

**ANALISA *FREE CASH FLOW* DAN  
KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN  
UTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

**SKRIPSI**



**DISUSUN OLEH :**

**GRANULITA DEVI ANDRIANI**

**01 312 475**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**YOGYAKARTA**

**2005**

**BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI**

**SKRIPSI BERJUDUL**

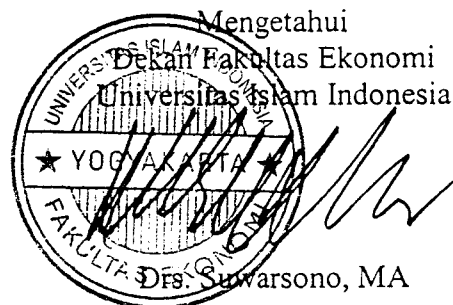
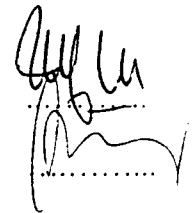
**ANALISA FREE CASH FLOW DAN PEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP  
KEBIJAKAN UTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

**Disusun Oleh: GRANULITA DEVI ANDRIANI  
Nomor mahasiswa: 01312475**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**  
Pada tanggal : 23 Januari 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dra. Noor Endah Cahyawati, M.Si

Penguji : Dra. Abriyani Puspaningsih, M.Si, Ak



**ANALISA *FREE CASH FLOW* DAN  
KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN  
UTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

**SKRIPSI**

Disusun dan diajukan untuk memenuhi salah satu syarat untuk mencapai derajat

Sarjana Strata- 1 Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi UII



**DISUSUN OLEH :**

**GRANULITA DEVI ANDRIANI**

**01 312 475**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**YOGYAKARTA**

**2005**

## **PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME**

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu peruguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, Januari 2006

Penulis,

Granulita Devi Andriani

**ANALISA *FREE CASH FLOW* DAN  
KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN  
UTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

Hasil Penelitian

Diajukan oleh

Nama : Granulita Devi Andriani  
No. Mahasiswa : 01 312 475  
Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal 23 Desember 2005

Dosen Pembimbing,



(Dra. Noor Endah Cahyawati, M. Si)

## MOTTO

- ❖ **“ Sesungguhnya Allah tidak merubah keadaan sesuatu kaum, sehingga mereka merubah keadaan yang ada pada diri mereka sendiri.” (QS. Ar Ra’d:11)**
  
- ❖ **“ Dan bahwasannya seorang manusia tidak memperoleh selain apa yang telah diusahakannya.” (QS. An Najm:39)**
  
- ❖ **“ Dan masing-masing orang memperoleh derajat-derajat (seimbang) dengan apa yang dikerjakannya. Dan Tuhanmu tidak lengah dari apa yang mereka kerjakan” (QS. Al An’am:132)**
  
- ❖ **“ Allah tidak membebani seseorang melainkan sesuai dengan kesanggupannya...” (QS. Al Baqarah:286)**
  
- ❖ **“ Sesungguhnya sesudah kesulitan disitu ada kemudahan, karena sesungguhnya disamping kesulitan itu ada kemudahan. Maka apabila kamu selesai untuk satu urusan, kerjakan lah urusan yang lain dengan sungguh-sungguh. Dan hanya dengan Tuhanmu hendaknya engkau berharap.” (Al Insyirah:5-8)**

## HALAMAN PERSEMBAHAN

Kupersembahkan kepada :

- ❖ Allah SWT atas segala karunia Nya (Amin)
- ❖ Ayahanda Guntur Susilo dan Ibunda Ninik Sri Wahyuni tercinta yang telah memberikan kasih sayang, nasihat dan doa...
- ❖ Kak Handy "Dalank", Mbak Arum, Reyhant "Dora" dan Evlin yang selalu memberi dorongan dan doa...
- ❖ Dek Ricky sayang yang selalu memberi keceriaan di hati...

... Terimakasih atas Segalanya...

## KATA PENGANTAR



*Assalamu'alaikum Wr. Wb.*

*Alhamdulillahirobbil'alamin.* Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas semua rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik. Shalawat serta salam senantiasa turunkan pada Nabi Muhammad SAW beserta keluarga, para sahabatnya yang setia dan pengikut beliau sampai akhir zaman.

Penyusunan skripsi berjudul "***Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia***" ini diajukan guna melengkapi persyaratan untuk mencapai gelar kesarjanaan pada jenjang sarjana 1 (S1) Jurusan Akuntansi Universitas Islam Indonesia.

Pada kesempatan ini juga, penulis menerima masukan baik itu saran maupun kritik untuk penyempurnaan karya tulis ini dan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada pihak yang telah memberikan informasi dan bahan dalam penelitian ini, sehingga karya tulis ini dapat terselesaikan. Oleh karena itu, perkenankanlah penulis mengucapkan terimakasih kepada:

1. Bapak Drs. Suwarsono, MA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi UII yang telah memberikan izin kepada penulis untuk menyusun skripsi ini.
2. Ibu Dra. Noor Endah Cahyawati, M.Si, selaku dosen pembimbing skripsi atas segala bimbingan, dorongan, kesabaran dan keramahannya selama penulis menyelesaikan skripsi ini.
3. Ibu Dra. Abriyani Puspaningsih, M.Si, Ak selaku dosen penguji.
4. Bapak DR. Hadri Kusuma, MBA dan Bapak Agus Widarjono, MA yang telah memberikan ilmunya kepada penulis.



5. Kedua orang tuaku tercinta Papa “Guntur Susilo” dan Mama “Ninik Sri Wahyuni” yang selalu memberikan doa, semangat, kasih sayang dan cinta.
6. Kak Handy, Mbak Arum, Dek Ricky, Reyhant dan Evlin, yang selalu memberi semangat dan doa.
7. Mbah Putri, Pakji, Mbak Mah, Fani, Mia dan Lia yang selalu mendoakan dan memberi nasihat kepada penulis.
8. Bapak Soebroto dan Ibu Endrat J. sekeluarga yang selalu mendoakan, memberi semangat dan menyayangi penulis.
9. Mas Anto tercinta yang selalu mendoakan, mendampingi, memberikan semangat. *“U’r my everything”*.
10. Mas Lucky *“Makasiih banget udah bantuin lita”*.
11. Dewi, Iis, Atin, Neni, Lina, Rere, Rian kalian *“The very best friends, keep friendship and communication. Aku sayang kalian”*.
12. Didik, Wawan, Kiki, Amat, Lean, Neri, Butet, Nining dan Dita. Makasih atas saran dan “petunjuknya”
13. Semua teman kuliah di FE UII yang selalu memberikan semangat dan doa.
14. Kuda silver yang setia menghantarkanku.
15. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, yang telah membantu hingga terselesaikannya penyusunan skripsi ini. Semoga Allah SWT membalas segala kebaikan dan selalu memberikan rahmat dan hidayah-Nya... Amin...

Akhir kata, semoga karya yang sederhana ini dapat bermanfaat bagi penulis khususnya dan pembaca pada umumnya.

*Wassalam’ualaikum Wr. Wb.*

Yogyakarta, Januari 2006

Penulis,

Granulita Devi andriani

## DAFTAR ISI

	Hal
Halaman Judul.....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Motto.....	iv
Halaman Persembahan.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Isi.....	viii
Daftar Tabel.....	x
Daftar Gambar.....	xi
Daftar Lampiran.....	xii
Abstraksi.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	4
1.3. Tujuan Penelitian.....	5
1.4. Manfaat Penelitian.....	5
1.5. Metode Penelitian.....	6
1.5.1. Sampel dan Pengumpulan Data.....	6
1.5.2. Pengujian Asumsi Klasik.....	6
1.5.3. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	7
1.5.4. Model Penelitian.....	10
1.6. Sistematika Pembahasan.....	13
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	14
2.1. Teori Keagenan.....	14
2.2. <i>Free Cash Flow</i> .....	15
2.3. Kepemilikan Manajerial.....	18
2.4. Kebijakan Utang.....	19
2.5. <i>Investment Opportunity Set (IOS)</i> .....	20
2.6. Ukuran Perusahaan.....	23
2.7. <i>Dividen Yield</i> .....	23
2.8. Penelitian Terdahulu.....	24
2.9. Kerangka Pengembangan Hipotesis.....	26
BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....	29
3.1. Populasi dan Sampel.....	29
3.2. Pengujian Asumsi Klasik.....	31

3.2. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data.....	33
3.3. Variabel Penelitian.....	33
3.4.1. Variabel Dependen.....	33
3.4.2. Variabel Independen.....	34
3.4.3. Variabel Moderat.....	35
3.4.4. Variabel Kontrol.....	36
3.4. Hipotesis.....	36
3.5. Model Pengujian Hipotesis.....	37
 BAB IV ANALISIS DATA.....	 40
4.1. Deskripsi Statistik.....	40
4.2. Pengujian Asumsi Klasik.....	42
4.3. Pengujian Hipotesis.....	48
4.2.1. Hipotesis I.....	48
4.2.2. Hipotesis II.....	59
4.2.3. Hipotesis III.....	67
 BAB IV PENUTUP.....	 71
5.1. Kesimpulan.....	71
5.2. Keterbatasan.....	73
5.3. Saran.....	74
 DAFTAR PUSTAKA.....	 75
 LAMPIRAN.....	 78

## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1. Pemilihan Sampel.....	29
Tabel 3.2. Daftar Kode dan Nama-nama Perusahaan.....	30
Tabel 4.1. Deskripsi Statistik.....	41
Tabel 4.2. Hasil Pengujian Asumsi Autokorelasi.....	42
Tabel 4.3. Hasil Pengujian Asumsi Multikolinearitas.....	43
Tabel 4.4. Hasil Reresi OLS <i>Pooled Data</i> Hipotesis Pertama.....	49
Tabel 4.5. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.1. IOS Rendah.....	50
Tabel 4.6. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.2. IOS Rendah.....	51
Tabel 4.7. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.3. IOS Rendah.....	52
Tabel 4.8. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.1. IOS Tinggi.....	53
Tabel 4.9. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.2. IOS Tinggi.....	54
Tabel 4.10. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.3. IOS Tinggi.....	56
Tabel 4.11. Hasil <i>Chow Test</i> Hipotesis Pertama.....	58
Tabel 4.12. Hasil Regresi OLS <i>Pooled Data</i> Hipotesis Kedua.....	60
Tabel 4.13. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.4. SIZE Besar.....	61
Tabel 4.14. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.5. SIZE Besar.....	62
Tabel 4.15. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.4. SIZE Kecil.....	63
Tabel 4.16. Hasil Regresi OLS Persamaan 3.5. SIZE Kecil.....	64
Tabel 4.17. Hasil <i>Chow Test</i> Hipotesis Kedua.....	67
Tabel 4.18. Hasil Regresi OLS Hipotesis Ketiga.....	68

## DAFTAR GAMBAR

Grafik Plot 4.1. Hipotesis Pertama, IOS Rendah.....	44
Grafik Plot 4.2. Hipotesis Pertama, IOS Tinggi.....	45
Grafik Plot 4.3. Hipotesis Kedua, SIZE Besar.....	46
Grafik Plot 4.4. Hipotesis Kedua, SIZE Kecil.....	47
Grafik Plot 4.5. Hipotesis Ketiga.....	48

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Data Perusahaan Yang Digunakan Dalam Penelitian.....	78
Lampiran 2	Data Perusahaan Yang Telah Diolah.....	83
Lampiran 3	Hasil Pengujian Asumsi Autokorelasi.....	88
Lampiran 4	Hasil Pengujian Asumsi Multikolinearitas.....	89

## ABSTRAKSI

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Variabel-variabel yang digunakan adalah variabel dependen yaitu kebijakan utang, variabel independen yaitu *free cash flow* dan kepemilikan manajerial, variabel moderasi yaitu *investment opportunity set* (IOS) dan ukuran perusahaan, dan variabel kontrol yaitu *dividen yield* dan ukuran perusahaan. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Tarjo dan Hartono (2003) yang menyatakan bahwa *free cash flow* dan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dengan menggunakan periode penelitian antara tahun 2000 sampai dengan tahun 2003. Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling*, sehingga diperoleh 38 perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah, *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan besar yang memiliki IOS rendah, dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Kata kunci: Kebijakan utang, *free cash flow*, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, *dividen yield* dan *investment opportunity set* (IOS).

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Ross *et al.* (2000) dalam Tarjo dan Hartono (2003) mendefinisikan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Sama halnya dengan Jensen (1986) dalam Tarjo dan Hartono (2003) yang menyatakan *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi deviden. *Free cash flow* biasanya menimbulkan konflik. Berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan disebabkan adanya hubungan keagenan (*agency relationship*).

Menurut teori keagenan (*agency theory*), masalah keagenan timbul dari adanya hubungan keagenan antara *principal* dan agen dimana kepentingan *principal* dan agen tidak selalu sama. Di satu sisi agen dipekerjakan oleh *principal* untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka, namun di sisi lain agen akan berusaha untuk memaksimalkan kepentingan mereka sendiri. Yang dimaksud dengan *principal* adalah pemegang saham (*shareholder*), sedang agen adalah manajer. *Principal* dalam hubungan ini menyediakan fasilitas, baik yang bersifat keuangan maupun non keuangan untuk operasionalisasi perusahaan. Agen memiliki kewajiban untuk mengelola perusahaan sesuai dengan yang diamanahkan oleh *principal*.



