

**PENGARUH ARUS KAS BEBAS, KEPEMILIKAN *BLOCKHOLDER* DAN  
CEO *TURNOVER* TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

**(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun  
2012-2015)**

**Qizwa Andini Utami**

Email: Qizwa.andini@gmail.com

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Program Studi Akuntansi

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

**ABSTRACT**

*This study aims to analyze the influence of free cash flow, blockholder ownership and CEO turnover to the debt policy. The population in this study is a manufacturing company listing on the Indonesia Stock Exchange period 2012-2015. Purposive sampling with sampling to obtain a sample of 238 manufacturing companies. Data is collected by the method of documentation. The research indicates that the free cash flow and CEO turnover has no affected to the debt policy. While the blockholder ownership has significant and negatively affected to the debt policy.*

*Key words : Free Cash Flow, Blockholder Ownership, CEO Turnover, Debt Policy*

## 1. PENDAHULUAN

Tujuan utama manajemen perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Brigham dan Houston, 2010). Teori keagenan menjelaskan bahwa manajer sebagai pengelola perusahaan harus mengambil keputusan bisnis terbaik untuk mencapai tujuan tersebut. Hal ini terkait dengan hubungan keduanya, yaitu manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Dalam mengambil keputusan sebaiknya manajer tidak hanya menguntungkan dirinya sendiri tetapi haruslah demi kepentingan semua pihak. Konflik keagenan dapat terjadi ketika manajer membuat keputusan yang meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Wahidahwati (2001) menyebutkan bahwa terdapat dua keputusan mengenai pendanaan, yaitu keputusan dalam aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan keputusan untuk menginvestasikan dana tersebut. Dalam pencarian dana manajer berusaha mengamankan posisinya dengan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan mengedarkan saham baru ke pasar dan berharap insentifnya meningkat ketika laba yang didapatkan juga meningkat. Namun, bagi pemegang saham cenderung untuk memilih menggunakan hutang karena dengan hutang, perusahaan dapat menghemat pajak dari beban bunga hutang yang bertambah. Manajer menghindari penggunaan hutang ini karena lebih beresiko bagi perusahaan.

Bagi pemegang saham kebijakan hutang juga merupakan alternatif yang digunakan sebagai alat untuk mengontrol konflik keagenan, karena dalam memantau manajer agar bekerja dengan sungguh-sungguh sesuai dengan

keinginan pemegang saham membutuhkan biaya. Biaya inilah yang disebut *agency cost*. Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang meliputi biaya untuk memantau tindakan manajer, mencegah tindakan yang tidak diinginkan dan *opportunity cost* akibat pembatasan kewenangan manajer dalam mengambil keputusan (Bringham et al, 1990 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009).

Bagi pemegang saham, biaya hutang mendorong manajemen bertindak disiplin dalam memenuhi kewajiban agar perusahaan tidak mengalami kepailitan, selain itu mengurangi biaya keagenan terhadap ekuitas karena sebagian ditanggung oleh *bondholder (agency cost of debt)* (Joko, 2011). Namun, keinginan manajer adalah menerbitkan saham baru untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini bertentangan dengan *pecking order theory*. Dalam *pecking order theory* dijelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal seperti laba ditahan, depresiasi atau amortisasi, kemudian menggunakan dana eksternal berupa utang atau obligasi dan saham biasa apabila dana yang dibutuhkan masih kurang.

Menurut Myers dan Majluf (1984), pemilihan dana menggunakan dana eksternal disebabkan karena terjadi asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham. Pihak manajemen bisa saja beranggapan bahwa harga saham sedang *overvalue* kemudian menerbitkan saham baru yang mahal dari seharusnya, sehingga harga saham tidak mencerminkan informasi yang sebenarnya dari perusahaan. Selain itu dividen perlembar saham dan nilai saham akan turun karena banyaknya saham yang beredar akibatnya pasar dapat merespon negatif. *Pecking order theory* sebenarnya menekankan pada asumsi *financial slack* pada

perusahaan yang digunakan untuk mendanai investasi-investasi yang menguntungkan dengan dana internal. Sehingga, seharusnya perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak perlu untuk menggunakan hutang yang beresiko atau saham untuk mendanai investasi.

