

# BAB I

## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang Masalah

Tujuan utama seorang manajer adalah memaksimalkan nilai perusahaan (Ikhwan S., 2004). Nilai perusahaan ini dapat berupa pertumbuhan dan keberadaan *free cash flow* perusahaan yang merupakan suatu harapan yang diinginkan pihak internal maupun eksternal perusahaan. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, begitu juga dengan keberadaan *free cash flow* yang tidak sedikit pada perusahaan tersebut. Investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi bagi pihak internal maupun eksternal perusahaan. Penelitian Voght (1997) dalam Julianto dan Jogiyanto. (2002) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan mendapat respon positif dari pasar.

Keberadaan *free cash flow* ini ternyata tak selamanya memberikan dampak positif bagi pihak-pihak berkepentingan. *Free cash flow* ternyata membuat sebuah konflik kepentingan yang cukup serius untuk diperhatikan. Konflik kepentingan menurut Jensen (1986) dalam Noer S. (2003), menjelaskan bahwa yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham merupakan hal yang biasa terjadi karena adanya benturan kepentingan. Menurut teori keagenan Jensen (1986) dalam Ikhwan S. (2003), menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan

Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan 1) Aktivitas pencarian dana, dan 2) Pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (Wahidwati, 2001). Hubungan keagenan merupakan suatu perjanjian dimana seorang prinsipal dan agen bekerjasama untuk membangun perusahaan. Satu atau lebih orang (prinsipal) akan memberikan perintah dan wewenang atas nama prinsipal kepada agen untuk membuat keputusan yang terbaik bagi keduanya.

Definisi *free cash flow* menurut Noer S. (2003) adalah arus kas lebih atau tersisa yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai *Net Present Value* (NPV) positif ketika kas relevan pada saham. *Free cash flow* menurut Ross *et al.* (2000) dalam Ali dan Askam (2002) didefinisikan sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Aliran kas bebas ini terkadang oleh pihak manajemen digunakan untuk kepentingan yang tidak sesuai dengan kegiatan utama perusahaan. Sedangkan pihak pemegang saham menginginkan aliran kas ini digunakan untuk memenuhi kepentingan mereka dalam hal ini pembagian dividen. Menurut Jensen (1986) dalam Ali dan Askam (2002) memprediksi bahwa harga saham akan meningkat jika perusahaan membayar atau berjanji untuk membayar kelebihan kas tersebut kepada pemegang saham. Sebaliknya, harga saham akan turun jika perusahaan tidak membagikan atau menginvestasikan kembali kelebihan kas tersebut.

Beberapa alternatif untuk mengurangi adanya konflik kepentingan ini adalah dengan menurunkan biaya keagenan dari *free cash flow* yang akan mengurangi sumber-sumber kas yang berada di bawah kontrol manajemen (Jensen dalam Tarjo dan Jogiyanto, 2003). Biaya keagenan adalah biaya yang terjadi akibat dari konflik kepentingan. Biaya ini digunakan untuk melakukan pengawasan demi mensejajarkan kepentingan pihak internal maupun eksternal. Alternatif kedua adalah dengan meningkatkan pendanaan melalui utang. Peningkatan utang ini diharapkan akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajer (Putu dan Jogiyanto, 2002). Sedangkan untuk alternatif ketiga adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (Jensen dan Meckling dalam Agus S., 2001). Proporsi kepemilikan saham oleh manajemen dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham.

*Free cash flow* belum banyak mendapat perhatian di Indonesia, karena perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak melaporkannya secara tegas. Berbeda dengan perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat, *free cash flow* sudah mendapat cukup perhatian dengan terbukti telah ada badan independen yang seperti *Value Line Investment Survey* yang mengumumkan *free cash flow* secara berkala yang dimiliki perusahaan (Ali S., dan Askam, 2002).

Kepemilikan mewakili suatu hak kuasa yang dapat digunakan untuk mendukung atau menghambat kinerja manajemen. Menurut Wahidwati (2002), *Managerial ownership* adalah sebuah kekuatan pemantauan internal yang penting

determinan resiko. Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas. Unsur lain yang ikut menentukannya adalah prosentase kepemilikan oleh manajer (Jensen dan Meckling dalam Wahidwati, 2001).