Jensen dan Meckling (1976) dalam Sartono (2001), memandang baik pemegang saham (*principal*) dan manajer (agen) merupakan pemaksimum kesejahteraan, sehingga ada kemungkinan besar bahwa manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik dari pemegang saham. Konflik ini juga tidak terlepas dari kecenderungan manajer untuk mencari keuntungan sendiri (*moral hazard*) dengan mengorbankan kepentingan pihak lain, karena walaupun manajer memperoleh kompensasi dari pekerjaannya, namun pada kenyataannya perubahan kemakmuran manajer sangat kecil dibandingkan perubahan kemakmuran pemegang saham.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya keagenan atau *agency cost*, **pertama** adalah dengan menurunkan *agency cost of free cash flow* akan mengurangi sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen (Jensen (1986) dalam Tarjo dan Hartono (2003)).

Alternatif **kedua** adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002)). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Alternatif **ketiga** adalah meningkatkan pendanaan dengan utang. Peningkatan utang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen (Jensen dan Meckling (1976), Crutchley dan Hansen (1989), Jensen (1986) dalam Sartono (2001)). Hal itu dapat dipahami karena apabila perusahaan memerlukan kredit, perusahaan harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan berarti akan mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Di samping itu utang juga akan menurunkan kelebihan aliran kas atau *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen, Solberg, dan Zorn (1992), Jensen (1986) dalam Sartono (2001)).

Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan yaitu investor dan kreditor. Menurut Smith dan Watts (1992) dalam Prasetyo (2002), peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai nilai set kesempatan investasi (IOS: *Investment Opportunity Set*).

Jensen (1986) dan Gull dan Jaggi (1999) dalam Tarjo dan Hartono (2003), menemukan hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan utang berbeda dengan perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi.

Ang dan McConnell (1992), Titman dan Wessels (1988), dalam Tarjo dan Hatono (2003) menyatakan bahwa hubungan antara *free cash flow* dan utang akan dimoderasi oleh ukuran perusahaan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Tarjo dan Hartono (2003) dimana penelitian mereka menguji pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Dengan menggunakan sampel 59 perusahaan manufaktur yang terdapat di BEJ, hasil penelitian membuktikan bahwa *free cash flow* dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian ini mengangkat isu tentang: (1) Perilaku perusahaan manufaktur di Indonesia dalam mengelola *free cash flow* dalam kaitannya dengan kebijakan utang. (2) Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Kedua hal tersebut menarik karena ada kepentingan berbeda diantara pemegang saham dan manajer dalam mengelola *free cash flow* dalam kaitannya dengan kebijakan utang.

Berdasarkan fenomena tersebut, maka peneliti mencoba melakukan analisis dan uji empiris dengan menggunakan data penelitian pada perusahaan manufaktur di BEJ selama periode 2000-2003, dengan judul: “ **ANALISA *FREE CASH FLOW* DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**”

## **1.2. Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dikemukakan diatas, peneliti merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah *free cash flow* berdampak terhadap kebijakan utang?

2. Apakah kepemilikan manajerial berdampak terhadap kebijakan utang perusahaan?

### 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk memberikan bukti empiris pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang.
2. Untuk memberikan bukti empiris pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang perusahaan.

### 1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat:

1. Dapat digunakan pemegang saham, kreditur, manajemen dan praktisi bisnis untuk pengambilan keputusan *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kebijakan utang yang tepat, untuk mengurangi konflik keagenan (*agency conflict*).
2. Dapat menjadi bahan perbandingan bagi peneliti yang lain, khususnya yang berkaitan dengan analisis *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

## 1.5. Metode Penelitian

### 1.5.1. Sampel dan Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode tahun 2000-2003. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta, yang tersedia di Pojok BEJ MM UII dan PPA UGM. Serta data-data yang lain didapat dari *Indonesia Capital Directory Market (ICMD)*.

### 1.5.2. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, pada setiap model dilakukan uji asumsi yang meliputi:

1. Uji Autokorelasi. Menurut Gujarati (1995) dalam Tarjo dan Hartono (2003) dan Ghozali (2005), suatu model regresi dikatakan tidak terdapat gejala autokorelasi apabila nilai Durbin-Watson berkisar 1,55 sampai dengan 2,46.
2. Uji Multikolinearitas. Ghozali (2005) dan Hair et al (1998) dalam Tarjo dan Hartono (2003), mengemukakan bahwa multikolinearitas terjadi apabila nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* melebihi angka 10 dan nilai *Tolerance (TOL)* melebihi angka 1.
3. Uji Heteroskedastisitas. Menurut Ghozali (2005) model regresi dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas yaitu dengan melihat grafik plot. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

### 1.5.3. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

#### 1.5.3.1. Variabel Dependen

Variabel tergantung penelitian ini adalah *Debt to Equity* yang dihitung dengan membagi *liabilities* dengan *shareholder's equity* yang sudah tersedia pada *Indonesia Capital Market Directory*. Rasio ini digunakan untuk menggambarkan kebijakan utang perusahaan.

#### 1.5.3.2. Variabel Independen

##### 1. *Free Cash Flow*

*Free Cash Flow* merupakan kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen.

*Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000) dalam Tarjo dan Hartono (2003), yaitu:

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

Keterangan:

$FCF_{it}$  = *Free Cash Flow*

$AKO_{it}$  = Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

$PM_{it}$  = Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

$NWC_{it}$  = Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Aliran kas operasi adalah kas berasal dari aktivitas penghasil utama perusahaan (*principal revenue-producing activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada

asset tetap yaitu asset tetap bersih akhir periode dikurangi asset tetap bersih awal periode. Sedangkan modal kerja bersih (*net working capital*) adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama.

## **2. Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan pemegang saham yang dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial. Variabel ini diberi simbol OWNSP.

### **1.5.3.3. Variabel Moderat**

#### **1. *Investment Opportunity Set (IOS)***

Menurut Gull (1999) dalam Tarjo dan Hartono (2003), *Investment Opportunity Set (IOS)* adalah suatu variabel yang tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan suatu proksi untuk bisa dilakukan analisis. Namun demikian tidak ada suatu kesepakatan yang reliabel untuk suatu proksi pertumbuhan. Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS telah banyak diteliti dan diuji pada berbagai penelitian (Gaver dan Gaver (1993), Jones dan Sharma (2001) Kallapur dan Trombley (2001) dalam Tarjo dan Hartono (2003) yaitu:

1. Proksi yang berbasis pada harga (*price-based proxies*)
2. Proksi yang berbasis pada investasi (*investment-based proxies*)
3. Proksi yang berbasis pada varian (*variance measures*)

IOS pada penelitian ini sebagai variabel moderat yang digunakan untuk membedakan antara perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi dan rendah. Hal tersebut sesuai dengan temuan Saputro (2002) dalam Tarjo dan Hartono (2003), bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan realisasi pertumbuhan, sehingga peneliti berargumen bahwa perusahaan yang memiliki IOS tinggi juga memiliki pertumbuhan tinggi. Sebaliknya perusahaan yang memiliki IOS rendah perlu alternatif lain untuk membiayai aktivitas bisnisnya antara lain melalui utang. Adapun proksi IOS yang digunakan pada penelitian ini berbasis harga sesuai dengan penelitian Kallapur dan Trombley (1999) dalam Mahadwartha dan Hartono (2002) adalah:

Rasio *market to book value of equity* (MVEBVE):

$$\frac{\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Saham Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Rasio *market to book value of equity* mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Mahadwartha, 2002).

## 2. Ukuran Perusahaan

Variabel ini diberi simbol SIZE. Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel moderat untuk menguji hipotesis kedua yang diukur dengan menggunakan logaritma dari total asset. Selanjutnya data dibagi dua untuk menguji hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan utang pada perusahaan besar dan perusahaan kecil.



#### 1.5.3.4. Variabel Kontrol

Seperti yang digunakan Gull dan Jaggi (1999) dalam Tarjo dan Hartono (2003), *dividend yield* yang diberi simbol DY sebagai variabel kontrol pada semua pengujian hipotesis. Variabel ini diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* tahun 2000, 2001, 2002 dan 2003. Sedangkan ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol pada pengujian hipotesis pertama dan ketiga.

#### 1.5.4. Model Penelitian

Berdasarkan penelitian Jensen (1986), Agrawal dan Jayaraman (1994), Gull dan Jaggi (1999) dalam Tarjo dan Hartono (2003) dan Wahidahwati (2002) tentang hubungan antara *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kebijakan utang, maka peneliti membuat model persamaan yang akan diuji dengan menggunakan alat statistik yaitu *Ordinary Least Square* (OLS), seperti berikut ini:

##### Model Pengujian Hipotesis I

1.  $DEBT = C + \beta_1 FCF + \varepsilon$
2.  $DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \varepsilon$
3.  $DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 DY + \beta_3 SIZE + \varepsilon$

Model pengujian hipotesis pertama dibagi menjadi dua kelompok pengujian, yaitu (1) perusahaan yang memiliki kesempatan set investasi (IOS) rendah dan (2) perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) tinggi.

### Model Pengujian Hipotesis II

$$1. DEBT = C + \beta_1 FCF + \varepsilon$$

$$2. DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 DY + \varepsilon$$

Model pengujian hipotesis kedua dibagi menjadi dua kelompok pengujian, yaitu (1) perusahaan besar yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah dan (2) perusahaan kecil yang memiliki set kesempatan investasi rendah.

Setelah pengujian hipotesis pertama dan kedua dilakukan, maka untuk membuktikan apakah dua kelompok pengujian pada masing-masing model tersebut memiliki kesamaan pengaruh atau tidak selanjutnya dilakukan uji *Chow*. Uji *Chow* digunakan untuk menguji kesamaan koefisien (*test of equality coefficients*). Adapun *Chow test* diuji dengan formula Gregory Chow dalam Widarjono (2005) sebagai berikut:

$$F = \frac{(SSR_r - SSR_u) / r}{SSR_u / (n - k)}$$

Keterangan:

$SSR_u$  = *sum of square residual – unrestricted regression*

$SSR_r$  = *sum of square residual – restricted regression*

$n$  = jumlah observasi

$k$  = jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*

$r$  = jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*

**Model Pengujian Hipotesis III**

$$DEBT = C + \beta_1 OWNSP + \beta_2 FCF + \beta_3 DY + \beta_4 SIZE + \varepsilon$$

Keterangan model pengujian I, II, dan III:

DEBT = *debt to equity ratio* sebagai proksi kebijakan utang

C = konstanta (*intercept*)

$\beta_1$ - $\beta_3$  = koefisien regresi

FCF = rasio *free cash flow* dibagi total ekuitas

DY = *dividend yield*

SIZE = log natural total asset sebagai proksi ukuran perusahaan

OWNSP = persentase saham kepemilikan manajerial

$\varepsilon$  = galat

## **1.6. Sistematika Pembahasan**

### **BAB I : PENDAHULUAN**

Bab ini berisi tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika pembahasan.

### **BAB II: TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

Bagian ini mengemukakan teori-teori normatif yang relevan dengan penelitian, kajian hasil penelitian terdahulu pada area yang sama dan formulasi hipotesis yang didasarkan pada kajian pustaka.

### **BAB III: METODE PENELITIAN**

Bagian ini mengemukakan secara rinci mengenai populasi dan sampel penelitian, sumber data dan teknik pengumpulan data, definisi dan pengukuran variabel penelitian, model empiris dan hipotesis operasional dan metode analisis data.

### **BAB IV: PEMBAHASAN DAN ANALISIS DATA**

Bagian ini mengemukakan analisis data, pengujian hipotesis serta pembahasan tentang hasil analisis baik secara kualitatif, kuantitatif atau secara statistik.

### **BAB V: PENUTUP**

Bab ini berisi tentang keterbatasan masalah, kesimpulan dan saran untuk penelitian sebelumnya.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1. Teori Keagenan

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik atau pemegang saham melalui keputusan pendanaan (struktur modal perusahaan), keputusan investasi dan kebijakan dividen yang tercermin dalam harga saham perusahaan di pasar modal. Struktur kepemilikan (*ownership structure*) digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan *equity*, tetapi juga presentase kepemilikan saham oleh *inside shareholders* (Jensen dan Meckling (1976) dalam Hidayat (2004)).

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Hidayat (2004) merupakan salah satu *explanatory variable* untuk mengetahui adanya variasi di dalam kebijakan utang (struktur modal) perusahaan. Hubungan keagenan didefinisikan sebagai suatu kontrak yang mana satu atau lebih *principal* (pemilik) menggunakan orang lain atau *agent* (manajer) untuk menjalankan aktifitas perusahaan. Dalam konteks ini, yang dimaksud *principal* adalah pemegang saham, sedangkan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam mewujudkan kontrak kerja yang dimaksudkan, *principal* menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan. Di lain pihak, agen sebagai pengelola perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengelola perusahaan sebagaimana diamanahkan oleh

para pemegang saham (*principal*), yaitu meningkatkan kemakmuran *principal* melalui peningkatan nilai perusahaan. Untuk kepentingan tersebut, *principal* akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen akan memperoleh gaji, bonus dan berbagai macam kompensasi lainnya.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2001), masalah keagenan akan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas pemegang saham perusahaan kurang dari 100%, sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan bukan untuk memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Hasil ini terjadi karena adanya pemisahan antara fungsi pengelolaan (pengambil keputusan) dengan fungsi kepemilikan (penanggung resiko). Para pengambil keputusan relatif tidak menanggung resiko atas kesalahan pengambilan keputusan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh *principal* (pemilik). Akibatnya, manajemen sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan yang tidak menanggung resiko atas kesalahannya cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan mereka, seperti peningkatan gaji dan status.

## **2.2. Free Cash Flow**

Menurut Jensen (1986) dalam Tarjo dan Hartono (2003), *free cash flow* (FCF) adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* (NPV) positif setelah membagi deviden.