Sedangkan menurut *Trade off theory* semakin tinggi penggunaan hutang maka risiko kebangkrutan atau pailit semakin tinggi (Narita, 2012). Dapat disimpulkan berdasarkan asumsi *Pecking order theory* dan *trade off theory*, seharusnya manajer dapat lebih berhati-hati dalam pendanaan menggunakan utang, selain itu tingkat pendanaan dengan hutang seharusnya kecil. Namun pada kenyataannya banyak perusahaan yang menggunakan pendanaan hutang.

Data BI Dikutip dari Liputan6.com menunjukkan sektor perusahaan yang paling banyak memiliki utang luar negeri cukup besar berasal dari sektor keuangan, persewaan dan jasa perusahaan sebesar US\$ 111,8 miliar, sektor industri pengolahan US\$ 28,1 miliar, dan terakhir sektor pertambangan senilai US\$ 25,8 miliar dolar (Praditya, 2013). Hal ini menunjukkan fakta bahwa sebagian besar perusahaan di Indonesia masih memiliki hutang yang cukup besar.

Semakin besar arus kas bebas perusahaan sebenarnya dapat memperkecil hutang karena dengan arus kas bebas tersebut dapat mengukur kemampuan perusahaan membayar hutangnya. Menurut Indahningrum dan Handayani (2009), perusahaan-perusahaan yang memiliki arus kas bebas besar dan mempunyai hutang yang besar akan menurunkan *agency cost* arus kas bebas. Namun hal ini juga akan menimbulkan konflik keagenan, karena manajemen ingin agar dana tersebut diinvestasikan pada investasi yang menguntungkan sehingga akan

menambah insentif mereka. Disisi lain, pemegang saham menginginkan agar dana tersebut dibagikan, akibatnya hutang dapat digunakan sebagai alternatif pendanaan lain oleh pihak manajemen bila arus kas bebas tersebut tidak dapat digunakan.

Penelitian tentang hubungan arus kas bebas dengan kebijakan hutang telah banyak diteliti. Namun, hasil dari penelitian tersebut berbeda-beda. Terdapat hasil yang signifikan positif (Tarjo 2003, Indahningrum 2009, Nabela 2012, Gusti 2012) tetapi ada juga yang signifikan negatif (Putri 2006, Rizqiyah 2011, Safitri 2015), dan bahkan terdapat pula yang tidak memiliki pengaruh sama sekali antara arus kas bebas terhadap kebijakan hutang (Narita 2012). Hal tersebut mungkin disebabkan karena tingkat pertumbuhan perusahaan yang relatif kecil sehingga hutang yang terjadi pun tidak terlalu besar (Hutoma dan Perdana dalam Dewi, 2011)

Perlu diketahui pula bahwa komposisi saham perusahaan yang *go public* masih belum seimbang antara founder dengan kepemilikan publik yakni yang masih dikuasai oleh founder sekitar 70% dan 30% sisanya dimiliki oleh publik (Suta, 2002 dalam Ilham, 2010). Konsentrasi yang besar dari pemegang saham cenderung menciptakan lebih banyak tekanan kepada manajer untuk dapat memaksimalkan nilai. Hal ini menyebabkan posisi pemegang saham publik menjadi lemah, oleh karena itu keberadaan kepemilikan *blockholder* menjadi penting. S. Thomsen *et al* dalam Wiliandri (2011) mendefinisikan *blockholder* sebagai kepemilikan saham yang paling sedikit 5% dalam sebuah perusahaan. Sedangkan *blockholder ownership* adalah perubahan dari pecahan "*closely held*

*share*”, yang merupakan saham yang dipegang oleh *blockholder*, termasuk kepemilikan saham oleh pegawai, direktur, dan keluarganya, trust, dana pensiun, saham yang dipegang perusahaan lain dan Individu-individu yang kepemilikannya lebih dari 5%.

Tidak hanya kepemilikan *blockholder* saja yang memiliki pengaruh pada perusahaan tapi pergantian CEO (*CEO turnover*) di perusahaan tersebut juga turut andil pada kebijakan perusahaan termasuk kebijakan hutang. Menurut Dewi (2013), adanya pergantian CEO memberikan banyak dampak pada perusahaan seperti adanya perubahan dalam mengelola perusahaan dengan cara menerapkan peraturan, prosedur baru maupun kebijakan baru.

