

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Masalah arus kas bebas (*free cash flow*) belum banyak mendapat perhatian di Indonesia. Perusahaan-perusahaan di Indonesia pada umumnya tidak melaporkan secara eksplisit. Berbeda dengan di Amerika Serikat, *free cash flow* sudah cukup mendapat perhatian dengan adanya suatu badan independen seperti *Value Line Investment Survey* yang melaporkan *free cash flow* secara berkala¹.

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Hal ini biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer, dimana manajer berkeinginan dana tersebut digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer, sedangkan pemegang saham menginginkan dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya.

Para manajer, sama seperti agen-agen ekonomi lainnya akan mengutamakan maksimalisasi kepuasan mereka sendiri yang terkadang hal itu merupakan hambatan. Meskipun manajemen secara hukum telah memperoleh mandat untuk bertindak selaku wakil para pemegang saham, hukum itu sebenarnya cukup kabur sehingga memberi ruang gerak yang memadai bagi para manajer untuk bertindak

¹ Tarjo *et al.*, *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Mumpublik di Indonesia* (Surabaya: Simposium Nasional Akuntansi, 2003), p.279

atas dasar kepentingannya sendiri. Masalah ini, seiring dengan pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan, menumbuhkan potensi konflik antara para manajer dengan para pemegang saham (pemilik perusahaan). Inilah yang disebut masalah keagenan (*agency problem*).² Masalah keagenan bertolak dari tiga sumber utama.

Penelitian ini mengangkat isu tentang perilaku perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mengelola *free cash flow* dalam kaitannya dengan kebijakan utang. Apakah dengan adanya *free cash flow* yang tinggi, kegiatan operasi / investasi perusahaan didanai dengan utang atau *free cash flow* dibagikan kepada pemegang saham sebagai bentuk peningkatan kesejahteraan.

Berdasarkan hal tersebut, peneliti akan menganalisis dan menguji secara empiris dengan menggunakan data penelitian pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hasil yang diharapkan adalah untuk mengetahui perilaku perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dalam mengelola *free cash flow*. Hal ini menarik dan peneliti mengkaitkannya dengan kebijakan utang yang biasanya menjadi konflik antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan bahwa cost perusahaan dibiayai dengan utang, tetapi manajer tidak setuju karena utang mengandung resiko yang tinggi.

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen sering kali bertentangan dengan kepentingan pemegang saham, sehingga bisa terjadi konflik diantaranya. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha

² J.D Martin and J.W Petty, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 5, Jilid 1 (London: Prentice-Hall, 1999), p.7-11

mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham biasanya kurang menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal itu akan menambah cost bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima.

Akibat dari perbedaan kepentingan itulah maka terjadi konflik yang sering disebut *agency conflict* yang menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*).³ *Agency cost* dari sisi pemegang saham dapat dikurangi dengan cara melibatkan pihak ketiga (*debtholder*) yang masuk melalui kebijakan utang. Melalui kebijakan utang ini, maka perusahaan dapat memiliki tambahan dana untuk perluasan usahanya tanpa menggunakan dana dari *free cash flow*.

B. Identifikasi Masalah

Dari latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, dapat diidentifikasi masalah yang mempengaruhi penelitian ini adalah:

1. Perilaku manajer dan pemegang saham perusahaan manufaktur di Indonesia dalam mengelola *free cash flow*.
2. Dengan adanya *free cash flow* dapat menyebabkan konflik di antara pemegang saham dengan manajer.
3. Implikasi kebijakan utang dalam teori keagenan.
4. *Free cash flow* dengan kebijakan utang dalam teori keagenan.

³ Aida Ainul Mardiyah, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, Earning Manajemen dan Free Cash Flow Terhadap Hutang dan Kinerja* (Jakarta: Konferensi Nasional Akuntansi "Peran Akuntan dalam Membangun Good Corporate Governance", 2003), p.4

C. Pembatasan Masalah

Dari hasil identifikasi yang telah dilakukan terhadap latar belakang masalah, maka perlu adanya pembatasan masalah agar diperoleh hasil-hasil penelitian yang jelas. Untuk itu penelitian hanya dibatasi pada masalah: “*Hubungan antara free cash flow dan kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*”.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka permasalahan penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

“Apakah terdapat hubungan antara *free cash flow* dan kebijakan utang?”

E. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka penelitian ini bertujuan menguji dan memberikan bukti empiris mengenai fenomena antara *free cash flow* terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI serta perilaku perusahaan-perusahaan tersebut dalam mengelola *free cash flow*.

F. Manfaat Penelitian

Dengan tercapainya penelitian tersebut, penulis berharap hasil penelitian tersebut dapat memberikan manfaat, yaitu :

1. Bagi peneliti agar dapat memperdalam mengenai *free cash flow* dan mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang.

2. Bagi manajer perusahaan agar dapat memberikan gambaran tentang pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang sehingga manajer dapat mengambil keputusan yang tepat dan sejalan dengan para pemegang saham dalam penggunaan *free cash flow*.
3. Bagi investor penelitian ini dapat memberikan gambaran mengenai seberapa besarnya pengaruh *free cash flow* dalam suatu perusahaan.
4. Bagi kreditor penelitian ini dapat memberikan gambaran mengenai hubungan antara utang suatu perusahaan dengan keadaan *free cash flow* dalam perusahaan tersebut.
5. Bagi perpustakaan UNJ, untuk menambah perbendaharaan pustaka.
6. Bagi mahasiswa UNJ, sebagai penambah wawasan maupun sebagai referensi bagi yang akan meneliti hal yang berhubungan dengan topik di atas.

BAB II

KERANGKA TEORITIS, KERANGKA BERPIKIR DAN PENGAJUAN HIPOTESIS

A. Deskripsi Teori

1. Konsep *Free Cash Flow (FCF)*

1.1 Definisi *Free cash flow (FCF)*

Menurut Paul D. Kimmel:

*Free cash flow is a measurement to provide additional insight regarding a company's cash generating ability. Free cash flow describes the cash remaining from operations after adjustment for capital expenditures and dividends.*⁴ (Free cash flow adalah ukuran untuk menyediakan dana tambahan berkenaan dengan kemampuan perusahaan menghasilkan kas. Arus kas bebas menggambarkan kas dari operasi setelah dikurangi pengeluaran modal dan dividen.)