FCF yang besar akan mengarah pada perilaku manajer yang salah dan keputusan yang buruk yang bukan demi kepentingan pemegang saham biasa perusahaan. Dengan kata lain manajer memiliki insentif untuk memegang arus kas bebas dan “bermain” dengannya, bukan mengolahnya misalnya menjadi pembayaran dividen tunai yang lebih tinggi.

FCF sebagai bagian arus kas perusahaan yang tak bisa diinvestasikan secara menguntungkan di dalam perusahaan. Manajer sering tergoda menggunakan FCF untuk memperbesar ukuran perusahaan, bahkan jika ekspansi tidak menguntungkan. Hal ini terjadi karena manajer merasa bahwa kekuatan dan kepuasan kerja mereka ditingkatkan oleh perusahaan yang berkembang dengan menganggap kebanyakan kompensasi manajer lemah kaitannya dengan profitabilitas perusahaan. Secara pribadi manajer menganggap lebih berharga untuk berekspansi walau kedalam operasi yang merugi. Prinsipnya, dewan direksi dan pemegang saham harus bisa menahan investasi yang tidak menguntungkan ini, tetapi dalam praktiknya dengan fakta bahwa manajemen biasanya memiliki jauh lebih banyak informasi mengenai investasi potensial daripada direktur dan pemegang saham diluar membuat sulit menebak rekomendasi manajer.

Manajer perusahaan dengan banyak FCF mungkin mencoba untuk menggunakan kas itu untuk meningkatkan kekuatannya dengan mengorbankan pemegang saham. Jensen (1986) mengemukakan bahwa pemecahan atas *free cash flow* adalah lebih banyak *leverage*. Contohnya pertama, misalkan manajemen menggunakan *free cash flow* perusahaan ditambah perolehan dari penerbitan utang

baru, untuk membeli kembali saham dari pemegang saham luar yaitu untuk melakukan *management buyout*. Ini membantu memecahkan masalah arus kas bebas lewat beberapa cara. Pengembalian pribadi bagi manajer sekarang lebih bisa dikaitkan pada laba perusahaan, yang memberikan mereka insentif untuk lebih efisien. Kedua, proses menggunakan pengungkit kembali (*releveraging*) menghilangkan arus kas yang ada dari perusahaan, agar proyek investasi dimasa depan harus didanai secara eksternal maka proyek dimasa depan ini harus melewati tes pasar untuk diterima oleh bankir luar atau pembeli obligasi. Akhirnya, pembayaran bunga yang tinggi akibat penggunaan *releveraging* menerapkan disiplin permanen pada manajer, untuk memenuhi pembayaran ini, mereka harus tanpa ampun memotong operasi yang merugi, menghindari investasi yang meragukan, dan mengambil tindakan lain yang mempromosikan efisiensi.

Menurut Uyara dan Tuasikal (2002), *free cash flow* menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar “strategi” menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Sementara bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan atau tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada *free cash flow* yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan dividen di masa depan.



### 2.3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah sebuah kekuatan pemantauan internal yang penting dan telah diargumenkan sebagai sebuah fungsi dan risiko serta sebagai determinan risiko. Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Ross, westerfield dan Jaffe (1999) dalam Mahadwartha dan Hartono (2002)). Program *managerial ownership* termasuk ke dalam program kebijakan remunerasi untuk mengurangi masalah keagenan antara manajemen dengan pemegang saham. Murphy (1985), Brickley, Lease dan Smith (1988), Jensen dan Murphy (1990), serta Smith dan Watts (1992) dalam Mahadwartha dan Hartono (2002), menjelaskan bagaimana paket kompensasi *fixed* (gaji) dan *contingent* (bonus dan *option-related*, termasuk di dalamnya *managerial ownership*) terbukti dapat digunakan sebagai insentif untuk menyamakan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Ismiyanti dan Mamduh (2003), penggunaan modal utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh utang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Kontroversi dengan penemuan tersebut adalah menurut Friend dan Lang (1988) dalam Ismiyanti dan Mamduh (2003), penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* dan *nondiversifiable risk* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan.

Jensen (1986) dalam Wahidahwati (2002), mengargumenkan bahwa dividen mengurangi kos agensi yang terkait dengan *free cash flow*. Jika dividen dan kepemilikan manajerial berfungsi sebagai substitut dalam mengontrol *problem agency free cash flow*, maka dapat diperkirakan suatu hubungan kausal negatif dari dividen ke kepemilikan manajerial. Selain itu, utang bisa juga berfungsi mereduksi kos keagenan yang terkait dengan *free cash flow*.

#### **2.4. Kebijakan Utang**

Menurut Dewi Rahmawati (2005), *debt to equity ratio* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian dari modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Semakin rendah *debt to equity ratio* semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam membayar seluruh kewajibannya.

Menurut Erlina (2001), penggunaan utang juga dapat mengurangi *agency cost of equity* yang timbul dari kecenderungan manajer membuat keputusan yang tidak sejalan dengan yang diinginkan oleh pemegang saham. Karena utang dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan memaksa manajer untuk lebih fokus dan disiplin terhadap pemakaian dananya sehingga nantinya dapat mengurangi kecenderungan penggunaan dana pemegang saham yang tidak efisien.

Dalam Keown (2000), peningkatan utang bukanlah solusi optimal bagi masalah insentif. Contohnya, telah ditunjukkan, sebagai proposisi teoritikal, bahwa manajer perusahaan yang didanai utang punya insentif untuk memilih proyek yang berisiko

daripada yang aman. Ini karena perusahaan dengan kewajiban utang tetap menikmati semua sisi baik potensi proyek berisiko tinggi tetapi berbagi sisi buruk kerugiannya dengan pemegang utang, yang tidak sepenuhnya dibayar kembali jika hasil investasi buruk menyebabkan perusahaan jatuh.

Pendapat Emery dan Finnerty ini didukung oleh Miller dan Rock (1985) dalam Mahadwarha dan Hartono (2002), berpendapat bahwa dividen yang tinggi merupakan signal akan meningkatnya profitabilitas perusahaan di masa depan. Manajemen memberi signal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi dimasa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Selain itu dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan utang untuk membiayai investasinya untuk menjaga struktur modal optimalnya tetap.

Kebijakan utang bisa digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan utang juga tergantung dari ukuran perusahaan. Artinya perusahaan yang besar relatif lebih mudah untuk akses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar relatif lebih mudah memenuhi sumber dana dari utang melalui pasar modal. Oleh karena itu mengkaitkan ukuran perusahaan dengan utang dan nilai perusahaan menjadi relevan.

## ***2.5. Investment Opportunity Set (IOS)***

Munculnya istilah IOS dikemukakan oleh Myers (1997) dalam Nugroho dan Hartono (2002) yang menguraikan pengertian IOS sebagai satu kombinasi antara

aktiva riil yang dimiliki (*assets in place*) dengan opsi investasi di masa yang akan datang dengan NPV positif. Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Nugroho dan Hartono (2002), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Menurut Trijuna (2004), adapun untuk opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditujukan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan untuk mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*), oleh karena itu jika kita ingin mengetahuinya, kita harus mencari dan menghitung sendiri. Berdasar pengertian tersebut para peneliti telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya. Selanjutnya IOS ini dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi yang tumbuh atau tidak tumbuh.

Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun pihak eksternal perusahaan yaitu investor dan kreditor. Menurut Smith dan Watts (1992) dalam Nugroho dan Hartono (2002), peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasikan yang

diproksikan dengan berbagai kombinasi nilai set kesempatan investasi (IOS: *Investment Opportunity Set*).

Menurut Pagalung (2002), proksi IOS diklasifikasi menjadi 3 jenis, yaitu:

1. Proksi berdasarkan harga (*price-based proxies*)
2. Proksi berdasarkan investasi (*investment-based proxies*)
3. Proksi berdasarkan varian (*variance measures*)

Menurut Pagalung (2002), IOS berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi yang didasari pada suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham dan perusahaan-peusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*). IOS yang didasari pada harga akan berbentuk rasio sebagai ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Proksi yang berbasis pada harga diantaranya *market to book value of equity*, *book to market value of assets*, *tobin'q*, *ratio of PPE to firm value*, *ratio of depretiation to firm value*.

Menurut Pagalung (2002) proksi IOS berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi yang berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki suatu IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu yingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan. Bentuk proksi ini berbentuk suatu rasio yang membandingkan suatu

pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Proksi yang berbasis pada investasi diantaranya, *the ratio of R&D to sales, investment intensity, investments to sales ratio, log of firm value*.

Menurut Pagalung (2002), proksi IOS berdasarkan varian mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Proksi yang berbasis pada varian diantaranya, *variance of returns, assets betas, the variance of asset deflated sales*.

## **2.6. Ukuran Perusahaan**

Ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan level utang perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar cenderung lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa asset bernilai besar dibandingkan perusahaan kecil. Temuan Ang dan McConnell (1982), Titman dan Wessels (1988) dalam Tarjo dan Hartono (2003), memberikan bukti bahwa ada hubungan positif antara level utang dan ukuran perusahaan.

## **2.7. Dividen Yield**

Menurut Tjiptono dan Hendy (2001), *dividen yield* adalah untuk mengukur jumlah saham dividen per saham relatif terhadap harga pasar yang dinyatakan dalam

bentuk persentase. Semakin besar *dividen yield* maka akan semakin menarik bagi investor.

## 2.8. Penelitian Terdahulu

Penelitian Tarjo dan Hartono (2003) dengan judul “ Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik Di Indonesia” menguji hubungan *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang pada perusahaan publik di Indonesia. Dalam penelitian ini menggunakan variabel dependen yaitu *debt to equity*, variabel independen yaitu *free cash flow* dan kepemilikan manajerial, variabel moderat yaitu IOS dan ukuran perusahaan untuk menguji hipotesis kedua, serta variabel kontrol yaitu *dividen yield* dan ukuran perusahaan untuk menguji hipotesis pertama dan ketiga. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 59 perusahaan manufaktur dari tahun 1996 sampai tahun 2001. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai IOS rendah. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level utang tinggi akan menurunkan *agency cost of free cash flow*.

Penelitian Wahidahwati (2001) dengan judul “ Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah *Prespektive Theory Agency*”, menguji apakah *managerial ownership* dan *institutional*

*ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang (struktur modal) perusahaan pada industri manufaktur yang go publik di Indonesia. Dalam penelitian ini, variabel dependen adalah *debt ratio*, variabel independen adalah *managerial ownership* dan *institutional ownership* dan variabel kontrol adalah *size*, *dividen payout*, *asset structure*, *earning volatility* dan *stock volatility*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 61 perusahaan dari tahun 1995 sampai tahun 1996. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *managerial ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan utang perusahaan (*Debt Ratio*). Hal ini menunjukkan bahwa jika manajer memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka mereka akan mengurangi tingkat utang secara optimal, sehingga akan mengurangi biaya keagenan utang.

Penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) dengan judul “Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan” menguji adanya hubungan simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, keputusan keuangan, kebijakan dividen dan risiko perusahaan. Dalam penelitian ini, variabel endogeneus yaitu kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan utang, kebijakan dividen dan kepemilikan institusional dan variabel eksogeneus yaitu ROA, *fixed assets*, IOS dan beta. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 136 dengan jumlah observasi 546 yang terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dari tahun 1998 sampai tahun 2001. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan utang, berarti semakin tinggi



kepemilikan manajerial maka semakin tinggi utang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui utang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*).

## 2.9. Kerangka Pengembangan Hipotesis

Jensen (1986) dalam Tarjo dan Hartono (2003), menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan FCF besar akan berusaha menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen. Sedangkan perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah tidak perlu mengandalkan utang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

*Free cash flow hypothesis* dalam Mahadwatha dan Hartono (2002), menyatakan bahwa *growth* yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan membayarkan dividen yang rendah karena sebagian besar *retained earnings* digunakan untuk investasi.

Perilaku *pecking order* (Myers dan Majluf (1984) dalam Hartono (1999)), menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah untuk menggunakan dana internal dalam rangka membiayai proyek-proyek investasinya. Dengan demikian semakin kecil pertumbuhan perusahaan, semakin jelas permasalahan FCF yang dihadapi , sehingga semakin nyata

hubungan FCF dengan kebijakan utang perusahaan. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, hipotesis alternatif penelitian ini menyatakan:

*Ha<sub>1</sub>: Free cash flow mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.*

Mason dan Merton (1985), Kester (1986), Kole (1991) dalam Tarjo dan Hartono (2003) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki level utang yang tinggi, karena memiliki kemudahan untuk mengakses pada pihak ketiga. Hal ini bisa dikatakan sebagai *size effect*. Disisi lain, perusahaan-perusahaan kecil secara umum tidak memiliki posisi yang kuat terhadap persoalan utang, karena kapabilitas pinjamannya dibatasi. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, hipotesis alternatif penelitian ini menyatakan:

*Ha<sub>2</sub>: Free cash flow mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang untuk perusahaan besar yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.*

Jensen dan Meckling (1976) dalam Tarjo dan Hartono (2003), menyatakan penggunaan modal utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh utang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Tema tersebut didukung oleh Kim dan Sorenson (1986) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) dan Wahidahwati (2001). Kim dan Sorenson (1986) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003), menyatakan adanya *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh

*insider* atau perusahaan tertutup menggunakan utang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan yang besar, pihak *insider* mempertahankan efektifitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan hipotesis diatas, dapat disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki *debt agency cost* rendah sehingga cenderung menggunakan utang dalam jumlah besar.

Kontroversi dengan penemuan tersebut adalah hasil penelitian Friend dan Lang (1988) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003), yang menyatakan bahwa penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* dan *nondiversifiable risk* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan. Hasil penelitian ini didukung oleh Mahadwartha (2002). Penggunaan utang yang berlebihan meningkatkan resiko yang tidak dapat didiversifikasi bagi para manajer sehingga mengecilkan kepemilikan manajerial.