## **2. KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Kebijakan Hutang**

Menurut Kieso dalam Indahningrum dan Handayani (2009), arus kas bebas merupakan jumlah diskresionari arus kas yang dimiliki perusahaan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli *treasury stock*. Menurut teori *Pecking Order*, perusahaan mengutamakan sumber-sumber pendanaan yang berasal dari internal sesuai dengan prinsip usaha minimal dan memilih sumber pendanaan eksternal sebagai pilihan terakhir. Oleh karena itu, tentu saja perusahaan seharusnya tidak mengambil risiko untuk menggunakan kebijakan hutang dan lebih memilih menggunakan pendanaan yang berasal dari internal yaitu dengan memanfaatkan arus kas bebas.

Safitri dan Asyik (2015) menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi

arus kas bebas maka semakin rendah kebijakan hutang begitu juga sebaliknya (Safitri dan Asyik, 2015). Apabila hutang perusahaan tinggi maka risiko kebangkrutan akan meningkat. Dengan demikian ketika perusahaan telah melewati masa krisis, maka manajer akan berusaha untuk menstabilkan perusahaan dengan cara memanfaatkan arus kas bebas untuk membayar hutang (Rizqiyah, 2011). Oleh karena itu hipotesis pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan hutang adalah sebagai berikut.

**H<sub>1</sub>: Arus Kas Bebas berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang**

### **Kepemilikan *Blockholder* Terhadap Kebijakan Hutang**

Kepemilikan *Blockholder* didefinisikan sebagai kepemilikan saham perusahaan yang meliputi kepemilikan saham perusahaan oleh pegawai, direktur dan keluarganya, trust, dana pensiun, saham yang dipegang perusahaan lain, dan individu-individu yang memiliki saham lebih dari 5%. Apabila kepemilikan *blockholder* ditingkatkan maka tindakan manajer dalam menggunakan hutang dapat diawasi secara maksimal oleh pemegang saham publik dan biaya keagenan dapat berkurang. Proporsi kepemilikan *blockholder* yang besar akan meningkatkan efisiensi pemanfaatan aset perusahaan. Dengan demikian kepemilikan *blockholder* dapat digunakan sebagai alat untuk mencegah perilaku boros yang dilakukan oleh pihak manajemen, sehingga dapat meminimalisir kemungkinan untuk menggunakan pendanaan dari eksternal yang berupa hutang.

Fosberg (2004) membuktikan bahwa *blockholder* mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap hutang perusahaan dengan sampel yang diambil

dari daftar perusahaan US yang masuk dalam *Business Week* studi kompensasi eksekutif. Namun hasil tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2014). Lestari (2014) menggunakan sampel yang diambil dari perusahaan-perusahaan yang masuk di Jakarta Islamic Index, dan hasilnya membuktikan bahwa kepemilikan *blockholder* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Perbedaan hasil ini mungkin disebabkan oleh sampel kedua peneliti yang berbeda *region*. Oleh karena itu, hipotesis pengaruh kepemilikan *blockholder* terhadap kebijakan hutang adalah sebagai berikut.

**H<sub>2</sub>: Kepemilikan *Blockholder* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan Hutang**

### **CEO Turnover Terhadap Kebijakan Hutang**

Pergantian CEO di suatu perusahaan memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap keputusan-keputusan yang ada di perusahaan. CEO yang diganti bisa menandakan bahwa CEO tersebut telah lama di perusahaan tersebut karena sudah tua sehingga sudah waktunya pensiun tapi juga bisa berarti CEO tersebut tidak cukup baik dalam memimpin perusahaan tersebut.

Keputusan yang dibuat oleh CEO misalnya tentang keputusan keuangan termasuk pula kebijakan hutang. Ketika CEO baru menggantikan CEO yang lama, ada kebijakan yang berubah namun ada juga CEO yang memilih untuk tetap meneruskan prinsip dari CEO yang lama. Ketika terjadi pergantian mungkin saja saat itu perusahaan dalam kondisi yang tidak baik, terutama apabila CEO yang lama diberhentikan karena bermasalah. Maka disinilah tantangan dari CEO yang

baru untuk merubah kebijakan di perusahaan tersebut terutama kebijakan dalam masalah terkait keputusan pendanaan. Apabila CEO yang baru memang berkompeten maka kondisi perusahaan akan semakin membaik bahkan dapat lebih meningkat dengan memanfaatkan peluang-peluang yang ada. Namun, jika CEO yang baru tidak berkompeten, bisa jadi kondisi perusahaan akan semakin memburuk. Terutama bila CEO tersebut banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya atau untuk menutupi hutang yang lama.