Menurut Richard G. Schroeder:

*A company's free cash flow reveals the amount generated from operating activities less the amount of capital expenditures and investing activities. As a result, it is an indicator of a company's ability to pay off its debt, pay dividends, and maintain growth.*⁵ (Free cash flow perusahaan menyatakan sejumlah yang dihasilkan dari aktivitas operasi dikurangi pengeluaran modal dan aktivitas investasi. Hasilnya, arus kas bebas sebagai ukuran dari kemampuan perusahaan untuk membayar utang, dividen, dan mempertahankan pertumbuhan.)

Menurut Lawrence J. Gitman:

"Free cash flow as the amount of cash flow available to investors (creditors and owners) after the firm has met all operating needs and paid for investments in

⁴ Paul D Kimmel *et.al.*, *Financial Accounting Tools for Bussiness Decision Making* , 3rd ed, (United States of America: John Wiley & Sons, Inc, 2004), p.623

⁵ Richard G Schroeder, *Financial Accounting Theory and Analysis*, 7th ed, (United States of America: John Wiley & Sons, Inc, 2004), p.163

net fixed assets and net current assets."⁶ (*Free cash flow* sebagai nilai arus kas yang menjadi hak pemegang saham (kreditur dan pemilik) setelah perusahaan membayar semua kebutuhan operasi, melakukan investasi pada total aktiva tetap (NFAI) dan total aktiva lancar (NCAI)).

Menurut Jensen, "*Free cash flow as the amount of cash left after all project with positive net present value has been done*"⁷ (*Free cash flow* sebagai kelebihan kas yang dibutuhkan untuk membiayai proyek-proyek *net present value* positif setelah membagi deviden).

Free Cash Flow merupakan kas dari laba operasi setelah menahan sebagian laba tersebut sebagai asset dan merupakan kas bersih yang dihasilkan dari operasi yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar klaim atas utang dan ekuitasnya.⁸

Pelaporan arus kas, untuk aktivitas operasi (*operating activities*) berkaitan dengan laporan laba-rugi. Misalnya, penjualan berkaitan dengan penagihan dari pelanggan dan beban upah berkaitan dengan pembayaran gaji kepada karyawan.

Pelaporan arus kas untuk aktivitas investasi (*investment activities*), melibatkan (1) pemberian atau penagihan kas selaku pemberi pinjaman atau pemilik sekuritas dan (2) pengadaan atau pelepasan tanah, bangunan, peralatan, serta aktiva produktif jangka panjang lainnya.

Jensen dalam Mardiyah memberikan kontribusi penting bagi literatur keuangan dan teori organisasi dengan mengajukan *free cash flow hypotheses*, yaitu manajer ada kalanya tidak ingin mendistribusikan kas yang dimiliki

⁶ J. Lawrence Gitman, *Principles of Managerial Finance*, 10th ed (Addison Wesley, 2003), p.106-107

⁷ Michael C Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover*, *American Economic Review* 76, (1986), p.323-339

⁸ Lgh. Ah. Dks, *Arus Kas dan Perencanaan Keuangan: Modul Manajemen Keuangan STEKPI*, 2007, p.6 ([http:// www.stekpi.ac.id/skin/Modul%20MK/ModulCFP.pdf](http://www.stekpi.ac.id/skin/Modul%20MK/ModulCFP.pdf)).

perusahaan kepada pemegang saham. Ia juga menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau resiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan.⁹

Menurut Ross, A. Stephen, "*Free cash flow as company's cash not being used as working capital or investment in fixed asset that can be distributed to creditors or stockholders*"¹⁰ (*Free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap).

Menurut Martin dan Petty, "*Free cash flow is equal to the cash flow from operations less any incremental investments in working capital and capital expenditures.*"¹¹ (*Free cash flow* merupakan arus kas operasi dikurang tambahan investasi dalam modal kerja (*working capital*) dan pengeluaran modal).

Oleh karena itu *free cash flow* merupakan arus kas perusahaan yang tidak dapat lagi diinvestasikan secara menguntungkan dalam perusahaan. Apabila dipaksakan, perusahaan akan mendapatkan *net present value* (NPV) negatif yang akan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan di mata para investor.

Definisi *free cash flow* menurut Abdullah adalah sumber dana internal yang penggunaannya tergantung pada kebijakan manajer. Oleh karena itu, penggunaan *free cash flow* memiliki dua kemungkinan yaitu sejalan dengan keinginan dan kepentingan para pemegang saham atau bertentangan dengan keinginan pemegang

⁹ Mardiyah, loc.cit.

¹⁰ Stephen Ross A and Randolph W.Westerfield, *Fundamental of Corporate Finance*, 3rd Edition (London: Irwin, 1995), p. 12

¹¹ J.D Martin and J.W Petty, *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, (Boston: Harvard Business School Press, 2000), p.52-53

saham. Jika sejalan maka tidak akan menjadi masalah / problem, akan tetapi jika bertentangan maka akan terjadi konflik yang disebut *agency conflict*.¹²

Dalam hal pengukuran, *free cash flow* tetap harus didasarkan pada perhitungan arus kas. Meski hanya memiliki sedikit relevansi untuk tujuan penciptaan nilai bagi pemegang saham, format akuntansi tradisional yang disebut laporan arus kas dapat dipakai. Dalam konteks penilaian perusahaan, *free cash flow* adalah arus yang dihasilkan melalui operasi perusahaan dan investasi dalam aktiva, yang sama dengan kas yang akan dibayarkan kepada investor. Dengan demikian *free cash flow* perusahaan sama dengan pembiayaan atau arus kas investor. *Free cash flow* menjadi masalah karena manajer sering menggunakannya untuk ekspansi perusahaan karena manajer merasa bahwa kekuasaan dan kepuasan kerja meningkat dengan semakin besarnya perusahaan.

Manajer perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan rendah dengan *free cash flow* tinggi cenderung melakukan aktivitas yang tidak meningkatkan nilai perusahaan karena keberadaan kas perusahaan memberikan otonomi kekuasaan kepada manajer untuk menggunakan dana tersebut dari peningkatan besaran perusahaan akan meningkatkan prestise perusahaan dan gaji manajer.