Seperti telah dijelaskan sebelumnya, bahwa keberadaan *free cash flow* ini terkadang membawa konflik antara pemegang saham dan manajer. Konflik yang terjadi dalam perusahaan ini ternyata menimbulkan biaya pengawasan yang disebut *agency cost* (Putu dan Jogiyanto, 2002). Salah satu alternatif yang kemudian muncul untuk meredam konflik ini dan mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen dan meningkatkan pendanaan dengan utang.

Kepemilikan saham oleh manajemen adalah salah satu cara mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Manajer dapat turut serta mengambil keputusan yang terbaik bagi perusahaan, sehingga hal ini tidak bertentangan lagi dengan pihak pemegang saham yang notabene dirinya sendiri. Adanya kepemilikan manajerial mampu mewarnai dalam pengambilan keputusan manajemen mengenai kebijakan utang (Tarjo dan Jogiyanto, 2003).

Menurut Jensen (1993) dalam Faizal (2004), hipotesis pemusatan kepentingan menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer, semakin meningkat proporsi kepemilikan saham manajerial maka semakin baik kinerja perusahaan. Besar kecilnya jumlah kepemilikan saham manajerial dalam perusahaan dapat

mengindikasikan adanya kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

Penelitian mengenai *free cash flow* dan hubungan struktur kepemilikan telah banyak dilakukan oleh banyak peneliti. Jensen (1986) dalam Tarjo dan Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set kesempatan investasi (IOS) rendah. Ali dan Askam (2002) menemukan bahwa *earning response coefficients* akan meningkat seiring dengan naiknya rasio pembayaran dividen terutama pada perusahaan yang mempunyai *free cash flow* besar. Menurut penelitian Slamet dan Syukri (2003) yang menguji besaran *free cash flow* dengan tingkat *akrual diskresioner* menunjukkan hasil hubungan yang positif. Temuan studi ini konsisten dengan temuan Jones dan Sarma untuk data tahun 1999.

Menurut penelitian Jaggi dan Gul (1999) dalam Holydia (2004) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif signifikan antara aliran kas bebas dan kebijakan utang perusahaan untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang rendah. Hasil lain menyebutkan terdapat hubungan positif antara kebijakan utang dengan aliran kas bebas untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang rendah dengan *size* yang besar.

Kepemilikan manajerial mempengaruhi pengambilan keputusan untuk menentukan kebijakan utang yang akan diambil oleh perusahaan. Penelitian ini juga telah banyak dilakukan baik oleh peneliti luar dan dalam negeri. Wahidwati (2001) menunjukkan bahwa manajerial perusahaan mempunyai pengaruh yang

negatif terhadap utang, ternyata hasil temuan ini konsisten dengan penelitian Bathala *et al.* (1994). Putu dan Jogiyanto (2002) menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial akan menggunakan *leverage* yang rendah. Frennd *et al.* (1988) dalam Wahidwati (2002) menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara persentase saham yang dipegang manajer dengan rasio utang perusahaan.

Berdasarkan fenomena tersebut, maka peneliti mencoba mereplikasi penelitian dari Tarjo (2005) yang diberi judul “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang dengan (*investment Opportunity Set*) IOS dan *SIZE* sebagai variabel pemoderasi ”.

## **B. Rumusan Masalah**

Adapun rumusan masalah dalam penelitian ini adalah

- 1) Apakah *free cash flow* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah ?
- 2) Apakah *free cash flow* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah pada perusahaan besar?
- 3) Apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan

### **C. Tujuan Penelitian**

Adapun tujuan dalam penelitian ini adalah

- 1) Untuk menguji dan memperoleh bukti empiris pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah ?
- 2) Untuk menguji dan memperoleh bukti empiris pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang pada perusahaan besar yang memiliki IOS rendah ?
- 3) Untuk menguji dan memperoleh bukti empiris pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang untuk perusahaan kecil ?

### **D. Manfaat Penelitian**

Adapun manfaat yang dapat diambil dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

#### 1) Bagi Penulis

Dengan penelitian ini dapat menjadi sumber pengetahuan dan pembelajaran penulis mengenai pertama, mengetahui perilaku perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mengelola *free cash flow*. Kedua, mengetahui fenomena yang terjadi setelah masuknya manajemen dalam struktur kepemilikan tersebut

1. ... ..

## 2) Bagi Akademisi

Dengan penelitian ini dapat menambah literatur dan wawasan bagi para mahasiswa untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut dengan meneliti pada