Cao, *et al* (2010) membuktikan bahwa ada pengaruh yang signifikan atas pergantian CEO terhadap Kebijakan hutang. Selain itu, ketika CEO baru berasal dari luar perusahaan, maka tingkat *leverage* perusahaan semakin tinggi (Cao, *et al.*, 2010). Dengan demikian, ada kemungkinan CEO *turnover* dapat meningkatkan dan juga menurunkan keputusan kebijakan hutang, Berdasarkan penjelasan tersebut di atas maka hipotesis pengaruh CEO *turnover* terhadap kebijakan hutang adalah sebagai berikut.

**H<sub>3</sub>: CEO *turnover* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang**

### **3. METODE PENELITIAN**

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yaitu penelitian yang menggunakan data sekunder. Sampel penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode pengamatan tahun 2012-2015 yaitu sebanyak 136 perusahaan dengan 544 data observasi. Setelah melalui proses pengambilan data sesuai kriteria yang telah ditetapkan, maka sampel pada penelitian ini adalah 73 perusahaan dengan data observasi sebanyak

292 yang diperoleh dengan metode *purposive sampling*. Data yang digunakan meliputi aliran kas operasi, total aset tetap, total aset lancar, total kewajiban lancar, total kewajiban, total ekuitas, persentase kepemilikan *blockholder*, dan data pergantian CEO.

Variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah variabel dependen dan independen, dengan rincian sebagai berikut.

a Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang adalah keputusan manajemen perusahaan mendanai kegiatan operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. *Debt to equity ratio* digunakan sebagai proksi untuk menggambarkan seberapa besar pendanaan suatu perusahaan atas operasinya dengan menggunakan hutang. *Debt to equity ratio* dirumuskan sebagai berikut (Indahningrum dan Handayani, 2009):

$$DP = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

b Variabel Independen

1) Arus Kas Bebas

Arus kas bebas merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. Arus kas bebas dihitung menggunakan rumus Rose *et al.* dalam Indahningrum dan Handayani (2009) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

$$FCF_{it}/TA = \frac{FCF_{it}}{TA}$$

Dengan:

$FCF_{it}$  : Arus kas bebas  
 $AKO_{it}$  : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t  
 $PM_{it}$  : Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t  
 $NMWC_{it}$  : Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t  
 $TA$  : Total Aset

Arus Kas Bebas pada penelitian ini diukur menggunakan skala rasio, yaitu dengan membagi nilai arus kas bebas dengan total asset pada periode yang sama dengan tujuan agar lebih *comparable* bagi perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel (Kangarluei et al., 2011).

## 2) Kepemilikan *Blockholder*

Kepemilikan *Blockholder* adalah kepemilikan atas saham perusahaan yang kepemilikannya lebih dari 5%. Kepemilikan *blockholder* dirumuskan sebagai berikut (Wiliandri, 2011).

$$BLOCK = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki blockholder}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

## 3) CEO *Turnover*

Pergantian CEO yang diukur dengan melihat ada tidaknya pergantian CEO pada perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2011 hingga tahun 2015. Dalam penelitian ini pergantian CEO sebagai variabel *dummy* dengan nilai 1 jika ada pergantian CEO pada tahun t, t - 1, t - 2, t - 3... dan 0 sebaliknya. Sedangkan data keuangan perusahaan yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan setahun setelah pergantian CEO, yaitu dari

tahun 2012 hingga tahun 2015. Maka pergantian CEO dirumuskan sebagai berikut (Cao et al., 2010):

$$\Delta CEO_t = \begin{cases} 1 & \text{jika ada pergantian CEO pada } t, t-1, t-2, t-3 \dots \\ 0 & \text{jika tidak ada} \end{cases}$$

Untuk menguji kualitas data, yang pertama dilakukan adalah melakukan pengujian statistik deskriptif, kemudian dilakukan pengujian asumsi klasik. Jika data telah memenuhi asumsi klasik, maka model regresi tersebut dapat dilanjutkan dengan pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda dengan rumus sebagai berikut:

$$DP = \beta_0 + \beta_1 FCF_1 + \beta_2 BLOCK_2 + \beta_3 CEO_3 + e$$

Keterangan:

DP	= Kebijakan hutang ( <i>Debt policy</i> )
FCF	= Arus Kas Bebas ( <i>Free cash flow</i> )
BLOCK	= Kepemilikan <i>Blockholder</i>
CEO	= CEO <i>Turnover</i>
$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$	= Konstanta
e	= Random <i>error</i>

## 4. HASIL PENELITIAN DAN ANALISIS

### 4.1 Statistik Deskriptif

Tabel 4.1 Panel B menunjukkan dari 238 data variabel DP memiliki nilai minimum sebesar 0,00090 dan nilai maksimum sebesar 10,48010. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya DP pada sampel penelitian ini berkisar antara 0,00090 sampai 10,48010 dengan rata-rata (*mean*) 0,5902697 pada standar deviasi sebesar 0,71697372. Nilai rata-rata (*mean*) lebih kecil dari standar deviasi yaitu  $0,5902697 <$

0,71697372 yang mengartikan bahwa sebaran nilai DP tidak baik. Nilai DP tertinggi pada PT Sekawan Intipratama Tbk, dengan nilai total utang sebesar Rp. 253.767.988.281 dan total ekuitas sebesar Rp. 24.214.373.933. Nilai DP terendah pada PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk, dengan nilai total utang sebesar Rp. 9.836.577.000 dan total ekuitas sebesar Rp. 11.005.218.000.000.

Variabel arus kas bebas (FCF) memiliki nilai minimum arus kas bebas sebesar -19.726.294.210.000 dan nilai maksimum sebesar 2.714.980.000.000. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya arus kas bebas pada sampel penelitian ini berkisar antara -19.726.294.210.000 sampai 2.714.980.000.000 dengan rata-rata (*mean*) -1.383.358.477.320 pada standar deviasi sebesar 3.362.568.803.644,74. Nilai rata-rata (*mean*) lebih kecil dari standar deviasi yaitu  $-1.383.358.477.320 < 3.362.568.803.644,74$  yang mengartikan bahwa sebaran nilai arus kas bebas tidak baik. Nilai arus kas bebas tertinggi terdapat pada PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk sedangkan nilai arus kas bebas terendah terdapat pada PT Intan Wijaya International Tbk.

Variabel kepemilikan *blockholder* (BLOCK) memiliki nilai minimum sebesar 0,25000 nilai maksimum sebesar 0,98670, rata-rata (*mean*) sebesar 0,7372853, dan standar deviasi sebesar 0,15930535. Nilai rata-rata (*mean*) lebih besar dari standar deviasi yaitu  $0,7372853 > 0,15930535$ . Hal tersebut menunjukkan penyebaran data yang baik. Nilai BLOCK tertinggi terjadi pada PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk sedangkan nilai BLOCK terendah terjadi pada PT Multi Prima Sejahtera Tbk.

Berdasarkan Tabel 4.1 panel A. variabel CEO *turnover* (CEO) menunjukkan persentase jumlah perusahaan yang melakukan pergantian CEO

sebanyak 12,6% sedangkan perusahaan yang tidak melakukan pergantian CEO sebanyak 87,4%.

#### 4.2 Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis  $H_1$  sampai dengan  $H_3$  menggunakan analisis regresi linier berganda, yaitu untuk menguji pengaruh arus kas bebas (FCF), kepemilikan *blockholder* (BLOCK), dan CEO *turnover* (CEO) terhadap kebijakan hutang (DP). Hasil pengujian statistic menggunakan regresi linier berganda disajikan pada Tabel 4.2.

Berdasarkan Tabel 4.2 hasil uji koefisien determinasi menunjukkan nilai *adjusted R Square* sebesar 0,845 yang artinya bahwa variabel arus kas bebas (FCF), kepemilikan *blockholder* (BLOCK) dan CEO *turnover* (CEO) memiliki kemampuan menjelaskan variabel kebijakan hutang (DP) sebesar 84,5%. Sisanya 15,5% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian. Artinya masih ada variabel lain yang mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pada Tabel 4.2 hasil uji F menunjukkan bahwa nilai signifikansi yaitu nilai sig.  $0,000 < \alpha (0,05)$ , maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen arus kas bebas (FCF), kepemilikan *blockholder* (BLOCK), dan CEO *turnover* (CEO) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen kebijakan hutang (DP).