Perbedaan hasil penelitian-penelitian terdahulu mendorong peneliti untuk menguji kembali pengaruh kepemilikan manajerial terhadap utang perusahaan dengan menyusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

*Ha<sub>3</sub>: Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang.*

**BAB III**  
**METODOLOGI PENELITIAN**

**3.1. Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Peneliti memilih perusahaan manufaktur karena data-data yang tersedia cukup lengkap, bersifat homogen dan terbuka untuk pihak eksternal yang ingin melakukan penelitian.

Pemilihan sampel dipilih secara *purposive sampling* dari seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ periode tahun 2000-2003 dengan tujuan agar dapat memperoleh sampel yang representatif sesuai kriteria yang ditentukan. Perusahaan yang diseleksi masuk sebagai sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang selama empat tahun berturut-turut mempublikasikan laporan keuangan, memiliki data kepemilikan manajerial dan memiliki total ekuitas positif.

**Tabel 3.1**  
**Pemilihan Sampel**

<b>Keterangan</b>	<b>Jumlah</b>
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ periode tahun 2000-2003	158
Sampel yang dikeluarkan karena tidak	(7)

mengeluarkan Laporan Keuangan 4 tahun berturut-turut	
Sampel yang dikeluarkan karena tidak adanya data kepemilikan manajerial	(102)
Sampel yang dikeluarkan karena total ekuitas negatif	(11)
Sampel akhir	38

Dari tabel 3.1 diatas dapat dilihat bahwa dari total populasi 158 perusahaan yang memenuhi karakteristik penyampelan penelitian ini adalah 38 perusahaan (24%).

Adapun nama-nama perusahaan yang termasuk dalam sampel adalah:

**Tabel 3.2**

**Daftar Nama Perusahaan Sampel**

No.	Kode	Nama Perusahaan
1.	CEKA	CAHAYA KALBAR TBK
2.	STTP	SIANTAR TOP TBK
3.	TBLA	TUNAS BARU LAMPUNG TBK
4.	GGRM	GUDANG GARAM TBK
5.	HMSP	HANJAYA MANDALA SAMPOERNA TBK
6.	HDTX	PANASIA INDOSYNTEX TBK
7.	SSTM	SUNSON TEXTILE MANUFACTURES TBK
8.	KARW	KARWELL INDUSTRI UTAMA TBK
9.	SRSN	SARASA NUGRAHA TBK
10.	SIMM	SURYA INTRINDO MAKMUR TBK
11.	DSUC	DAYA SAKTI UNGGUL CORPORATION TBK
12.	BUDI	BUDI ACID JAYA TBK
13.	LTLS	LAUTAN LUAS TBK

14.	DPNS	DUTA PERTIWI NUSANTARA TBK
15.	KKGI	KURNIA KAPUAS UTAMA GLUE TBK
16.	APLI	ASIAPLAST INDUSTRIES TBK
17.	BRNA	BERLINA TBK
18.	DYNA	DYNAPLAST TBK
19.	LMPI	LANGGENG MAKMUR PLASTIK INDUSTRY TBK
20.	SMPL	SUMMIPLAST INTERBENUA TBK
21.	ALMI	ALUMINDO LIGHT METAL INDUSTRY TBK
22.	BTON	BETONJAYA MANUNGGAL TBK
23.	JPRS	JAYA PARI STEEL TBK
24.	LMSH	LION MESH RIMA TBK
25.	LION	LION METAL WORKS TBK
26.	TIRA	TIRA AUSTINET TBK
27.	KICI	KEDAUNG INDAH TBK
28.	IKBI	SUMI INDO KABEL TBK
29.	MTDL	METRODATA ELECTRONICS TBK
30.	ASII	ASTRA INTERNATIONAL TBK
31.	BRAM	BRANTA MULIA TBK
32.	HEXA	HEXINDO ADIPERKASA TBK
33.	INTA	INTRACO PENTA TBK
34.	LPIN	MULTI PRIMA SEJAHTERA TBK
35.	NIPS	NIPRESS TBK
36.	PRAS	PRIMA ALLOY STEEL TBK
37.	SMSM	SELAMAT SEMPURNA TBK
38.	KONI	PERDANA BANGUN PUSAKA TBK

### 3.2. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan uji hipotesis, pada setiap model dilakukan uji asumsi yang meliputi:

#### 1. Uji Autokorelasi

Menurut Ghozali (2005), uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi.

Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan selamanya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*) karena “gangguan” pada seseorang individu/kelompok cenderung mempengaruhi “gangguan” pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Menurut Gujarati (1995) dalam Tarjo dan Hartono (2003), suatu model regresi dikatakan tidak terdapat gejala autokorelasi apabila nilai Durbin Watson berkisar 1,55 sampai dengan 2,46.

## 2. Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali (2005), uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol. Ghozali (2005) dan Hair *et al.* (1998) dalam Tarjo dan Hartono (2003), mengemukakan bahwa multikolinearitas terjadi apabila nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) melebihi angka 10 dan nilai *Tolerance* (TOL) melebihi angka 1.

## 3. Uji Heteroskedastisitas

Menurut Ghozali (2005), uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke

pengamatan yang lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain berbeda, maka disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi digunakan Grafik Plot, yaitu jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

### **3.3. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang bersifat sekunder yang terdiri dari: (1) Data Total utang, total ekuitas, pengeluaran modal, modal kerja bersih, kepemilikan manajerial, *dividen yield*, lembar saham beredar, harga saham penutupan tanggal 31 Desember diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2000-2003. (2) Data aliran kas operasi diperoleh dari BEJ MM UII dan PPA UGM. Data-data tersebut dapat dilihat di lampiran 1 halaman 78.

### **3.4. Variabel Penelitian**

Variabel dalam penelitian ini adalah variabel dependen, variabel independen, variabel moderat dan variabel kontrol.

#### **3.4.1. Variabel Dependen**

Variabel dependen penelitian ini adalah *Debt to Equity* yang dihitung dengan membagi *liabilities* dengan *shareholder's equity* yang sudah tersedia pada *Indonesia Capital Market Directory*. Rasio ini digunakan untuk menggambarkan kebijakan utang perusahaan.



### 3.4.2. Variabel Independen

#### 1. *Free Cash Flow*

*Free Cash Flow* merupakan kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif.

*Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000) dalam Tarjo dan Hartono (2003), yaitu:

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

Keterangan:

$FCF_{it}$  = *Free Cash Flow*

$AKO_{it}$  = Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

$PM_{it}$  = Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

$NWC_{it}$  = Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Aliran kas operasi adalah kas berasal dari aktivitas penghasil utama perusahaan (*principal revenue-producing activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada asset tetap yaitu asset tetap bersih akhir periode dikurangi asset tetap bersih awal periode. Sedangkan modal kerja bersih (*net working capital*) adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama.

#### 2. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan

Komisaris). Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial. Variabel ini diberi simbol OWNSP.

### 3.4.3. Variabel Moderat

#### 1. *Investment Opportunity Set (IOS)*

1. *Investment Opportunity Set (IOS)* adalah suatu variabel yang tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan suatu proksi untuk bisa dilakukan analisis Gull (1999) dalam Tarjo dan Hartono (2003). Namun demikian tidak ada suatu kesepakatan yang reliabel untuk suatu proksi pertumbuhan. Perhitungan IOS dalam penelitian ini sesuai dengan penelitian Kalapur dan Trombley (1999) dalam Mahadwartha dan Hartono (2002), yaitu dengan menggunakan *book to market value of equity* karena paling bagus sebagai proksi IOS. Proksi ini secara signifikan berhubungan dengan nilai peluang tumbuh investasi suatu perusahaan.

Adapun proksi IOS yang digunakan pada penelitian ini adalah:

Rasio *market to book value of equity* (MVEBVE):

$$\frac{\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Saham Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

#### 2. Ukuran Perusahaan

Variabel ini diberi simbol SIZE. Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel moderat untuk menguji hipotesis kedua yang diukur dengan menggunakan logaritma dari total asset. Selanjutnya data dibagi dua untuk menguji hubungan antara *free cash*

*flow* dengan kebijakan utang pada perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah.

#### **3.4.4. Variabel Kontrol**

*Dividend yield* adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. *Dividend yield* yang diberi simbol DY sebagai variabel kontrol pada semua pengujian hipotesis sebagaimana digunakan Gull dan Jaggi (1999). Variabel ini diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* tahun 2000, 2001, 2002 dan 2003. Sedangkan ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol pada pengujian hipotesis pertama dan ketiga (Gull dan Jaggi, 1999).

#### **3.5. Hipotesis**

Pengujian hipotesis dilakukan untuk membuktikan benar atau tidaknya hipotesis yang telah disusun dari penelitian yang dilakukan. Formulasi hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ ) penelitian ini adalah:

##### **Hipotesis I:**

$H_{01}$  = *Free cash flow* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.

$H_{a1}$  = *Free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.

**Hipotesis II:**

$H_{02}$  = *Free cash flow* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang untuk perusahaan besar yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.

$H_{a2}$  = *Free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang untuk perusahaan besar yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.

**Hipotesis III:**

$H_{03}$  = Kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang.

$H_{a3}$  = Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang.

**3.6. Model Pengujian Hipotesis****3.6.1. Hipotesis I**

Hipotesis alternatif pertama menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah.

Model pengujian hipotesis I

$$1. DEBT = C + \beta_1 FCF + \varepsilon \dots \dots \dots 3.1$$

$$2. DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \varepsilon \dots \dots \dots 3.2$$

$$3. DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 DY + \beta_3 SIZE + \varepsilon \dots \dots \dots 3.3$$

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif I adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *Debt to Equity*, *Free Cash flow*, *SIZE* dan *DY*.

2. Melakukan uji regresi ketiga persamaan diatas (3.1, 3.2 dan 3.3) dengan menggunakan *pooled data* tanpa variabel moderat yang membedakan IOS rendah dan IOS tinggi.
3. Membagi data menjadi dua kelompok pengujian, yaitu (1) perusahaan yang memiliki IOS rendah dan (2) perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Untuk membedakan IOS rendah dan IOS tinggi digunakan nilai mean dari *book market value of equity* masing-masing perusahaan.
4. Pengujian masing-masing kelompok data berdasarkan point 3 untuk ketiga persamaan diatas dan melakukan uji chow (*chow test*).

### 3.6.2. Hipotesis II

Hipotesis alternatif kedua menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang untuk perusahaan besar yang memiliki IOS rendah.

Model pengujian hipotesis II:

$$1. DEBT = C + \beta_1 FCF + \varepsilon \dots \dots \dots 3.4$$

$$2. DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 DY + \varepsilon \dots \dots \dots 3.5$$

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif II adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *Debt to Equity*, *Free Cash flow* dan *DY*.
2. Melakukan uji regresi persamaan 3.4 dan 3.5 dengan menggunakan *pooled data* tanpa membedakan *SIZE* besar dan *SIZE* kecil.
3. Membagi dua kelompok pengujian, yaitu (1) perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan (2) perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah. Untuk

membedakan SIZE besar dan SIZE kecil digunakan nilai mean dari *log natural* total asset masing-masing perusahaan.

4. Pengujian masing-masing kelompok data berdasarkan point 3 persamaan 3.4 dan 3.5 dan melakukan uji chow (*chow test*).

### 3.6.3. Hipotesis III

Hipotesis alternatif ketiga menyatakan bahwa kepemilikan manjerial berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Model pengujian hipotesis III:

$$DEBT = C + \beta_1 OWNSP + \beta_2 FCF + \beta_3 DY + \beta_4 SIZE + \varepsilon \dots \dots \dots 3.6$$

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif III adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *Debt to Equity*, kepemilikan manajerial, *Free Cash flow*, DY dan SIZE.
2. Melakukan uji regresi persamaan 3.6 dengan menggunakan data pada point 1.

## BAB IV

### ANALISIS DATA

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui hubungan antara *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Sampel dalam penelitian ini adalah data-data dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ periode 2000-2003, yang mengeluarkan laporan keuangan 4 tahun berturut-turut. Disamping itu perusahaan manufaktur yang menjadi sampel harus memiliki kepemilikan manajerial dan total ekuitas harus positif. Daftar nama perusahaan sampel dapat dilihat di tabel 3.2. bab III.

#### **4.1 Deskripsi Statistik**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Debt to Equity*. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *free cash flow* dan kepemilikan manajerial. Variabel moderat dalam penelitian ini adalah IOS dan ukuran perusahaan. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah DY dan ukuran perusahaan. Berikut ini ringkasan statistik dari variabel-variabel diatas:

Tabel 4.1

**Deskripsi Data Sampel Penelitian**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DEBT	152	0,0471	15,3199	2,261116	2,9420066
FCF	152	-19,4404	6,8887	-0,332702	2,5904175
OWNSP	152	0,0000	0,2578	0,046670	0,0592531
IOS	152	784,6948	7501294,2	1108327,0	1135210,9503
SIZE	152	23,8737	30,9424	26,722239	1,4623967
DY	152	0,0000	1,0000	0,039852	0,1443757
Valid N (listwise)	152				

Dari tabel diatas dapat diketahui statistik deskriptif data sampel keseluruhan (*polled data*) pada periode tahun 2000-2003 untuk kebijakan utang yang dipresentasikan dengan variabel DEBT, menunjukkan bahwa rata-rata utang (DEBT) adalah 2,261116, dengan nilai minimum sebesar 0,0471, nilai maksimum 15,3199, dan nilai standar deviasinya sebesar 2,9420066. Rasio *Free Cash Flow* (FCF) rata-ratanya adalah -0,332702, dengan nilai minimum sebesar -19,4404, nilai maksimum 6,8887, dan nilai standar deviasinya sebesar 2,5904175. Kepemilikan manajerial dipresentasikan dengan OWNSP mempunyai rata-rata 0,046670, dengan nilai minimum sebesar 0,0000, nilai maksimum 0,2578, dan nilai standar deviasinya sebesar 0,0592531. *Investments Opportunity Set* diberi simbol IOS mempunyai rata-rata 1108327,0, dengan nilai minimum sebesar 784,6948, nilai maksimum 7501294,2 dan nilai standar deviasinya sebesar 1135210,9503. Ukuran perusahaan diberi simbol SIZE mempunyai rata-rata 26,722239, dengan nilai minimum sebesar 23,8737, nilai maksimum 30,9424, dan nilai standar deviasinya sebesar 1,4623967. *Dividen yield*



yang diberi simbol DY mempunyai rata-rata 0,039852, dengan nilai minimum sebesar 0,0000, nilai maksimum 1,0000, dan nilai standar deviasinya sebesar 0,1443757.