Free cash flow yang positif menandakan adanya peningkatan pendapatan perusahaan. *Free cash flow* negatif menandakan bahwa perusahaan perlu memperoleh pembiayaan dari sumber keuangan eksternal untuk mengurus operasional atau untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

¹² Syukriy Abdullah, *Free Cash Flow, Agency Theory, dan Signaling Theory: Konsep dan Riset Empiris, Jurnal Akuntansi dan Investasi* (FE Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, 2002), p.77-93

Rumus *Free Cash Flow* menurut Richard G. Schroeder¹³:

$\text{Free Cash Flow} = \text{Net cash provided (used) from operating activities} - \text{Net cash provided (used) from investing activities}$

Contoh:

Biwheels Company Statement of Cash Flows for January 20x2		
Cash Flows from Operating Activities		
Net Income	\$ 57.900	
Depreciation	100	
Net increase in accounts receivable	(155.000)	
Net increase in inventory	(59.200)	
Net increase in accounts payable	25.200	
Net increase in prepaid rent	(4.000)	
Net cash provided by operating activities	\$ (135.000)	\$(135.000)
Cash Flows from Investing Activities		
Purchase of store equipment	\$ (15.000)	
Proceeds from sale of store equipment	\$ 1.000	
Net cash provided by investing activities	\$ (14.000)	\$ (14.000)
Cash Flows from Financing Activities		
Proceeds from initial investment	\$ 400.000	
Proceeds from bank loan	100.000	
Net cash provided by financing activities	\$ 500.000	\$ 500.000
Net increase in cash		\$ 351.000
Cash, January 2, 20x2		0
Cash, January 31, 20x2		\$ 351.000

$$\begin{aligned} \text{Free Cash Flow} &= \$ (135.000) + \$ (14.000) \\ &= \$ (149.000) \end{aligned}$$

¹³ Richard G Schroeder, loc.cit

1.2 Pendistribusian *Free cash flow* (FCF)

Free cash flow dapat didistribusikan sebagai berikut:

a. Didistribusikan sebagai dividen

Menurut Cynthia, ada dua bentuk hubungan keagenan yang terpengaruh oleh kebijakan dividen yaitu hubungan pemegang saham dengan kreditur dan hubungan pemegang saham dengan manajer.¹⁴

Manajer dan pemegang saham diasumsikan berada di pihak yang sama karena pemegang saham mengangkat dewan direksi yang bertugas untuk mengangkat dan memecat manajer, sehingga dianggap efisien apabila menyamakan tujuan manajer yaitu meningkatkan pertumbuhan dan ukuran perusahaan dengan tujuan pemegang saham yaitu memaksimalkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan. Oleh karena itu, semua keputusan manajer konsisten dengan keinginan pemegang saham.

Disamping itu, pemegang saham menginginkan dividen sebesar mungkin, sementara kreditur menginginkan jaminan keamanan atas pengembalian pinjaman yang diberikannya, termasuk ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Kreditur tidak menyukai pembayaran dividen karena meningkatkan resiko atas klaimnya sehingga dividen menempatkan kreditur pada posisi *worse-off*. Kreditur tidak mendapatkan dividen tetapi nilai klaim yang diterima kreditur biasanya jauh lebih besar daripada nilai dividen. Pemegang

¹⁴ Cynthia A. Utama, *Tiga bentuk Masalah Keagenan dan Alternatif Pemecahannya: Majalah Usahawan* (Jakarta: Universitas Indonesia, No.12 Th xxxi Desember 2002), p.16-18

saham berada di posisi *better-off* karena mendapatkan dividen dan nilai klaim yang harus dibayar jauh lebih kecil dibandingkan nilai dividen yang diterima. Jadi keuntungan yang diterima pemegang saham adalah beban bagi kreditur.

b. Didistribusikan dalam bentuk *share repurchase*

Menurut Stephen dan Weisbach dalam Abdullah menemukan adanya hubungan positif antara pembelian kembali saham dengan *cash flow* dan negatif dengan *returns* sebelumnya, sehingga mengindikasikan bahwa perusahaan melakukan pembelian kembali atas sahamnya ketika harga saham *undervalued*.¹⁵

Keputusan perusahaan membeli kembali sahamnya adalah karena kelebihan kas dan harga saham yang *undervalued*. Ketersediaan arus kas bersih dan *free cash flow* positif merupakan faktor utama dalam keputusan *share repurchase*.

Pembayaran dividen dan *share repurchase* adalah alternatif bagi manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Jika manajer ingin mengambil kesempatan, maka *free cash flow* dapat dimanfaatkan untuk kemakmuran manajer yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Misalnya manajer melakukan investasi dalam aktiva tetap, mengakuisisi perusahaan lain yang tidak berhubungan dengan operasi perusahaan, dan melakukan manipulasi untuk menaikkan bonus dan kompensasi manajer.

¹⁵ Abdullah, loc.cit

2. Konsep Utang

2.1 Definisi Utang

Hampir semua perusahaan, baik kecil maupun besar pada umumnya mempunyai utang atau kewajiban.

Menurut Standar Akuntansi Keuangan:

*“A liability is a present obligation of the enterprise arising from past events, the settlement of which is expected to result in an outflow from the enterprise of resources embodying economic benefits”.*¹⁶ (Kewajiban merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi.)

*“Liabilities are the amounts the business owes to creditors. The two most common classes of liabilities are (1) current liabilities and (2) long-term.”*¹⁷ (Kewajiban adalah sejumlah nilai yang harus dibayarkan kepada kreditur. Utang diklasifikasikan menjadi dua, yaitu utang lancar dan utang jangka panjang).

Menurut FASB dalam Sofyan Safri Harahap:

Kewajiban adalah kemungkinan pengorbanan kekayaan ekonomis dimasa yang akan datang yang timbul akibat kewajiban perusahaan sekarang untuk masa yang akan datang sebagai akibat suatu transaksi atau kejadian yang sudah terjadi.¹⁸

Utang atau kewajiban adalah pengorbanan manfaat ekonomis yang mungkin dari masa mendatang, yang timbul dari kewajiban entitas tertentu

¹⁶ Ikatan Akuntansi Indonesia, *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Per Oktober 2007* (Jakarta: Salemba Empat), p.13

¹⁷ Warren Reeve, *Accounting*, 20th ed (South-Western: Thomson Learning, 2002), p.47

¹⁸ Sofyan Safri Harahap, *Teori Akuntansi*, Edisi Revisi (Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2001), p.209

pada saat ini menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain di masa mendatang sebagai akibat dari transaksi / peristiwa di masa lampau.¹⁹

“Utang atau kewajiban adalah utang yang harus dibayar oleh perusahaan dengan uang atau jasa pada suatu tertentu di masa yang akan datang.”²⁰

Utang adalah pengorbanan ekonomi yang harus dilakukan perusahaan di masa datang karena tindakan atau transaksi sebelumnya. Pengorbanan ekonomi dapat berupa uang, aktiva, jasa-jasa atau dilakukannya pekerjaan tertentu. Tindakan atau transaksi tersebut dapat berupa uang, barang atau jasa.²¹

Dari berbagai definisi di atas, dapat dikatakan bahwa kewajiban merupakan hutang yang harus dibayar kepada pihak yang berasal dari dalam dan luar perusahaan seperti karyawan perusahaan, pemerintah ataupun kreditur.

