *nondiversifiable*. Hal ini sesuai dengan teori *trade-off* yang menjelaskan dengan penggunaan utang yang optimal akan mengurangi biaya kebangkrutan dan kebijakan utang ini tentunya sudah dimonitor oleh institusi. Dengan kata lain, perusahaan yang menggunakan utang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali utang tersebut maka akan terancam likuiditasnya, maka dari itu penting adanya peran kepemilikan institusional dalam memonitor keputusan manajemen agar tidak menggunakan dana perusahaan untuk kepentingan di luar perusahaan. Hasil penelitian ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Mukhtaruddin, *et al* (2014), menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dinyatakan memiliki pengaruh positif pada kebijakan hutang dan aliran kas bebas. Berdasarkan teori dan hasil penelitian diatas, Maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H4 : *Free Cash Flow* Memoderasi mempengaruhi Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

2.7.5 *Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil penelitian Putri Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dengan kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan adanya peran moderasi aliran kas bebas. Peningkatan penggunaan hutang dapat mengurangi masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham (Nufauziah dan Agus Harjito 2007). Hutang dapat mengurangi aliran kas bebas (*free cash flow*) yang berlebihan. Penggunaan hutang akan mengurangi aliran kas karena perusahaan harus membayar bunga hutang dan pokok pinjaman. Penurunan aliran kas menyebabkan berkurangnya uang yang ada pada manajer. Keadaan ini akan membatasi keinginan manajer menggunakan aliran kas untuk menambah pendapatan mereka dan melakukan investasi yang berlebihan (*overinvestment*). Dengan jumlah *free cash flow* yang meningkat tentunya akan dikontrol dengan peningkatan hutang sehingga meningkatkan risiko yang akan ditanggung pemegang saham sehingga dapat menurunkan kepemilikan manajerial (*insider ownership*) di perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian diatas, Maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H5 : *Free Cash Flow* Memoderasi mempengaruhi Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

2.7.6 *Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Jogiyanto (2010) Hasil analisis menunjukkan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah, ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Penggunaan aliran kas bebas (*free cash flow*) untuk membayar bunga dan pokok pinjaman kurang disetujui oleh pemegang saham, karena mereka menghendaki aliran kas tersebut dapat dibagikan sebagai dividen untuk menambah kekayaan mereka atau diinvestasikan kembali ke dalam proyek - proyek yang menghasilkan *return* positif. Oleh karena itu, peningkatan penggunaan hutang akan mengurangi masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham (Nufauziah dan Agus Harjito, 2007). Namun dengan

adanya peningkatan hutang karena untuk mengontrol penggunaan *free cash flow* dalam investasi oleh manajer, akan membuat kemungkinan dividen yang akan dibayarkan ke pemegang saham semakin kecil. Dividen berupa dividen tunai yang didistribusikan kepada pemegang saham ditentukan dari ketersediaan kas berupa *free cash flow* di perusahaan (Rosdini, 2009). Sehingga, tingginya *free cash flow* dalam perusahaan membuat manajer berada di bawah tekanan pemegang saham untuk membagikan kelebihan kas tersebut dalam bentuk dividen. Dengan kata lain, *free cash flow* yang tinggi akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang akan diambil perusahaan. Tingginya *free cash flow* di perusahaan mendorong tingginya pendistribusian dividen yang kemudian memengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil penelitian diatas, Maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H6 : *Free Cash Flow* Memoderasi mempengaruhi Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang.