Berdasarkan hasil uji regresi linier berganda pada Tabel 4.2 didapatkan hasil bahwa Hipotesis 1, variabel arus kas bebas (FCF) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dilihat dari nilai signifikansinya

yaitu nilai sig  $0,000 < \alpha (0,05)$ . Namun karena nilai koefisien beta menunjukkan arah positif yang berlawanan dari hipotesis 1, maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang tidak terdukung. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Safitri dan Asyik (2015) yang menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini mungkin disebabkan karena pada sampel terdapat beberapa perusahaan yang memiliki arus kas bebas negatif atau tidak memiliki arus kas bebas. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai rata-rata (*mean*) arus kas bebas yang negatif. Maka dari itu, arus kas bebas belum bisa memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Selain itu, hasil dari nilai koefisien beta yang berarah positif bisa jadi menyatakan bahwa terdapat banyak perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah. Karena ketika arus kas bebas tinggi, maka perusahaan dengan IOS rendah di Indonesia cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaannya (Tarjo dan Jogiyanto dalam Damayanti, 2006).

Perusahaan-perusahaan dengan arus kas bebas yang besar akan meningkatkan level hutangnya untuk menurunkan *agency cost of free cash flow* (Jensen dalam Damayanti, 2006). Seiring dengan meningkatnya hutang maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokoknya secara periodik sehingga dana yang tersisa atau arus kas bebas menjadi kecil. Keberadaan hutang dianggap dapat mengendalikan penggunaan arus kas bebas yang berlebihan oleh manajer dan mencegah pihak manajemen menggunakan ketersediaan arus kas bebas untuk hal-hal yang tidak

sesuai dengan tujuan perusahaan. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki tingkat arus kas bebas yang tinggi akan mempunyai tingkat hutang yang tinggi pula karena peningkatan hutang akan menurunkan pelanggaran dalam penggunaan arus kas bebas.

Untuk hipotesis 2, variabel kepemilikan *blockholder* (BLOCK) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dilihat dari nilai signifikansinya yaitu nilai sig  $0,032 < \alpha (0,05)$ . Selain itu, nilai koefisien beta menunjukkan nilai negatif yang searah dengan hipotesis 2, maka hipotesis 2 yang menyatakan bahwa kepemilikan *blockholder* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang terdukung.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Lestari (2014) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan *blockholder* yang tinggi cenderung mengurangi kebijakan hutang. Pengawasan pihak *blockholder* terhadap manajemen dinilai efektif dan berkontribusi dalam pengambilan kebijakan perusahaan. Selain itu, manajemen akan berusaha agar tingkat likuiditasnya tetap stabil, hal ini berkaitan dengan besarnya tingkat pengawasan oleh *blockholder* dan menghindari *financial distress*. Besarnya pengawasan oleh pihak *blockholder* berkaitan dengan fakta bahwa *blockholder* merupakan pemegang saham mayoritas. Maka dari itu, tentunya mereka akan menuntut pengembalian yang tinggi atas investasinya dan *blockholder* juga akan menjadi pihak yang akan menanggung kerugian apabila terjadi masalah dalam perusahaan, hal ini telah sesuai dengan teori keagenan.

Untuk hipotesis 3, variabel CEO *turnover* (CEO) tidak berpengaruh

signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dilihat dari nilai signifikansinya yaitu nilai sig  $0,282 > \alpha (0,05)$ . Maka hipotesis yang menyatakan CEO *turnover* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang tidak terdukung. Hal ini mungkin disebabkan oleh sempitnya tahun pengamatan dalam penelitian ini sehingga belum mampu untuk menjelaskan pengaruhnya terhadap kebijakan hutang. Selain itu, penelitian ini tidak membedakan alasan pergantian CEO. Pergantian CEO rutin mungkin hanya melakukan atau meneruskan kebijakan pendanaan sebelumnya, sehingga tidak mempengaruhi kebijakan hutang.

## 5. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dengan mengambil sampel sebanyak 73 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2015 dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) Arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini belum dapat membuktikan teori *Pecking Order*, yang menyatakan perusahaan mengutamakan sumber-sumber pendanaan yang berasal dari internal dan memilih sumber pendanaan eksternal sebagai pilihan terakhir. Karena semakin tinggi tingkat ketersediaan arus kas bebas maka semakin tinggi pula tingkat pendanaan hutang di suatu perusahaan.