2.2 Klasifikasi Utang

Utang atau kewajiban dapat diklasifikasikan menjadi dua golongan, diantaranya:

1. Kewajiban Lancar / Jangka Pendek

Kewajiban lancar terdiri dari semua utang yang harus dibayar pada tahun berjalan. Aktiva lancar bisa juga dikatakan memiliki hubungan erat dengan kewajiban lancar karena aktiva lancar merupakan sumber pembayaran untuk melunasi utang jangka pendek.

Berdasarkan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No.9, “*Penyajian Aktiva Lancar dan Kewajiban Jangka Pendek*”, kewajiban jangka pendek meliputi:

¹⁹ Jay. M Smith and K. Fred Skousen. *Akuntansi Intermediate*. 9th ed. Jilid 1 (Jakarta: PT Erlangga, 1995), p.46

²⁰ Haryono Jusup, *Dasar-dasar Akuntansi*, Edisi 6, Jilid 1 (Yogyakarta: STIE YKPN, 2001), p.23

²¹ Soemarso, *Akuntansi Suatu Pengantar*, edisi ke-4, buku 2 (Jakarta: PT Rineka Cipta, 2002), p.81

- a. Pinjaman bank atau pinjaman lainnya.
- b. Bagian kewajiban jangka panjang yang akan jatuh tempo dalam jangka waktu satu tahun sejak tanggal neraca.
- c. Utang usaha dan biaya yang masih harus dibayar.
- d. Uang muka penjualan.
- e. Utang pembelian aktiva tetap.
- f. Utang deviden.
- g. Penyisihan kewajiban pajak.
- h. Pendapatan yang ditangguhkan dari uang muka pelanggan.

2. Kewajiban Jangka Panjang

Kewajiban jangka panjang memiliki jangka waktu pengembalian lebih dari satu tahun setelah tanggal yang tertera pada neraca. Kewajiban jangka panjang biasanya didukung oleh perjanjian formal dengan pihak pemberi pinjaman.

Kewajiban jangka panjang terdiri dari:

- a. Utang Obligasi.
- b. Utang Bank.
- c. Utang Sewa Jangka Panjang.

Penggunaan modal yang berasal dari utang terutama utang jangka panjang akan mempengaruhi keputusan keuangan jangka panjang, oleh sebab itu ada beberapa faktor yang mempengaruhi dari keputusan keuangan jangka panjang tersebut yaitu²²:

- a. Struktur modal yang ditargetkan.
- b. Kesesuaian jangka waktu utang dengan umur aktiva yang sedang dibiayai.
- c. Tingkat suku bunga.

²² Farah Margaretha, *Teori dan Aplikasi Manajemen Keuangan Investasi dan Sumber Dana Jangka Panjang*, (Jakarta: Gramedia Widiasarana Indonesia, 2004), p.159

- Jika suku bunga secara umum tinggi, manajer enggan untuk menerbitkan obligasi.
- d. Perkiraan atas suku bunga
 - e. Kondisi perusahaan saat ini dan perkiraan di masa yang akan datang.
Jika kondisi perusahaan buruk, manajer enggan menerbitkan obligasi baru karena akan ditinjau badan penilai dan biayanya lebih besar. Sebaliknya, jika kondisi saat ini baik tetapi diperkirakan kondisi di waktu mendatang buruk, terbitkan obligasi baru.
 - f. Pembatasan dalam perjanjian utang yang ada.
Misalnya: pembatasan atas *current ratio*, dan *debt ratio*
 - g. Tersedianya agunan.
Pada umumnya obligasi dengan jaminan (*mortgage bonds*) lebih murah daripada obligasi tanpa jaminan.

Faktor modal mempunyai peran yang sangat penting karena dapat mempengaruhi perkembangan dan pertumbuhan perusahaan. Dilihat dari asalnya, modal dapat dibedakan menjadi modal sendiri dan modal asing. Modal sendiri diperoleh dari dalam perusahaan, dimana modal itu merupakan modal dari si pemilik. Sedangkan modal asing diperoleh dari luar perusahaan, yang merupakan modal dari para investor (pihak ketiga / *debtholders*).

3. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

3.1 Pengertian Teori Keagenan

Teori Keagenan merupakan pendekatan struktur modal yang disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah konsep *free cash flow*. *Free cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Tetapi ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Utang bisa dianggap sebagai cara untuk

mengurangi konflik keagenan *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan utang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

Menurut Mardiyah teori keagenan menggambarkan perusahaan sebagai titik temu hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajemen perusahaan sebagai *agent*.²³

Menurut Jensen & Meckling (dalam Weston, J. Fred),

*Agency relationship as a contract under which one or more people (the principals) hire another person (the agent) to perform some service and delegate decision-making authority to that agent. Within the financial management framework, agency relationship exist (1) between stockholders and managers and (2) between stockholders and creditors (debtholders).*²⁴ (Hubungan keagenan sebagai suatu kontrak, di mana satu atau beberapa orang (*pemberi kerja / principal*) memperkerjakan orang lain (*agen*) untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan wewenang untuk mengambil keputusan kepada agen tersebut. Dalam kerangka manajemen keuangan, hubungan keagenan terdapat (1) di antara pemegang saham dan manajer dan (2) di antara pemegang saham dan kreditur (pemberi pinjaman).)

Menurut Ross, A, Stephen,

*“Agency relationship is the relationship between stockholders and management.”*²⁵ (Hubungan keagenan merupakan hubungan antara pemegang saham dan manajer.)

Menurut Ross, A, Stephen.

*“Agency problem is the possibility of conflict of interest between the stockholders and management of a firm.”*²⁶ (Masalah keagenan merupakan konflik

²³ Mardiyah, loc.cit

²⁴ J.Fred Weston and Copeland, *Essentials of Managerial Finance*, 9th ed, Jilid 1 (London: The Dryden Press, 1996), p.20-24

²⁵ Ross, op.cit., p.10-14

²⁶ Ibid

kepentingan yang mungkin terjadi antara pemegang saham dan manajemen dalam suatu perusahaan.)

Hubungan antara pemegang saham dan manajer biasanya memasuki wilayah ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*) antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Terkadang agen berada pada posisi yang memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan principal.