#### 4.2 Uji Asumsi Klasik

Tujuan melakukan uji-uji asumsi klasik yang telah disebutkan pada bab sebelumnya adalah untuk mendapatkan model yang terbaik dan mengetahui apakah data, model dan persamaan yang digunakan sudah tepat dan valid.

##### 1. Uji Autokorelasi

Dalam menguji ada atau tidaknya gejala autokorelasi penelitian ini menggunakan DW (*Durbin Watson*). Hasil pengujian ditunjukkan oleh tabel dibawah ini:

**Tabel 4.2**

#### **Hasil Pengujian Asumsi Autokorelasi**

Pengujian	Durbin Watson	Kesimpulan
Model H1, IOS Rendah	2,171	Tidak ada autokorelasi
Model H1, IOS Tinggi	1,676	Tidak ada autokorelasi
Model H2, SIZE Besar	2,376	Tidak ada autokorelasi
Model H2, SIZE Kecil	2,195	Tidak ada autokorelasi
Model H3	1,810	Tidak ada autokorelasi

Berdasarkan tabel 4.2 diatas nilai DW berkisar antara 1,55 sampai dengan 2,46 yang menunjukkan bahwa tidak terjadi autokorelasi untuk semua data independen pada DEBT sebagai variabel dependen.

## 2. Uji Multikolinearitas

Dalam menguji ada tidaknya gejala multikolinearitas penelitian ini menggunakan VIF (*Variance Inflation Factor*) dan TOL (*Tolerance*). Pengujian ditunjukkan oleh tabel dibawah ini:

**Tabel 4.3**

### Hasil Pengujian Asumsi Multikolinearitas

Pengujian	Variabel Independen	Tolerance	VIF	Kesimpulan
Model H1, IOS Rendah	FCF	0,995	1,005	Tidak ada multikolinearitas
	SIZE	0,940	1,064	Tidak ada multikolinearitas
	DY	0,941	1,062	Tidak ada multikolinearitas
Model H1, IOS Tinggi	FCF	0,972	1,029	Tidak ada multikolinearitas
	SIZE	0,816	1,226	Tidak ada multikolinearitas
	DY	0,812	1,232	Tidak ada multikolinearitas
Model H2, SIZE Besar	FCF	0,999	1,001	Tidak ada multikolinearitas
	DY	0,999	1,001	Tidak ada multikolinearitas
Model H2, SIZE Kecil	FCF	0,989	1,011	Tidak ada multikolinearitas
	DY	0,989	1,011	Tidak ada multikolinearitas
Model H3	OWNSP	0,789	1,268	Tidak ada multikolinearitas
	FCF	0,999	1,001	Tidak ada multikolinearitas
	DY	0,872	1,147	Tidak ada multikolinearitas
	SIZE	0,844	1,185	Tidak ada multikolinearitas

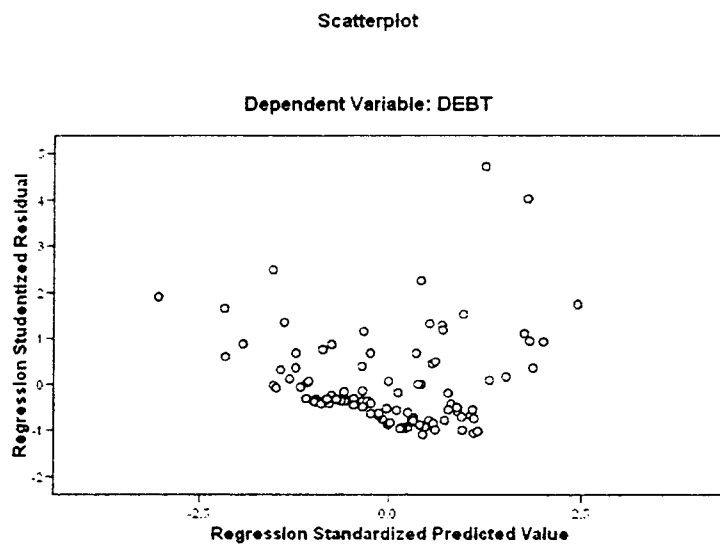
Berdasarkan tabel 4.3 diatas nilai TOL lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF adalah kurang dari 10 yang menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas untuk semua data independen pada DEBT sebagai variabel dependen.

### 3. Uji Heteroskedastisitas

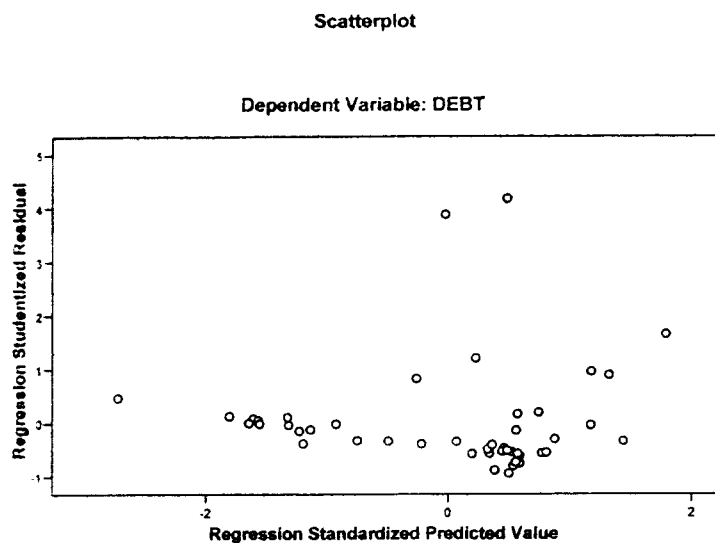
Dalam menguji ada atau tidaknya gejala heterokedastisitas penelitian ini menggunakan grafik plot. Hasil pengujian ditunjukkan oleh tabel dibawah ini:

#### Grafik Plot 4.1

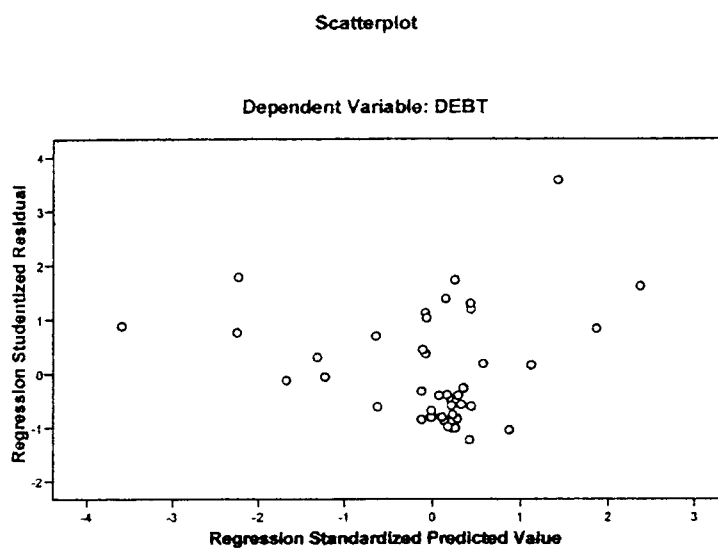
#### H1, IOS Rendah



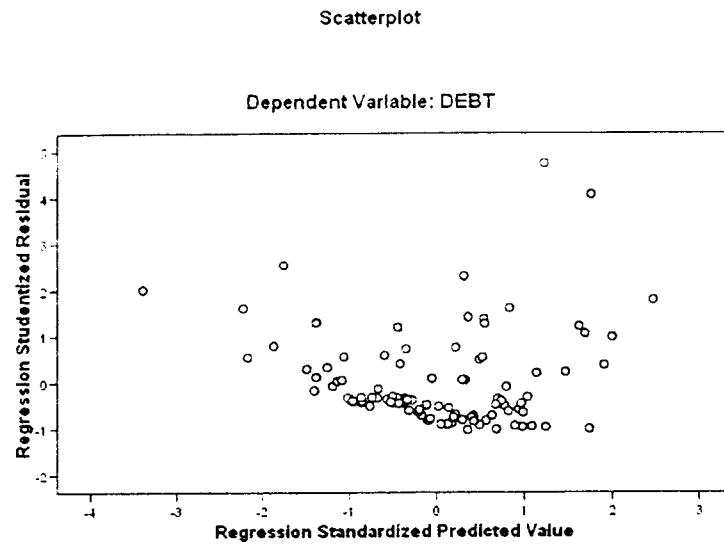
Berdasarkan gambar grafik plot 4.1 diatas, terlihat bahwa pada grafik plot tersebut tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

**Grafik Plot 4.2****H1, IOS Tinggi**

Berdasarkan gambar grafik plot 4.2 diatas, terlihat bahwa pada grafik plot tersebut tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

**Grafik Plot 4.3****H2, SIZE Besar**

Berdasarkan gambar grafik plot 4.3 diatas, terlihat bahwa pada grafik plot tersebut tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

**Grafik Plot 4.4****H2, SIZE Kecil**

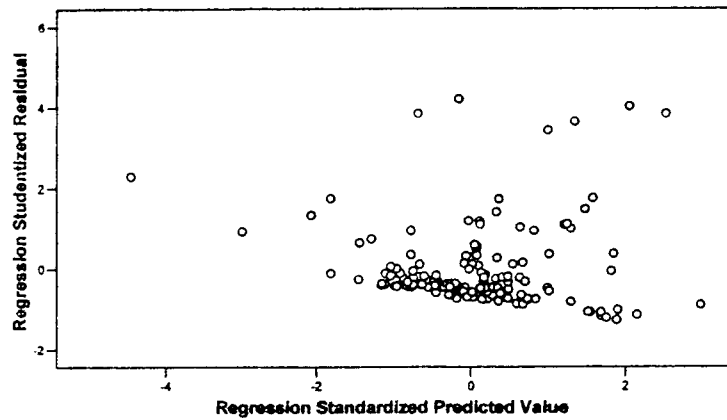
Berdasarkan gambar grafik plot 4.4 diatas, terlihat bahwa pada grafik plot tersebut tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

### Grafik Plot 4.5

#### H3

##### Scatterplot

Dependent Variable: DEBT



Berdasarkan gambar grafik plot 4.5 diatas, terlihat bahwa pada grafik plot tersebut tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

### 4.3 Pengujian Hipotesis

#### 4.3.1. Hipotesis I

Hipotesis alternatif pertama menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah.

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif I adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *Debt to Equity*, *Free Cash flow*, SIZE dan DY. Data masing-masing dapat dilihat di lampiran 2.
2. Melakukan uji regresi dengan menggunakan *pooled data* (tabel 4.4) tanpa variabel moderat yang membedakan IOS rendah dan IOS tinggi.

Tabel 4.4

### Hasil Regresi OLS *Pooled Data* H1

Method: Least Squares  
Date: 12/01/05 Time: 21:29  
Sample: 1 152  
Included observations: 152

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.046716	4.250094	-2.128592	0.0349
FCF	0.221527	0.089201	2.483463	0.0141
SIZE	0.428556	0.159075	2.694052	0.0079
DY	-1.767640	1.611869	-1.096640	0.2746
R-squared	0.087442	Mean dependent var		2.261116
Adjusted R-squared	0.068944	S.D. dependent var		2.941585
S.E. of regression	2.838372	Akaike info criterion		4.950301
Sum squared resid	1192.340	Schwarz criterion		5.029877
Log likelihood	-372.2229	F-statistic		4.727171
Durbin-Watson stat	1.831703	Prob(F-statistic)		0.003523

Tabel 4.4 menunjukkan bahwa hubungan *free cash flow* dengan utang adalah positif dan secara statistik signifikan. Koefisien determinasi atau *Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,068944 menunjukkan bahwa variabel independen berpengaruh sebesar 6,8% terhadap variabel dependen. Sehingga model pengujian tanpa membedakan perusahaan yang memiliki IOS rendah dan perusahaan yang memiliki IOS tinggi adalah sangat lemah karena memiliki nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* yang rendah.

3. Membagi data menjadi dua kelompok pengujian, yaitu (1) perusahaan yang memiliki IOS rendah dan (2) perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Untuk



membedakan IOS rendah dan IOS tinggi digunakan nilai mean dari *book market value of equity* masing-masing perusahaan.