(2) Kepemilikan *blockholder* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa apabila kepemilikan *blockholder* ditingkatkan maka tindakan manajer dalam menggunakan hutang dapat diawasi secara maksimal oleh pemegang saham publik dan biaya keagenan dapat

berkurang. Dengan demikian kepemilikan *blockholder* dapat digunakan sebagai alat untuk mencegah perilaku boros yang dilakukan oleh pihak manajemen, sehingga dapat meminimalisir kemungkinan untuk menggunakan pendanaan dari eksternal yang berupa hutang.

(3) CEO *turnover* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini belum membuktikan bahwa pergantian CEO dapat mempengaruhi perubahan keputusan pendanaan di suatu perusahaan.

## **5.2 Keterbatasan dan Saran**

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, yaitu penelitian ini hanya mengambil sampel dari perusahaan manufaktur sehingga belum dapat mencerminkan semua sektor perusahaan. Selain itu, periode pengamatan dalam penelitian ini pendek, yaitu hanya 4 tahun sehingga untuk peneliti selanjutnya sebaiknya memperluas jumlah sampel dengan menambahkan perusahaan dari berbagai sektor dan periode pengamatan yang lebih panjang khususnya untuk variabel CEO *turnover*. Khusus untuk variabel CEO *turnover*, dalam penelitian ini tidak membedakan penyebab asal pergantian CEO, sehingga untuk penelitian selanjutnya sebaiknya menggolongkan penyebab pergantian CEO. Beberapa variabel yang tidak terbukti pada penelitian ini sebaiknya pada penelitian selanjutnya digunakan proksi atau metode pengukuran yang lain dari variabel tersebut, sehingga diharapkan dapat mencerminkan variabel yang digunakan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Almandana, Aulia V. 2014. "Analisis Perbandingan Kebijakan Struktur Modal Perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia periode 2009-2012". *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Baridwan, Zaki. 2010. *Intermediate Accounting*. Edisi Kedelapan. BPFE. Yogyakarta.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesebelas. Buku 1. Salemba Empat. Jakarta.
- Cao, Cathy X. dan David C. Mauer. 2010. "CEO Turnover and Debt Policy Change". *Working paper. Papers.Ssrn.Com*.
- Damayanti, Isrina. 2009. "Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia". *Skripsi*. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Darminto, dan A. H. Manurung. 2008. "Pengujian Teori Trade-off dan Teori Pecking Order Dengan Satu Model Dinamis Pada Perusahaan Publik Di Indonesia". *Jurnal Manajemen Bisnis*. Vol.1, No.1, Hal. 35–52.
- Desiantari, Yoanna N. 2009. "Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Pergantian *Chief Executive Officer* (CEO) Diukur Dengan Variabilitas *Return Saham*". *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret. Surakarta.
- Dewi, Karunia C. 2013. "Pengaruh Pergantian CEO (*Chief Executive Officer*) Terhadap Kinerja Perusahaan Dengan Manajemen Laba Sebagai Variabel Intervening (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)". *Skripsi*. Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Dewi, Teti R. 2011. "Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Kepemilikan, Tingkat Pertumbuhan dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)". *Skripsi*. Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Fosberg, Richard H. 2004. "Agency problems and debt financing: leadership structure effects". *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Vol.4, No.1, Hal. 31–38.

- Frymaruwah, Edwin. Utang Jangka Panjang (*Long Term Debt*). [http://www.akuntanesia.com/2011/03/akuntansi-menengah-ii-utang-jangka\\_24.html](http://www.akuntanesia.com/2011/03/akuntansi-menengah-ii-utang-jangka_24.html). Diakses tanggal 1 Januari 2016.
- Ilham. 2010. "Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental Terhadap Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (2005-2009)". *Skripsi*. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah. Jakarta.
- Indahningrum, Riska P. dan R. Handayani. 2009. "Kebijakan Hutang Perusahaan". *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*. Vol.11, No.3, Hal. 189–207.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers". *American Economic Review*. Vol.76, No.2, Hal. 323–329.
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol.3, No. 4, Hal. 305–360.
- Joko, Agus Fx. 2011. "Analisis Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Go Public di BEI". *Media Mahardhika*. Vol.9, No.3, Hal 25–40.
- Kangarluei, S. Jabbarzadeh, Morteza, M., dan Taher, A. (2011). The Investigation And Comparison Of Free Cash Flows In The Firms Listed In Tehran Stock Exchange (Tse) With An Emphasis On Earnings Management. *Int. Journal of Eco-nomics and Business Modeling*, 2(2), 118-1123.
- Lestari, Dewi. 2014. "Pengaruh *Blockholder Ownership*. Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis. dan *Nondebt Tax Shield* Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Masuk Di Jakarta Islamic Index" *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*. Vol.9, No.1, Hal. 43–58.
- Mahardika, Bhagas P. dan Siti Aisjah. 2014. "Pengujian *Pecking Order Theory* dan *Trade Off Theory* pada Struktur Modal Perusahaan (Studi pada Perusahaan Consumer Goods di Bursa Efek Indonesia)". *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*. Vol.2, No.2.
- Myers, Stewart C. dan Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing an Investment Decisions when Firms have Informacion the Investors do not have". *Journal of Financial Economics*. Vol.13, No.2, Hal. 187–221.