Dapat diasumsikan bahwa pihak-pihak yang terlibat dalam hubungan keagenan dalam perusahaan berusaha untuk memaksimalkan kepentingan mereka, sehingga principal seringkali berada dalam posisi yang dirugikan.

Dalam hubungan agensi, potensi terjadinya konflik/masalah menjadi lebih besar ketika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut. Jika suatu perusahaan berbentuk perusahaan perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, kita dapat mengasumsikan bahwa manajer-pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraannya yang terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan perorangan dan juga dalam bentuk kesenangan serta “fasilitas eksklusif”.²⁷ Akan tetapi jika manajer-pemilik tersebut mengurangi hak pemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian saham perusahaan kepada pihak luar, maka pertentangan kepentingan bisa segera terjadi. Etos kerja dari manajer-pemilik tersebut akan berubah. Bisa jadi mulai muncul perasaan pada dirinya bahwa kekayaan yang diperoleh perusahaan tersebut tidak

²⁷ *Fasilitas eksekutif (perquisites)* adalah tunjangan eksekutif seperti kantor yang mewah, penggunaan pesawat atau kapal pesiar perusahaan, serta pembantu pribadi.

lagi menjadi hak dia sepenuhnya, namun ada sejumlah tertentu yang akan menjadi hak pemegang saham lainnya.

3.2 Konflik Keagenan (*Agency Conflict*)

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen (*agent*) sering kali bertentangan dengan kepentingan pemegang saham (*principal*), sehingga sering terjadi konflik diantaranya.²⁸

Konflik tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi Pemegang saham seringkali tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah cost bagi perusahaan sehingga menurunkan keuntungan yang diterima.

Akibat dari perbedaan kepentingan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut konflik / masalah agensi (*agency conflict*), yaitu perselisihan yang terjadi antara manajemen (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*) ketika keinginan atau tujuan keduanya tidak sejalan.

Masalah keagenan tersebut terjadi karena adanya ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*) antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya.

Asymmetric information terdiri dari dua tipe, yaitu:

1. Adverse selection

²⁸ Tarjo, loc.cit

Pada tipe ini, pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibanding pihak lain tidak akan mau untuk melakukan perjanjian dengan pihak lain tersebut apapun bentuknya.

2. *Moral hazard*

Pada tipe ini, manajer dapat melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik untuk keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik.

3.2.1 *Free Cash Flow* dalam Konflik Keagenan

Manajemen seringkali mengambil keputusan dalam menggunakan *free cash flow* untuk melakukan ekspansi perusahaan karena manajemen merasa bahwa kekuasaan dan kepuasan kerja akan meningkat seiring dengan semakin tumbuhnya perusahaan. Akibatnya *free cash flow* digunakan oleh manajemen perusahaan tidak untuk didistribusikan kepada pemegang sahamnya, melainkan untuk melakukan kegiatan investasi. Sedangkan para pemegang saham menganggap tindakan yang diambil oleh manajemen hanya akan mengurangi porsi pembagian keuntungan yang akan mereka peroleh.

Dalam konflik ini terdapat beberapa alasan mengapa manajemen berperilaku demikian, yaitu:

1. Keberadaan kelebihan kas (*idle cash*) di perusahaan memberikan otonomi kekuasaan kepada manajemen atas penggunaan dana tersebut, yang mana dana tersebut akan hilang jika perusahaan memperoleh dana dari luar.

2. Meningkatnya ukuran perusahaan akan menambah prestise perusahaan dan besarnya gaji dan insentif bagi para manajer.
3. Perusahaan cenderung memberikan *reward* kepada para manajer menengah (*middle-level manager*) melalui promosi daripada bonus sehingga menimbulkan bias terhadap pertumbuhan perusahaan.

Masalah tersebut juga dapat timbul ketika manajer harus memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Hal tersebut tidak akan berhasil karena manajer (1) melakukan investasi pada proyek dengan resiko yang rendah sehingga memberikan imbal hasil yang rendah pula karena variabilitas arus kasnya rendah, (2) menganalisis risiko proyek berdasarkan risiko total dan buka risiko sistematis karena manajer bisa terancam diberhentikan dari perusahaan jika investasinya gagal, (3) lebih memilih *free cash flow* agar sumber dana yang berada di bawah wewenang manajer meningkat dan mengurangi risiko likuiditas, dengan kata lain melakukan investasi dengan NPV negatif.

Free cash flow menjadi masalah karena manajemen sering menggunakannya untuk melakukan kegiatan ekspansi atau investasi meskipun tidak menguntungkan. Manajemen melakukan tindakan ini karena merasa bahwa kekuasaan dan kepuasan kerja meningkat seiring dengan semakin besarnya perusahaan. Dalam kondisi ini, kompensasi manajemen tidak terikat dengan profitabilitas perusahaan, maka sangat beralasan bagi manajemen untuk melakukan ekspansi atau investasi dalam operasi yang menghabiskan kelebihan dana dengan asumsi kepemilikan manajerial dalam posisi rendah atas saham perusahaan.

3.2.2 Cara-cara Mengatasi Konflik Keagenan

Weston mengemukakan tentang beberapa mekanisme yang dapat digunakan untuk memotivasi para manajer agar bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham, yaitu:

a. Ancaman pemecatan (*The Threat of Firing*)

Ancaman pemecatan mungkin sulit dilakukan dalam perusahaan yang sudah *go-public* dan tidak ada pemegang saham mayoritas. Namun jika kondisi sebaliknya dimana terdapat pemegang saham mayoritas, maka alternatif ancaman pemecatan ini dapat dilakukan.

b. Ancaman pengambilalihan (*The Threat of Takeover*)

Ancaman pengambilalihan perusahaan oleh pihak lain bisa menjadi ancaman bagi para manajer karena mungkin saja manajer tersebut sudah tidak dibutuhkan lagi disebabkan oleh kinerjanya yang buruk. Namun bisa saja manajer melakukan strategi *poison pill* dan *greenmail*. **Poison pill** adalah tindakan yang dilakukan oleh manajemen untuk membuat suatu perusahaan menjadi tidak menarik bagi calon pembelinya sehingga terhindar dari pengambilalihan. **Greenmail** adalah situasi dimana suatu perusahaan mencoba menangkal pengambilalihan dengan membeli kembali sahamnya dari calon pengambil alih dengan harga di atas harga pasar.

c. Pembentukan Struktur Insentif Manajer (*Structuring Managerial Incentives*)

Mekanisme ini biasa disebut kompensasi manajerial yang dapat berupa program penawaran *executive stock option* yaitu penawaran bagi para

manajer untuk membeli saham perusahaan pada waktu tertentu di masa yang akan datang dengan tingkat harga tertentu. Kompensasi dapat juga berupa *performance share* yaitu pemberian imbalan atau bonus berdasarkan kinerja perusahaan pada suatu waktu tertentu.