**Tabel 4.5**

**Hasil Regresi OLS Persamaan 3.1**

**Model 1, Perusahaan yang memiliki IOS rendah**

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 19:54

Sample: 1 101

Included observations: 101

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.135025	0.233921	9.127099	0.0000
FCF	0.322507	0.107933	2.988036	0.0035
R-squared	0.082725	Mean dependent var		2.057550
Adjusted R-squared	0.073459	S.D. dependent var		2.427249
S.E. of regression	2.336396	Akaike info criterion		4.554700
Sum squared resid	540.4159	Schwarz criterion		4.606484
Log likelihood	-228.0123	F-statistic		8.928360
Durbin-Watson stat	1.699661	Prob(F-statistic)		0.003540
Durbin-Watson stat	1.993561	Prob(F-statistic)		0.000011

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.1:

$$Y = 2,135 + 0,323 \text{ FCF}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- Y = variabel dependen = DEBT
- C = 2,135. Angka ini menunjukkan bahwa nilai Y (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel Y adalah sebesar 2,135.

- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,323$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar 0,323 dan hubungannya adalah positif.

Tabel 4.6

### Hasil Regresi OLS Persamaan 3.2

#### Model 2, Perusahaan yang memiliki IOS rendah

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 19:58

Sample: 1 101

Included observations: 101

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-21.16317	5.757697	-3.675631	0.0004
FCF	0.345941	0.100573	3.439688	0.0009
SIZE	0.879151	0.217110	4.049337	0.0001
R-squared	0.214203	Mean dependent var		2.057550
Adjusted R-squared	0.198166	S.D. dependent var		2.427249
S.E. of regression	2.173484	Akaike info criterion		4.419793
Sum squared resid	462.9553	Schwarz criterion		4.497470
Log likelihood	-220.1995	F-statistic		13.35704
Durbin-Watson stat	2.141099	Prob(F-statistic)		0.000007

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.2:

$$Y = -21,163 + 0,346 \text{ FCF} + 0,879 \text{ SIZE}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- $Y$  = variabel dependen = DEBT
- $C = -21,163$ . Angka ini menunjukkan bahwa nilai  $Y$  (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$  dan  $X_2$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel  $Y$  adalah sebesar -21,163.

- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,346$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar 0,346 dan hubungannya adalah positif.
- Variabel  $X_2$  (SIZE) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_2 = 0,879$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_2$  (SIZE) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar 0,879 dan hubungannya adalah positif.

Tabel 4.7

### Hasil Regresi OLS Persamaan 3.3

#### Model 3, Perusahaan yang memiliki IOS rendah

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 20:00

Sample: 1 101

Included observations: 101

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23.20499	5.875716	-3.949305	0.0001
FCF	0.340287	0.099980	3.403556	0.0010
SIZE	0.960186	0.222185	4.321567	0.0000
DY	-1.932316	1.272729	-1.518246	0.1322
R-squared	0.232443	Mean dependent var		2.057550
Adjusted R-squared	0.208704	S.D. dependent var		2.427249
S.E. of regression	2.159155	Akaike info criterion		4.416109
Sum squared resid	452.2092	Schwarz criterion		4.519678
Log likelihood	-219.0135	F-statistic		9.791636
Durbin-Watson stat	2.171123	Prob(F-statistic)		0.000011

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.3:

$$Y = -23,205 + 0,340 \text{ FCF} - 1,932 \text{ DY} + 0,960 \text{ SIZE}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- $Y$  = variabel dependen = DEBT

- $C = -23,205$ . Angka ini menunjukkan bahwa nilai  $Y$  (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$ ,  $X_2$  dan  $X_3$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel  $Y$  adalah sebesar  $-23,205$ .
- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,340$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar  $0,340$  dan hubungannya adalah positif.
- Variabel  $X_2$  (DY) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_2 = -1,932$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_2$  (DY) akan berakibat penurunan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar  $-1,932$  dan hubungannya adalah negatif.
- Variabel  $X_3$  (SIZE) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_3 = 0,960$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_3$  (SIZE) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar  $0,960$  dan hubungannya adalah positif.

Tabel 4.8

### Hasil Regresi OLS Persamaan 3.1

#### Model 1, Perusahaan yang memiliki IOS tinggi

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 20:14

Sample: 1 51

Included observations: 51

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.741841	0.533039	5.143793	0.0000
FCF	0.150407	0.161487	0.931386	0.3562
R-squared	0.017396	Mean dependent var		2.664255
Adjusted R-squared	-0.002657	S.D. dependent var		3.754901
S.E. of regression	3.759887	Akaike info criterion		5.525081
Sum squared resid	692.7007	Schwarz criterion		5.600839
Log likelihood	-138.8896	F-statistic		0.867480
Durbin-Watson stat	1.635639	Prob(F-statistic)		0.356220

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.1:

$$Y = 2,742 + 0,150 \text{ FCF}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- $Y$  = variabel dependen = DEBT
- $C = 2,742$ . Angka ini menunjukkan bahwa nilai  $Y$  (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel  $Y$  adalah sebesar 2,742.
- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,150$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar 0,150 dan hubungannya adalah positif.

**Tabel 4.9**

**Hasil Regresi OLS Persamaan 3.2**

**Model 2, Perusahaan yang memiliki IOS tinggi**

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 20:18

Sample: 1 51

Included observations: 51

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.393024	7.153231	-0.194741	0.8464
FCF	0.145324	0.162829	0.892494	0.3766
SIZE	0.152211	0.262580	0.579675	0.5648
R-squared	0.024227	Mean dependent var		2.664255
Adjusted R-squared	-0.016431	S.D. dependent var		3.754901
S.E. of regression	3.785623	Akaike info criterion		5.557320
Sum squared resid	687.8852	Schwarz criterion		5.670957
Log likelihood	-138.7117	F-statistic		0.595875
Durbin-Watson stat	1.655096	Prob(F-statistic)		0.555105

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.2:

$$Y = -1,393 + 0,145 \text{ FCF} + 0,152 \text{ SIZE}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- $Y$  = variabel dependen = DEBT
- $C = -1,393$ . Angka ini menunjukkan bahwa nilai  $Y$  (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$  dan  $X_2$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel  $Y$  adalah sebesar  $-1,393$ .
- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,145$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar  $0,145$  dan hubungannya adalah positif.
- Variabel  $X_2$  (SIZE) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_2 = 0,152$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_2$  (SIZE) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar  $0,152$  dan hubungannya adalah positif.

Tabel 4.10

## Hasil Regresi OLS Persamaan 3.3

**Model 3, Perusahaan yang memiliki IOS tinggi**

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/06/05 Time: 19:46

Sample: 1 51

Included observations: 51

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.055243	7.396680	-1.089035	0.2817
FCF	0.110177	0.154471	0.713256	0.4792
SIZE	0.439607	0.274600	1.600899	0.1161
DY	-102.8963	38.53365	-2.670298	0.0104
R-squared	0.149413	Mean dependent var		3.007810
Adjusted R-squared	0.095120	S.D. dependent var		3.783938
S.E. of regression	3.599477	Akaike info criterion		5.474639
Sum squared resid	608.9430	Schwarz criterion		5.626155
Log likelihood	-135.6033	F-statistic		2.751988
Durbin-Watson stat	1.676112	Prob(F-statistic)		0.052989

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.3:

$$Y = -8,055 + 0,110 \text{ FCF} - 102,8963 \text{ DY} + 0,440 \text{ SIZE}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- Y = variabel dependen = DEBT
- C = -8,055. Angka ini menunjukkan bahwa nilai Y (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$ ,  $X_2$  dan  $X_3$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel Y adalah sebesar -8,055.
- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,110$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap Y (DEBT) sebesar 0,110 dan hubungannya adalah positif.

- Variabel  $X_2$  (DY) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_2 = -102,8963$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_2$  (DY) akan berakibat penurunan terhadap Y (DEBT) sebesar -182,8963 dan hubungannya adalah negatif.
- Variabel  $X_3$  (SIZE) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_3 = 0,440$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan dari  $X_3$  (SIZE) akan berakibat kenaikan terhadap Y (DEBT) sebesar 0,440 dan hubungannya adalah positif.

Dengan melihat hasil regresi OLS diatas, FCF dari dua kelompok pengujian tersebut memiliki hubungan yang positif. Perbedaannya yaitu terletak pada signifikansinya. FCF untuk perusahaan yang memiliki IOS rendah lebih signifikan dibandingkan dengan FCF untuk perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Hal itu tampak dari p-value FCF pada perusahaan yang memiliki IOS rendah, yaitu **p-value nilai  $\beta \leq \alpha$  (5%)**. Hal ini sesuai dengan alternatif penelitian atau dengan kata lain penelitian menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Tarjo dan Hartono (2003) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai IOS rendah.

Variabel *dividen yield* (DY) pada perusahaan yang memiliki IOS rendah mempunyai koefisien negatif sebesar -1,932316 dan signifikan dengan p-value



sebesar 0,0104. Artinya setiap kenaikan persentase *dividen yield* sebesar 1%, maka akan menurunkan utang sebesar -1,932316 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. DY pada perusahaan yang memiliki IOS tinggi mempunyai koefisien negatif sebesar -102,8936 dan signifikan. Artinya setiap kenaikan persentase *dividen yield* sebesar 1%, maka akan menurunkan utang sebesar -102,8963. Hasil ini konsisten dengan penelitian Wahidahwati (2001).

Ukuran perusahaan (SIZE) pada perusahaan yang memiliki IOS rendah mempunyai koefisien positif dan signifikan. Sebagai contoh pada model 3 nilai koefisien SIZE sebesar 0,960186, artinya setiap kenaikan persentase ukuran perusahaan sebesar 1%, maka akan meningkatkan utang sebesar 0,960186 dengan asumsi variabel independen yang lain dalam kondisi konstan. Sedangkan SIZE pada perusahaan yang memiliki IOS tinggi mempunyai koefisien positif dan tidak signifikan. Hubungan yang positif ini menunjukkan bahwa penggunaan utang akan meningkat seiring dengan semakin besarnya perusahaan.

4. Pengujian masing-masing kelompok data berdasarkan point 3 untuk masing-masing model dan melakukan uji chow (*chow test*).

Tabel 4.11

**Hasil *Chow Test***

F-statistik	4,976945	Probability	0,000870
Log likelihood ratio	19,68258	Probability	0,000577

Untuk membuktikan adanya perbedaan signifikan dan stabilitas regresi , digunakan *chow test*. Hasilnya membuktikan seperti ditunjukkan pada tabel 4.6 bahwa nilai probability sebesar 0,000870 mengindikasikan bahwa ada perbedaan pengaruh antara *free cash flow* terhadap utang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah dan IOS tinggi. Sehingga penelitian ini menyimpulkan bahwa model pengujian lebih *robust* diterapkan pada perusahaan yang memiliki IOS rendah.

#### 4.3.3. Hipotesis II

Hipotesis alternatif kedua menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang untuk perusahaan besar yang memiliki IOS rendah.

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif II adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *Debt to Equity*, *Free Cash flow* dan DY. Data masing-masing dapat dilihat di lampiran 2.
2. Melakukan uji regresi dengan menggunakan *pooled data* tanpa membedakan SIZE besar dan SIZE kecil.

Tabel 4.12

**Hasil Regresi OLS Pooled Data H2**

Dependent Variable: DEBT  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/01/05 Time: 20:44  
 Sample: 1 101  
 Included observations: 101

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.168437	0.246065	8.812457	0.0000
FCF	0.320035	0.108503	2.949547	0.0040
DY	-0.611045	1.342262	-0.455235	0.6499
R-squared	0.084661	Mean dependent var		2.057550
Adjusted R-squared	0.065980	S.D. dependent var		2.427249
S.E. of regression	2.345807	Akaike info criterion		4.572389
Sum squared resid	539.2755	Schwarz criterion		4.650066
Log likelihood	-227.9056	F-statistic		4.532052
Durbin-Watson stat	1.974790	Prob(F-statistic)		0.013108

Tabel 4.12 menunjukkan bahwa hubungan *free cash flow* dengan utang adalah positif dan secara statistik signifikan. Koefisien determinasi atau *Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,066 menunjukkan bahwa variabel independen berpengaruh sebesar 6,6% terhadap variabel dependen. Sehingga model pengujian tanpa membedakan perusahaan yang memiliki IOS rendah dan perusahaan yang memiliki IOS tinggi adalah sangat lemah karena memiliki nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* yang rendah.

3. Membagi dua kelompok pengujian, yaitu (1) perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan (2) perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah. Untuk membedakan SIZE besar dan SIZE kecil digunakan nilai mean dari *log natural* total asset masing-masing perusahaan.

Tabel 4.13

**Hasil regresi OLS Persamaan 3.4****Model 1, Perusahaan besar yang memiliki IOS rendah**

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 20:27

Sample: 1 46

Included observations: 46

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.099609	0.374970	8.266287	0.0000
FCF	0.238656	0.129466	1.843385	0.0720
R-squared	0.071692	Mean dependent var		3.000167
Adjusted R-squared	0.050594	S.D. dependent var		2.582902
S.E. of regression	2.516714	Akaike info criterion		4.726290
Sum squared resid	278.6894	Schwarz criterion		4.805796
Log likelihood	-106.7047	F-statistic		3.398069
Durbin-Watson stat	2.294811	Prob(F-statistic)		0.072015

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.4:

$$Y = 3,100 + 0,239 \text{ FCF}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- Y = variabel dependen = DEBT
- C = 3,100. Angka ini menunjukkan bahwa nilai Y (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel Y adalah sebesar 3,100.
- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,239$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap Y (DEBT) sebesar 0,239 dan hubungannya adalah positif.