- Narita, Rona M. 2012. "Analisis Kebijakan Hutang". *Accounting Analysis Journal*. Vol. 1, No.1, Hal. 378–386.
- Pithaloka, Nina D. 2009. "Pengaruh Faktor-Faktor Intern Terhadap Kebijakan Hutang: Dengan Pendekatan *Pecking Order Theory*". *Skripsi*. Universitas Lampung. Bandar Lampung.
- Praditya, Ilyas I. Tiga Sektor Penunggak Utang Terbesar. <http://bisnis.liputan6.com/read/701965/tiga-sektor-penunggak-utang-terbesar>. Diakses tanggal 24 April 2016.
- Putri, Imanda F. dan Mohammad Nasir. 2006. "Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan". *Symposium Nasional Akuntansi IX Padang*. No. 18, Hal. 23–26.
- Putri, Tiara D. H. 2014. "Analisis Pengaruh Profitabilitas, Risiko Bisnis, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan dan *Blockholder Ownership* terhadap Kebijakan Hutang". *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Rizqiyah, N. 2011. "Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa EfeK Indonesia". *Skripsi*. Universitas Airlangga. Surabaya.
- Sa'diyah, Anisa'u. 2007. "Pengaruh *Asset Tangibility, Size, Growth, profitability, dan Earning Volatility* terhadap *Leverage* Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ: Dengan pengujian *Pecking order Theory* Atau *Statistic Trade Off*". *Skripsi*. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Safitri, Indah. dan Asyik, Nur F. 2015. "Pengaruh Kepemilikan Institusional dan *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang". *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*. Vol. 4, No.7, Hal.1–18.
- Tarjo. 2005. "Analisis *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.8, No.1, Hal.82–104.
- Wahidahwati. 2001. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan : Sebuah Perspektif Teori Agensi". *Symposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia*. Hal. 1084–1107.

Widiyanto, Arif. Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*).  
<http://bolasalju.com/2012/07/23/arus-kas-bebas-free-cash-flow/>. Diakses  
tanggal 1 Januari 2016.

Wiliandri, Ruly. 2011. "Pengaruh *Blockholder Ownership* dan *Firm Size* terhadap  
Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. Vol.16, No.2,  
Hal. 95–102.

*www.idx.co.id*

## Lampiran 1: Output Statistik Deskriptif

**Tabel 4.1**

### Statistik Deskriptif Panel A

Variabel	Frekuensi	Persentase
CEO		
- Tidak melakukan pergantian	208	87,4
- Melakukan Pergantian	30	12,6
Total	238	100

Sumber: Hasil Data Sekunder Diolah (2016)

**Panel B**

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
FCF	238	-19.726.294.210.000	2.714.980.000.000	-1.383.358.477.320	3.362.568.803.645
BLOCK	238	,25000	,98670	,7372853	,15930535
CEO	238	0	1	,13	,333
DP	238	,00090	10,48010	,5902697	,71697372
Jumlah	238				

Sumber: Hasil Data Sekunder Diolah (2016)

**Tabel 4. 2**  
**Hasil Uji Regresi Linear Berganda**

Variabel	Koefisien Regresi	t Hitung	Sig.	Kesimpulan
FCF	0,379	35,406	0,000	Tidak Terdukung
BLOCK	- 0,176	-1,510	0,032	Terdukung
CEO	-0,060	-1,079	0,282	Tidak Terdukung
Konstanta	0,528	6,019	0,000	
Koefisien Determinasi ( $R^2$ )	0,847			
Adjusted ( $R^2$ )	0,845			
F Hitung	432,207			
Signifikansi	0,000			

Sumber: Hasil Data Sekunder Diolah (2016)