Konflik keagenan dapat diatasi dengan beberapa alternatif, yaitu pertama, dengan menurunkan *agency cost* dari *free cash flow* sehingga mengurangi sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas di bawah pengendalian manajemen. Kedua, meningkatkan pendanaan dengan utang, karena dengan melakukan pendanaan melalui utang akan menurunkan tingkat konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Ketiga, meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen.

3.3 Implikasi Kebijakan Utang dalam Teori Keagenan

Mekanisme penggunaan utang di dalam struktur modal merupakan salah satu upaya pihak pemegang saham untuk mengatasi masalah keagenan yang timbul karena pemisahan antara pengelolaan dan kepemilikan perusahaan.²⁹

Perusahaan yang membutuhkan dana untuk jangka panjang biasanya akan lebih memilih untuk mengeluarkan saham atau obligasi. Namun, perusahaan lebih cenderung untuk memilih mengeluarkan obligasi daripada menerbitkan saham baru karena dengan menerbitkan saham baru akan mendatangkan pemilik-pemilik baru yang dapat mengurangi hak dari pemegang saham lama.

²⁹ Cynthia, op.cit. p.17

Adanya perbedaan kepentingan antara principal dengan manajer mengakibatkan *agency conflict* yang pada akhirnya menimbulkan *agency cost*. Dari sisi pemegang saham, *agency cost* ini dapat dikurangi dengan cara melibatkan pihak ketiga (*debtholders*) yang masuk melalui kebijakan utang. Meningkatkan pendanaan dengan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen.³⁰

Para pemegang saham menghendaki penggunaan utang karena dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan utang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga menurunkan biaya keagenan ekuitas. Perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba agar dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang. Konsekuensi dari kebijakan ini adalah perusahaan menghadapi biaya keagenan utang dan resiko kebangkrutan.

Perusahaan biasanya mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan, yaitu yang pertama perusahaan akan memilih dana yang berasal dari hasil operasi, kemudian baru utang (penerbitan obligasi), dan akhirnya menerbitkan saham baru. Hal ini terjadi karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham.

Implikasi positif dari penggunaan utang tersebut diantaranya:

³⁰ Tarjo, loc.cit.

1. Utang dapat meningkatkan kinerja manajer akibat kekhawatiran kehilangan pekerjaan dan jika kinerjanya meningkat, pemegang saham mau membayar harga saham perusahaan lebih mahal.
2. Menggunakan utang akan membuat tindakan manajer dikendalikan oleh pasar modal karena jika pemegang obligasi memandang negatif terhadap kompetensi manajer maka mereka akan meminta pembayaran bunga pinjaman lebih besar / perjanjian lebih banyak.³¹

Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi agar dapat mengurangi utang dan mengutamakan penggunaan dana internal sebagai biaya investasi dan untuk menghindari kemungkinan kebangkrutan dan resiko finansial. Sedangkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah yang menghasilkan profit rendah, pada kondisi ini perusahaan meningkatkan penggunaan utang untuk membiayai perusahaan.

4. Hubungan *Free Cash Flow* dan Kebijakan Utang

Konsep *free cash flow* merupakan perluasan dari konsep *agency cost* ke dalam manajemen struktur modal. Jensen memberikan kontribusi penting bagi literatur keuangan dan teori organisasi dengan mengajukan *free cash flow hypotheses*, yaitu manajer ada kalanya tidak ingin mendistribusikan kas yang dimiliki perusahaan kepada pemegang saham.

Penggunaan utang akan mencegah manajer untuk menggunakan *free cash flow* secara berlebihan bagi kepentingan pribadinya karena: (1) perusahaan harus

³¹ Cynthia, loc.cit

menyediakan arus kas bagi pembayaran bunga pinjaman secara reguler dan tetap jumlahnya; (2) kekurangan arus akan menimbulkan risiko gagal bayar (*default*) sehingga pemegang obligasi akan menyita aset perusahaan dan manajer akan kehilangan pekerjaannya.³²

Menurut Mardiyah, masalah keagenan dapat dikurangi melalui pendanaan dengan utang sehingga *free cash flow* dapat digunakan untuk membayar deviden. Dengan membayar deviden, maka *devidan payout ratio* meningkat sehingga manajer harus mencari tambahan dana melalui utang.

Pada perusahaan yang mempunyai investasi lebih besar dari laba operasi sehingga *free cash flow*-nya bernilai negatif maka dibutuhkan penanaman kas ke dalam operasi melalui penjualan *financial assets* atau dilakukan pinjaman / utang.

Free cash flow berpengaruh terhadap utang. Penelitian sebelumnya yang mendukung Tarjo (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* besar lebih cenderung untuk memiliki tingkat utang yang tinggi karena digunakan untuk menurunkan *agency cost* dan perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah memiliki tingkat utang yang rendah karena tidak mengandalkan utang dalam menurunkan *agency cost*.

B. Kerangka Berpikir

Pada saat satu perusahaan memutuskan untuk menjadi perusahaan publik (*go public*) maka perusahaan tidak lagi mempunyai hak atas semua saham yang dimilikinya, karena sebagian saham perusahaan dapat dimiliki oleh publik

³² Ibid

(pemegang saham) yang akan mempunyai hak yang sama terhadap perusahaan tersebut.

Dengan adanya perubahan kepemilikan dari perusahaan tersebut maka akan menimbulkan permasalahan konflik yang disebut *agency conflict*, dimana pemegang saham lebih meningkatkan kesejahteraannya yaitu melalui peningkatan pembagian deviden dan *capital gain* yang semakin meningkat. Sedangkan pihak manajerial akan memprioritaskan pada pengelolaan perusahaan yang baik dan akan mendapatkan keuntungan yang sebesar-besarnya.

Dalam konteks penilaian perusahaan, *free cash flow* merupakan arus kas yang dihasilkan melalui operasi perusahaan dan investasi dalam aktiva, yang sama dengan kas yang akan dibayarkan kepada investor. *Free cash flow* menjadi masalah karena manajer sering menggunakannya untuk ekspansi perusahaan.