Tabel 4.14

### Hasil Regresi OLS Persamaan 3.5

#### Model 2, Perusahaan besar yang memiliki IOS rendah

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 20:33

Sample: 1 46

Included observations: 46

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.231012	0.398946	8.098861	0.0000
FCF	0.234932	0.129611	1.812588	0.0769
DY	-1.463205	1.509006	-0.969648	0.3376
R-squared	0.091556	Mean dependent var		3.000167
Adjusted R-squared	0.049303	S.D. dependent var		2.582902
S.E. of regression	2.518426	Akaike info criterion		4.748138
Sum squared resid	272.7261	Schwarz criterion		4.867398
Log likelihood	-106.2072	F-statistic		2.166835
Durbin-Watson stat	2.375521	Prob(F-statistic)		0.126886

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.5:

$$Y = 3,231 + 0,235 \text{ FCF} - 1,463 \text{ DY}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- Y = variabel dependen = DEBT
- C = 3,231. Angka ini menunjukkan bahwa nilai Y (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$  dan  $X_2$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel Y adalah sebesar 3,231.
- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,235$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap Y (DEBT) sebesar 0,235 dan hubungannya adalah positif.

- Variabel  $X_2$  (DY) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_2 = -1,463$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_2$  (DY) akan berakibat penurunan terhadap Y (DEBT) sebesar -1,463 dan hubungannya adalah negatif.

Tabel 4.15

### Hasil Regresi OLS Persamaan 3.4

#### Model 1, Perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 20:38

Sample: 1 55

Included observations: 55

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.348063	0.227480	5.926060	0.0000
FCF	0.851416	0.179283	4.748994	0.0000
R-squared	0.298505	Mean dependent var		1.269180
Adjusted R-squared	0.285269	S.D. dependent var		1.990185
S.E. of regression	1.682537	Akaike info criterion		3.914168
Sum squared resid	150.0393	Schwarz criterion		3.987162
Log likelihood	-105.6396	F-statistic		22.55294
Durbin-Watson stat	2.214674	Prob(F-statistic)		0.000016

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.4:

$$Y = 1,348 + 0,851 \text{ FCF}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- $Y$  = variabel dependen = DEBT
- $C = 1,348$ . Angka ini menunjukkan bahwa nilai  $Y$  (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel  $Y$  adalah sebesar 1,348.

- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,851$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar 0,851 dan hubungannya adalah positif.

Tabel 4.16

### Hasil Regresi OLS Persamaan 3.5

#### Model 2, Perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah

Dependent Variable: DEBT

Method: Least Squares

Date: 12/01/05 Time: 20:40

Sample: 1 55

Included observations: 55

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.444758	0.251341	5.748189	0.0000
FCF	0.834022	0.180582	4.618517	0.0000
DY	-3.751909	4.117164	-0.911285	0.3664
R-squared	0.309532	Mean dependent var		1.269180
Adjusted R-squared	0.282975	S.D. dependent var		1.990185
S.E. of regression	1.685235	Akaike info criterion		3.934688
Sum squared resid	147.6808	Schwarz criterion		4.044179
Log likelihood	-105.2039	F-statistic		11.65562
Durbin-Watson stat	2.195096	Prob(F-statistic)		0.000066

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.5:

$$Y = 1,445 + 0,834 \text{ FCF} - 3,752 \text{ DY}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- $Y$  = variabel dependen = DEBT
- $C = 1,445$ . Angka ini menunjukkan bahwa nilai  $Y$  (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$  dan  $X_2$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel  $Y$  adalah sebesar 1,445.

- Variabel  $X_1$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,834$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar 0,834 dan hubungannya adalah positif.
- Variabel  $X_2$  (DY) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_2 = -3,752$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_2$  (DY) akan berakibat penurunan terhadap  $Y$  (DEBT) sebesar -3,752 dan hubungannya adalah negatif.

Dengan melihat hasil regresi OLS diatas, FCF dari dua kelompok pengujian tersebut memiliki hubungan yang positif. Perbedaannya yaitu terletak pada signifikansinya. FCF untuk perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah lebih berpengaruh dibandingkan dengan FCF untuk perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Hal itu tampak dari p-value FCF pada perusahaan kecil model 1 dan 2 sebesar 0,000, yang berarti **p-value nilai  $\beta \leq \alpha$  (5%)**. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis alternatif penelitian yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan besar yang memiliki IOS rendah.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Tarjo dan Hartono (2003) yang menemukan adanya pengaruh antara *free cash flow* dengan level utang yang berbeda antara perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah. Hasil yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan jumlah dari klasifikasi antara perusahaan besar dan perusahaan kecil.

Namun demikian arah hubungan yang searah antara *free cash flow* dengan kebijakan utang mengindikasikan perusahaan dengan *free cash flow* besar yang



mempunyai level utang yang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber discretionary, khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen. Disisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level utang yang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan utang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost free cash flow*.

Tabel 4.15 dan tabel 4.16 menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) berhubungan positif dan signifikan terhadap utang untuk perusahaan besar dan kecil dengan IOS rendah. Hasil yang signifikan ini kemungkinan disebabkan dalam klasifikasi besar dan kecil penelitian hanya dilihat dari “mean total asset sample” dan tidak didasarkan pada proksi lain yang lebih valid.

Variabel *dividen yield* (DY) pada perusahaan besar yang memiliki IOS rendah mempunyai koefisien negative sebesar -1,463205 dan tidak signifikan. Artinya setiap kenaikan persentase *dividen yield* sebesar 1%, maka akan menurunkan utang sebesar -1,463205 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. DY pada perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah mempunyai koefisien negative sebesar -3,751909 dan tidak signifikan. Artinya setiap kenaikan persentase *dividen yield* sebesar 1%, maka akan menurunkan utang sebesar -3,751909 dengan asumsi variabel independent yang lain konstan.

4. Pengujian masing-masing kelompok data berdasarkan point 3 untuk masing-masing model dan melakukan uji chow (*chow test*).

Tabel 4.17

**Hasil Chow Test**

F-statistik	8,953643	Probability	0,000028
Log likelihood ratio	25,14936	Probability	0,000014

Untuk membuktikan adanya perbedaan signifikan dan stabilitas regresi , digunakan *chow test*. Hasilnya membuktikan seperti ditunjukkan pada tabel 4.6 bahwa nilai probability sebesar 0,000028 mengindikasikan bahwa ada perbedaan pengaruh antara *free cash flow* terhadap utang pada perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah Sehingga penulis berkesimpulan model pengujian lebih *robust* diterapkan pada perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah.

**4.3.4. Hipotesis III**

Hipotesis alternatif ketiga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Adapun langkah-langkah untuk menguji hipotesis alternatif III adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *Debt to Equity*, kepemilikan manajerial, *Free Cash flow* dan DY.  
Data masing-masing dapat dilihat di lampiran 2.
2. Melakukan uji regresi dengan menggunakan data pada point 1

Tabel 4.18

**Hasil Regresi OLS Persamaan 3.6**

Dependent Variable: DEBT  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/01/05 Time: 21:01  
 Sample: 1 152  
 Included observations: 152

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-12.09470	4.643176	-2.604833	0.0101
FCF	0.218167	0.088770	2.457657	0.0151
OWNSP	6.938216	4.366734	1.588880	0.1142
SIZE	0.531830	0.171089	3.108494	0.0023
DY	-2.687357	1.704903	-1.576252	0.1171
R-squared	0.102850	Mean dependent var	2.261116	
Adjusted R-squared	0.078437	S.D. dependent var	2.941585	
S.E. of regression	2.823865	Akaike info criterion	4.946431	
Sum squared resid	1172.209	Schwarz criterion	5.045901	
Log likelihood	-370.9288	F-statistic	4.213034	
Durbin-Watson stat	1.810026	Prob(F-statistic)	0.002938	

Untuk persamaan regresi OLS persamaan 3.6:

$$Y = -12,095 + 6,938 \text{ OWNSP} + 0,218 \text{ FCF} - 2,687 \text{ DY} + 0,532 \text{ SIZE}$$

Interpretasi dari angka-angka koefisien tersebut adalah:

- Y = variabel dependen = DEBT
- C = -12,095. Angka ini menunjukkan bahwa nilai Y (DEBT) yang diperoleh apabila diasumsikan nilai  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$  dan  $X_4$  bernilai nol/ kosong. Jadi nilai konstan terhadap variabel Y adalah sebesar -12,095.
- Variabel  $X_1$  (OWNSP) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 6,938$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_1$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap Y (DEBT) sebesar 6,938 dan hubungannya adalah positif.

- Variabel  $X_2$  (FCF) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,218$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_2$  (FCF) akan berakibat kenaikan terhadap Y (DEBT) sebesar 0,218 dan hubungannya adalah positif
- Variabel  $X_3$  (DY) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = -2,687$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_3$  (DY) akan berakibat penurunan terhadap Y (DEBT) sebesar -2,687 dan hubungannya adalah negatif.
- Variabel  $X_4$  (SIZE) mempunyai angka koefisien sebesar  $\beta_1 = 0,532$ . Angka ini menunjukkan bahwa setiap tambahan satu dari  $X_4$  (SIZE) akan berakibat kenaikan terhadap Y (DEBT) sebesar 0,532 dan hubungannya adalah positif

Dengan melihat hasil regresi OLS diatas, kepemilikan manajerial memiliki koefisien positif dan tidak signifikan. Hal itu tampak dari p-value kepemilikan manajerial, yaitu **p-value nilai  $\beta \leq \alpha$  (5%)**.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Mahadwartha (2002) dalam Tarjo dan Hartono (2003). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Kim dan Sorenson (1986) dalam Fitri dan Mamduh (2003). Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan perusahaan mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui utang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*).

Tabel 4.18 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) memiliki koefisien positif dan signifikan dengan p-value sebesar 0,0023. Hal ini memberikan bukti bahwa semakin besar perusahaan, meningkatkan kecenderungan perusahaan

menggunakan utang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan besar dapat dengan mudah untuk mengakses pasar modal atau memperoleh pinjaman dari pihak ketiga karena perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh sumber dana yang dibutuhkan.

Tabel 4.18 menunjukkan bahwa *dividen yield* (DY) memiliki koefisien negatif sebesar -2,687357 dan tidak signifikan. Artinya setiap kenaikan persentase *dividen yield* sebesar 1%, maka akan menurunkan utang sebesar -2,687357 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan.

## BAB V

### PENUTUP

Bab ini membahas tentang kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran bagi penelitian selanjutnya.

#### 5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji:

1. Hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan utang yang dikelompokkan menjadi perusahaan yang memiliki IOS rendah dan IOS tinggi.
2. Hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan utang yang dikelompokkan menjadi perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah.
3. Hubungan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2000-2003 yang memenuhi karakteristik penyampelan. Adapun pemilihan sampel dan daftar nama perusahaan dapat dilihat di tabel 3.1 dan 3.2.

Beberapa kesimpulan yang dapat diambil dari pengujian-pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah:

Hasil analisis menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah. Hasil analisis ini sesuai dengan *free cash flow hypothesis* yang menyatakan bahwa *growth* yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan membayarkan dividen yang rendah karena sebagian besar *retained earning* digunakan untuk investasi.

Variabel moderasi IOS, berhasil membedakan antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dan perusahaan yang memiliki IOS tinggi, yaitu dengan melihat probabilitas dari *chow test*. *Chow test* sebesar 0,000870 menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dan perusahaan yang memiliki IOS tinggi.

2. Hasil penelitian memberikan bukti bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan besar yang memiliki IOS rendah. Sebaliknya, *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah. Hal ini mungkin disebabkan oleh klasifikasi besar dan kecil penelitian hanya dilihat dari “mean total asset sampel” dan tidak didasarkan pada proksi lain yang lebih valid. Variabel moderasi SIZE, berhasil membedakan antara perusahaan besar dan perusahaan kecil, yaitu dengan melihat probabilitas dari *chow test*. *Chow test* sebesar 0,000028 menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara perusahaan besar dan perusahaan kecil.
3. Berdasarkan data yang digunakan penelitian ini memberikan bukti bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif tetapi tidak signifikan. Artinya semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi utang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui utang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*).

4. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) berhubungan positif dengan kebijakan utang dan secara statistik signifikan, hal ini membuktikan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan utangnya karena perusahaan tersebut berkembang semakin besar.
5. *Dividen yield* berhubungan negatif dengan kebijaksanaan utang, tetapi tidak signifikan, namun demikian membuktikan bahwa kenaikan *dividen yield* mampu menurunkan utang dengan asumsi variabel bebas yang lain konstan

## 5.2 Keterbatasan

Meskipun demikian penulis menyadari bahwa penelitian ini masih mengandung keterbatasan-keterbatasan, antara lain:

1. Sampel yang digunakan hanya perusahaan manufaktur untuk periode 2000-2003 saja sehingga penelitian ini tidak dapat digeneralisasi.
2. Penelitian ini hanya menguji *free cash flow* dan kepemilikan manajerial dalam kaitannya terhadap kebijakan utang.
3. Penelitian ini menggunakan “mean *market to book value of equity* sampel” untuk membedakan antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dan IOS tinggi.