Dengan adanya *agency conflict* maka pada akhirnya dapat menimbulkan *agency cost*. Untuk menghindari *agency cost* yang cukup besar maka alternatif yang akan dipilih oleh pihak manajemen adalah dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar deviden sehingga manajemen terpaksa melibatkan pihak ketiga (*debtholders*) yang masuk melalui kebijakan utang, yaitu meningkatkan pendanaan dengan utang.

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya pada tahun 2001-2004, diketahui bahwa *free cash flow* mempunyai hubungan yang positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Jadi *free cash flow* mempunyai hubungan yang searah terhadap kebijakan utang perusahaan.

C. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan teori dan perumusan masalah serta pernyataan penelitian maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

”Terdapat hubungan antara free cash flow dan kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)”.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

A. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh data yang valid serta dapat dipercaya mengenai “Apakah terdapat hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?”

B. Waktu dan Tempat Penelitian

Penelitian ini dilaksanakan pada bulan Maret - April 2008 di Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) atau *Indonesian Capital Market Reference Center*, Bursa Efek Indonesia (BEI) yang beralamat di Jl. Jenderal Sudirman Kav.52-53 Jakarta Selatan 12910. Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan tempat untuk mendapatkan data-data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang akurat.

C. Metode Penelitian

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *expost facto* dengan pendekatan uji korelasional / hubungan. Metode *expost facto* digunakan untuk meneliti peristiwa yang telah terjadi. Metode tersebut dapat menggunakan populasi besar maupun kecil, dan data yang dipelajari adalah data dari sampel yang diambil dari populasi tersebut. Sedangkan pendekatan

korelasional / hubungan bertujuan untuk mengetahui seberapa besar hubungan antar variabel.³³

D. Populasi dan Sampling

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2006 sebanyak 118 perusahaan. Adapun teknik pengambilan sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah dengan cara *Purposive Sampling* karena sampel yang dipilih dapat mewakili populasi yang ada sehingga sesuai dengan tujuan penelitian dengan menggunakan kriteria tertentu. Sehingga dihasilkan 30 sampel perusahaan manufaktur.

Kriteria perusahaan yang dapat dijadikan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan tidak berubah sektor industrinya selama penelitian ini dilakukan.
2. Perusahaan yang mempunyai laporan keuangan yang berakhir pada 31 Desember dan dipublikasikan secara rutin.
3. Perusahaan yang mempunyai laporan keuangan dengan mata uang rupiah.
4. Perusahaan yang mempunyai nilai *free cash flow* positif dalam dua tahun berturut-turut.
5. Perusahaan tidak menghentikan aktivitasnya di pasar bursa dan tidak menghentikan operasinya selama dalam masa penelitian.

E. Variabel Penelitian

1. *Free Cash Flow*

³³ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis*, Cetakan 8 (Bandung: CV Alfabeta, 2005), p.7-15

a. Definisi Konseptual

Free Cash Flow adalah arus yang dihasilkan melalui operasi perusahaan dan investasi dalam aktiva, yang sama dengan kas yang akan dibayarkan kepada investor.

b. Definisi Operasional

Free Cash Flow dalam penelitian dihitung menggunakan rumus Richard G. Schroeder *et al.* (2004), yaitu:³⁴

$$\mathbf{FCFit} = \mathbf{OCFit} - \mathbf{ICFit}$$

Keterangan :

FCFit = *Free Cash Flow*

OCFit = Arus kas operasi perusahaan i pada tahun t

ICFit = Arus kas investasi perusahaan i pada tahun t

Arus kas operasi perusahaan didapat dari kas bersih yang berasal atau digunakan untuk kegiatan operasi yang disajikan di laporan arus kas perusahaan. Arus kas investasi perusahaan diperoleh dari kas bersih yang berasal atau digunakan untuk kegiatan investasi yang disajikan di laporan arus kas perusahaan.

2. Utang

a. Definisi Konseptual

Utang adalah kewajiban perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu dan penyelesaian terhadapnya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi.

³⁴ Schroeder, loc.cit

b. Definisi Operasional

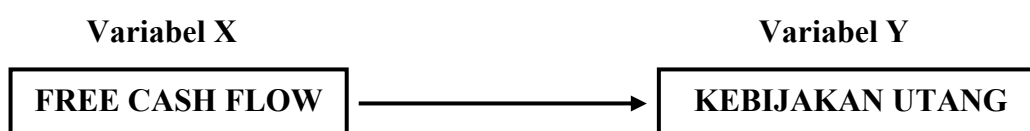
Kebijakan utang diberi simbol *Debt Ratio*. Utang sebagai variabel dependen diukur dengan rumus James. C Van Horne³⁵ seperti yang digunakan oleh Mardiyah (2004) dalam penelitiannya sebagai berikut:³⁶

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Long Term Liabilities}}{\text{Long Term Liabilities} + \text{Equity}} \times 100\%$$

Keterangan :

<i>Debt Ratio</i>	=	Rasio utang
<i>Long Term Liabilities</i>	=	Utang jangka panjang
<i>Equity</i>	=	Ekuitas perusahaan

F. Konstelasi Hubungan Antar Variabel



Keterangan:

Variabel X	:	Variabel Independen (bebas)
Variabel Y	:	Variabel Dependen (terikat)
→	:	Korelasi / hubungan

³⁵ James C Van Horne, *Financial Mangement and Policy*, 6th ed, (London: Prentice Hall Inc, 1987), p.680

³⁶ Mardiyah, op.cit. p.13

G. Teknik Analisis Data

1. Uji Persamaan Regresi Linear Sederhana

Persamaan regresi dengan metode *Least Square* dimaksudkan untuk mengetahui sampai sejauh mana suatu variabel mempunyai hubungan fungsional dengan variabel lainnya. Hubungan yang didapat pada umumnya dinyatakan dalam bentuk persamaan matematik. Bentuk persamaan regresi linear sederhana:

$$\hat{Y} = a + bX$$

$$a = \frac{(\sum Y)(\sum X^2) - (\sum X)(\sum XY)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

$$b = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

Variabel-variabel dalam penelitian ini dibedakan menjadi variabel independen (X) yang terdiri dari *free cash flow* dan variabel dependen (Y) yaitu utang / *debt ratio*. Berdasarkan penelitian dari Mardiyah (2002) maka peneliti membuat model persamaan regresi linear sederhana sebagai berikut :

$$\text{UTANG} = a + b\text{FCF}$$

Keterangan :

Utang	= sebagai proksi kebijakan utang
a	= konstanta
b	= koefisien regresi
FCF	= <i>free cash flow</i>

Ada beberapa tahapan yang dilakukan dalam pengujian ini, yaitu:

1. Merumuskan hipotesis penelitian menjadi hipotesis statistik (lihat pada Uji-t).
2. Menentukan tingkat signifikan $\alpha = 5 \%$ atau $\alpha = 0,05$

2. Pengujian Persyaratan Analisis

a. Uji Normalitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui normal atau tidaknya data sampel. Uji normalitas dilakukan terhadap galat taksiran regresi Y atas X dengan uji Liliefors $\alpha = 0,05$ dengan kriteria pengujian, galat taksiran regresi Y atas X dikatakan berdistribusi normal jika $L_{hit} < L_{tabel}$.

Rumus yang digunakan adalah :

$$L_o = I F (Z_i) - S (Z_i) I$$

Keterangan :

L_o = L observasi

$F (Z_i)$ = peluang angka baku

$S (Z_i)$ = proporsi angka waktu

Grafik Normal P-P Plot;

Normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik normal. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonalnya, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

b. Uji Linieritas Regresi

Uji linieritas digunakan untuk mengetahui hubungan linier antara variabel X dengan variabel Y.

Perhitungan regresi adalah sebagai berikut:

i.
$$F_{hitung} (F_o(TC)) = \frac{S^2(TC)}{S^2(E)}$$

ii. F_{tabel} dicari dengan menggunakan dk pembilang (k-2) dan dk penyebut (n-k).

iii. Hipotesis Penelitian:

H_o = bentuk regresi linear

H_i = bentuk regresi tidak linear

Kriteria Pengujian:

- H_o diterima jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ maka regresi linear
- H_o ditolak jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka regresi tidak linear.

Untuk mengetahui lebih lanjut perhitungan keberartian dan linieritas dapat digunakan tabel ANAVA.

Tabel 3.1
Analisis Varians Untuk Uji Kelinieran Regresi

Sumber Variansi	dk	JK	KT	F
Total	n	$\sum Y^2$	$\sum Y^2$	-
Regresi (a)	1	$(\sum Y)^2 / n$	$(\sum Y)^2 / n$	$\frac{S^2_{reg}}{S^2_{res}}$
Regresi (b/a)	1	$JK_{reg} = JK(b/a)$	$S^2_{reg} = JK(b/a)$	
Residu	n - 2	$JK_{res} = \sum (Y - \hat{Y})^2$	$S^2_{res} = \frac{\sum (Y - \hat{Y})^2}{n - 2}$	
Tuna Cocok	k - 2	JK (TC)	$S^2_{TC} = \frac{JK(TC)}{k - 2}$	$\frac{S^2_{(TC)}}{S^2_{(E)}}$
Kekeliruan	n - k	JK (E)	$S^2_E = \frac{JK(E)}{n - k}$	

Sumber: Sudjana, 1996

3. Uji Hipotesis

a. Uji Koefisien Korelasi

Uji hipotesis ini dilakukan dengan uji t, yaitu dengan pertama kali mencari koefisien korelasi *Product Moment* dari Karl Pearson sebagai berikut :

$$r_{xy} = \frac{n \sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{\{n(\sum X^2) - (\sum X)^2\} \{n(\sum Y^2) - (\sum Y)^2\}}}$$

Keterangan :

r_{xy} = tingkat keterkaitan hubungan (koefisien korelasi)

$\sum X$ = jumlah skor dalam sebaran X

$\sum Y$ = jumlah skor dalam sebaran Y

$\sum XY$ = jumlah hasil perkalian X dan Y yang berpasangan

$\sum X^2$ = jumlah skor yang dikuadratkan dalam sebaran X

$\sum Y^2$ = jumlah skor yang dikuadratkan dalam sebaran Y

n = banyaknya data

Analisis korelasi ini berguna untuk menentukan suatu besaran yang menyatakan bagaimana kuatnya hubungan suatu varian dengan varian lain. Nilai koefisien korelasi r berkisar antara -1 sampai +1 yang berarti jika nilai $r > 0$ artinya terjadi hubungan linear positif, yaitu semakin besar nilai varian X (independen), makin besar nilai variabel Y (dependen), atau makin kecil nilai variabel X maka kecil pula nilai variabel Y.

Uji hipotesis ini dilakukan dengan ketentuan:

1. Data dibuat berpasangan
2. Untuk menguji hipotesis digunakan

$r = 0$ (tidak ada hubungan antara X dan Y)

$r > 0$ (ada hubungan positif)

$r < 0$ (ada hubungan negatif)

b. Uji Keberartian Regresi

Keberartian regresi digunakan untuk mengetahui keberartian model regresi yang digunakan. Perhitungan keberartian regresi adalah sebagai berikut:

$$i. F_{hitung} (F_{o(b/a)}) = \frac{S^2 \text{ reg}}{S^2 \text{ res}}$$

$$S^2 \text{ reg} = JK (b/a)$$

$$S^2 \text{ res} = \frac{\sum (Y - \hat{Y})^2}{n - 2}$$

ii. F_{tabel} dicari dengan menggunakan dk (derajat kebebasan) pembilang 1 dan dk penyebut (n-2) pada taraf signifikan 0,05.

iii. Hipotesis

H_0 = model regresi tidak signifikan

H_1 = model regresi signifikan

c. Uji Koefisien Determinasi (r^2)

Koefisien determinasi yaitu seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen. Nilai koefisien determinasi antara nol dan satu.

Nilai r^2 yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Rumusnya:

$$KD = r^2 \times 100 \%$$

Keterangan :

KD = Koefisien Determinasi

r^2 = Koefisien Korelasi

d. Uji Keberartian Koefisien Korelasi (Uji-t)

Uji-t dilakukan untuk mengetahui hubungan dari variabel bebas (independen) terhadap variabel tidak bebas (dependen).

Uji-t juga digunakan untuk membuktikan bahwa koefisien korelasi (r) secara statistik signifikan atau tidak, rumusnya:

$$t = \frac{r \sqrt{n - 2}}{\sqrt{1 - r^2}}$$

Dengan kriteria pengujian : $t_{hit.} > t_{tabel}$

Hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan menjadi hipotesis statistik, yaitu :

Ho : $b = 0$, (tidak ada hubungan antara *free cash flow* dengan utang).

Hi : $b \neq 0$, (ada hubungan antara *free cash flow* dengan utang).

Pengambilan keputusan berdasarkan :

Jika signifikansi < 0.05 , Ho ditolak

Jika signifikansi > 0.05 , Ho diterima