### 5.3 Saran

Untuk keperluan penelitian dimasa mendatang , agar diperoleh hasil yang lebih baik dan akurat, perlu diperhatikan faktor-faktor sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya dapat dilakukan pada perusahaan keuangan/perbankan dan asuransi, sehingga dapat diketahui bagaimana pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang di kelompok perusahaan tersebut.
2. Penelitian dimasa mendatang perlu dipertimbangkan penambahan variabel-variabel baru dalam kaitannya terhadap kebijakan utang, seperti variabel risiko dan dividen.
3. Penelitian dimasa mendatang diharapkan bisa menggunakan proksi selain “mean *market to book value of equity* sampel” untuk membedakan antara IOS rendah dan IOS tinggi, seperti *common factor analysis*.
4. Hasil penelitian ini sekiranya dapat dijadikan sebagai acuan bagi peneliti lain untuk mengembangkan maupun mengoreksi dan melakukan perbaikan seperlunya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Erlina H. Ratih, *Analisis Simultanitas Antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Debt dan Dividen Perusahaan Dalam Agency Theory*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Management, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 2001.
- Gujarati, Damodar (terjemahan), *Ekonometrika Dasar*, Erlangga, Jakarta, 1991.
- Gujarati, Damodar, *Basic Econometrics*, Singapore, McGraw-Hill, Inc, 1995.
- Ghozali I., *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Edisi 3, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang, 2005.
- Hartono J., *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 3, BPFE, Yogyakarta, 2003.
- Hartono J., Fijrijanti T., *Analisis Korelasi Pokok IOS Dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen*, Simposium Nasional Akuntansi IV, 2001, Hal 851-877.
- Hartono J., Mahadwartha A. Putu, *Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Utang Dengan Kebijakan Dividen*, Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang, September 2002, Hal 635-647.
- Hartono J., Nugroho A. Julianto, *Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya Terhadap Realisasi Pertumbuhan*, Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang, September 2002, Hal 192-212.
- Hartono J, Tarjo, *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, Oktober 2003, Hal 278-295.
- Hidayat, *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Internal Perusahaan dan Faktor Eksternal Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEJ*, Skripsi, Fakultas Ekonomi, UII, Yogyakarta, 2004.

- Ismiyanti Fitri, Hanafi M. Mamduh, *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, Oktober 2003, Hal 260-276.
- Keown J. Arthur (terjemahan), *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Buku 2, Salemba Empat, Jakarta, 2000.
- Kuncoro M., *Metode Riset untuk Bisnis dan Akuntansi*, BPFE, Yogyakarta, 2000.
- Pagalung G., *Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)*, Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang, September 2002, Hal 662-673.
- Prasetyo Adi, *Asosiasi Antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris Dari Bursa Empiris Jakarta*. Simposium Nasional Akuntansi IV, 2001, Hal 878-905.
- Sartono Agus, *Manajemen Keuangan*, Edisi 3, BPFE, Yogyakarta, 2000.
- Sartono Agus, *Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)*, Jurnal Siasat Bisnis, No.6, Vol.2, 2001, Hal 107-119.
- Sugiri S., Abdullah S., *Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, dan Leverage Financial Terhadap Manajemen Laba*, Kajian Bisnis STIE Widya Wiwaha, Yogyakarta, Januari-April 2003, Hal 11-21.
- Trijuna Y., *Pengaruh Pertumbuhan (IOS), Hutang Dan Asimetri Informasi Terhadap Penilaian Pasar Atas Discretionary Accrual*, Skripsi, Fakultas Ekonomi, UII, Yogyakarta, 2004.
- Uyara S. Ali, Tuasikal A., *Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal Dengan Earning Response Coeficients*, Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang, September 2002, Hal 16-26.

- Wahidahwati, *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan Non Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen*, Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang, September 2005, Hal 601-625.
- Wahidahwati, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Prespektive Theory Agency*, Simposium Nasional Akuntansi IV, 2001, Hal 1084-1107.
- Widarjono Agus, *Ekonometrika Teori dan Aplikasi*, Edisi 1, Ekonisia, Yogyakarta, 2005.
- Yuniningsih, *Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Bisnis dan Ekonomi, No.2, Vol.9, September 2002, Hal 164-182.

## Lampiran 1

## Data perusahaan yang digunakan dalam penelitian (2000-2003)

No	Th	Kode Perusahaan	AKO	PM	NWC	OWNSP (%)	DIV PER SHARE	CLOSING PRICE	LBR SHM BEREDAR	TE	TA
1	2000	CEKA	-7492405802	-11788000000	47359000000	10.80	0	270000000	297500000	2040590000000	278194000000
2	2000	STTP	6568203650	-44232000000	43827000000	3.04	0	1450000000	247000000	2052580000000	301986000000
3	2000	TBLA	54012528	-89480000000	152008000000	0.10	1500000	1850000000	340385000	4081010000000	935029000000
4	2000	GGRM	-1143731	-2468800000000	4568100000000	1.75	500000000	13000000000	928000000	6111108000000	10843195000000
5	2000	HMSIP	619441	-2416450000000	32895600000000	0.00	3500000000	14900000000	1924088000	3821862000000	8524815000000
6	2000	HDTX	2217200000000	-2032810000000	-3016850000000	9.47	0	8250000000	532000000	144957000000	2365686000000
7	2000	SSTM	48837988625	-5045000000000	693570000000	6.77	0	4650000000	836707000	2330250000000	7637900000000
8	2000	KARW	64727000000	-460400000000	-4368000000000	0.20	0	6000000000	5850000000	1665550000000	7256230000000
9	2000	SRSN	84631981	-8160000000	8499300000000	0.17	0	9250000000	2200000000	800670000000	1756890000000
10	2000	SIMM	12338529705	-3383300000000	6207700000000	1.40	600000000	22500000000	2000000000	1297790000000	2082060000000
11	2000	DSUC	28350007154	895100000000	1539600000000	0.24	0	25000000000	5000000000	1181540000000	4211580000000
12	2000	BUIDI	473300000000	-7235600000000	2784210000000	1.10	0	40000000000	10500000000	1501450000000	9854670000000
13	2000	L.TLS	29611439490	-1785600000000	3151500000000	3.64	7000000	4050000000	7800000000	3464050000000	7004310000000
14	2000	DPNS	5248022781	49900000000	8223400000000	0.47	500000000	5750000000	125945820	1058930000000	1372390000000
15	2000	KKGI	16870223305	184000000000	1652670000000	0.00	0	51000000000	2500000000	1373000000000	2590740000000
16	2000	APLI	9707733295	-2831300000000	7865000000000	15.37	0	70000000000	13000000000	1530780000000	2203770000000
17	2000	BRNA	42070328991	-4541000000000	5761400000000	10.48	1500000000	10250000000	6900000000	9721900000000	1643910000000
18	2000	DYNA	56204680588	-3885000000000	2499900000000	0.10	0	75000000000	299714440	2191390000000	4027820000000
19	2000	LMPH	14083446237	5984000000000	4057300000000	0.06	0	210000000000	258278400	3384700000000	5044210000000
20	2000	SMPL	32337990367	-6309000000000	28883000000000	0.00	350000000	100000000000	1250000000	1110150000000	2045130000000
21	2000	ALMI	-12976737390	-8894000000000	22090400000000	0.00	0	87500000000	30800000000	3274370000000	9937460000000
22	2000	BTON	1169529801	-7881000000000	-9397000000000	9.60	0	120000000000	1800000000	1159900000000	2548800000000
23	2000	JPRS	-6543340139	3353000000000	-11309000000000	15.53	0	150000000000	1500000000	4181000000000	6699400000000
24	2000	LMSH	5726088493	1021000000000	-3126000000000	25.78	0	575000000000	960000000	8810000000000	3816000000000
25	2000	LION	15370210900	1576000000000	5617500000000	0.18	1880000000	57500000000	52016000	8380000000000	1047190000000
26	2000	TIRA	-28995327788	15954000000000	30022000000000	0.00	0	1700000000000	140000000	5381400000000	10204900000000
27	2000	KICI	20757131209	-8885000000000	44487000000000	4.60	500000000	420000000000	1380000000	1235180000000	2111920000000
28	2000	IKBI	-2188877707	20298000000000	10965600000000	0.00	500000000	650000000000	3060000000	3124710000000	3921600000000
29	2000	MITDL	27677265663	-19085000000000	18421500000000	0.00	1500000000	465000000000	663951391	2216690000000	3991710000000
30	2000	ASII	2124710000000	-19235900000000	-19924600000000	0.00	0	2000000000000	2506642396	17049710000000	27422740000000

31	2000	BRAM	220193000000	-286985000000	430268000000	18.7	0	650000000	450000000	396490000000	1914397000000
32	2000	HEXA	-17088669331	-5867000000	2223868000000	0.00	40000000	925000000	840000000	114014000000	4003368000000
33	2000	INTA	26889415752	-22163000000	301041000000	0.00	97000000	340000000	1740000000	999060000000	5182090000000
34	2000	LPIN	-8392984626	2820000000	-12997000000	8.47	0	1400000000	212500000	268770000000	763740000000
35	2000	NIPS	-1647560400	-7850000000	181940000000	12.40	0	1400000000	200000000	7353000000	974870000000
36	2000	PRAS	36636577022	1580000000	-52258000000	9.70	0	3250000000	760000000	263380000000	3859460000000
37	2000	SMISM	74777490870	-111718000000	177437000000	0.00	57000000	2000000000	259733760	291284000000	5298370000000
38	2000	KONI	2954695181	683000000	-7246000000	5.58	0	5000000000	760000000	322320000000	6662500000000
39	2001	CEKA	13083863676	-62924000000	-54942800000	5.34	0	1600000000	2975000000	217261000000	3012910000000
40	2001	STIP	67105853769	74834000000	22496000000	6.28	0	2700000000	13100000	239051000000	4040600000000
41	2001	TBLA	84930065	-256010000000	-24074000000	0.10	0	3600000000	1367068000	401666000000	9366370000000
42	2001	GGRM	551144000000	565577000000	6064690000000	1.75	3000000000	8650000000	1924088000	8198192000000	134481240000000
43	2001	HMSP	496104000000	-5603000000	4124950000000	6.72	250000000	3200000000	4500000000	4161567000000	94705400000000
44	2001	HDTX	146241000000	-22431000000	-451240000000	0.00	0	2050000000	5320000000	167242000000	6696150000000
45	2001	SSTM	14911050144	17111000000	95067000000	0.00	30000000	3400000000	836707000	2607600000000	8172680000000
46	2001	KARW	87493000000	-19369000000	-163223000000	0.20	0	4000000000	587152700	748640000000	5002080000000
47	2001	SRSN	29812959	1211000000	101321000000	0.15	0	6000000000	2200000000	947390000000	1813010000000
48	2001	SIMM	13532705079	13523000000	77302000000	1.40	0	6500000000	1000000000	1224810000000	2588540000000
49	2001	DSUC	41906730362	-17191000000	-20334000000	0.20	0	1250000000	5000000000	819820000000	3880370000000
50	2001	BUDI	51126000000	37274000000	80573000000	1.12	0	1100000000	10500000000	1332290000000	10029930000000
51	2001	LTLS	134836000000	384460000000	333922000000	3.64	16000000	2400000000	7800000000	3899150000000	7628210000000
52	2001	DPNS	17793670130	-8190000000	84047000000	1.90	25000000	4000000000	125945820	1103880000000	13161900000000
53	2001	KKGI	217616024	4330000000	140957000000	3.88	0	3100000000	2500000000	1420080000000	2802020000000
54	2001	APLI	10417971064	3384000000	30390000000	15.37	0	4500000000	13000000000	1580390000000	2336000000000
55	2001	BRNA	51448221082	25693000000	49946000000	10.57	0	9750000000	6900000000	1128460000000	2116620000000
56	2001	DYNA	71730525897	80277000000	-33917000000	0.33	50000000	4900000000	299719440	2512030000000	4806990000000
57	2001	LMPJ	6274007156	-15858000000	-345921000000	0.05	0	1000000000	346344895	70881000000	5259190000000
58	2001	SMPJ	11690437621	10953000000	-17116000000	0.00	0	2050000000	8350000000	1440180000000	20586200000000
59	2001	ALMI	59283457859	41335000000	114371000000	0.00	0	4950000000	3080000000	3609950000000	10190570000000
60	2001	BTON	4142235484	-14670000000	2840000000	9.58	3000000	1200000000	1800000000	19864000000	3292500000000
61	2001	JPRS	-29180099042	44836000000	-33390000000	15.53	0	9000000000	15000000000	51756000000	9197900000000
62	2001	LMSH	1582706577	24000000000	-45500000000	23.61	0	8500000000	96000000	97690000000	3926200000000
63	2001	LION	3400410012	82228000000	58774000000	0.18	60000000	6000000000	52016000	85751000000	10009900000000
64	2001	TIRA	-14762105715	48894000000	31599000000	0.89	0	18000000000	5600000000	600100000000	6724000000000
65	2001	KICI	10977110440	144245000000	46517000000	4.60	0	3000000000	1380000000	1334620000000	21694200000000

66	2001	IKBI	19535608154	231361000000	124855000000	0.00	11000000	725000000	306000000	326866000000	393043000000
67	2001	MTDL	-2025991479	486098000000	194013000000	0.41	11000000	120000000	1991854173	272410000000	537519000000
68	2001	ASII	323176000000	1972200000000	-182324000000	0.02	0	1950000000	2533699032	2566826000000	26573546000000
69	2001	BRAM	221843000000	772418000000	515801000000	18.70	525000000	525000000	450000000	476429000000	18095730000000
70	2001	HEXA	16272283720	526384000000	64207000000	0.14	180000000	700000000	84000000	153875000000	569402000000
71	2001	INTA	26706030228	634861000000	325310000000	0.00	80000000	250000000	174000000	113513000000	713550000000
72	2001	I.PIN	-4177255512	63509000000	-15701000000	0.00	0	750000000	21250000	13285000000	66350000000
73	2001	NIPS	7379301247	72362000000	15306000000	12.40	0	525000000	20000000	4130000000	110049000000
74	2001	PRAS	49161633954	468100000000	-65695000000	0.00	0	270000000	76000000	27325000000	528453000000
75	2001	SMSM	104480000000	316783000000	207956000000	1.91	90000000	1800000000	259733760	331125000000	567053000000
76	2001	KONI	3339014180	34394000000	-5258000000	5.58	0	290000000	76000000	32364000000	67291000000
77	2002	CEKA	14864767137	4136000000	55980000000	5.34	0	235000000	297500000	227012000000	300442000000
78	2002	STTP	14511435195	8710000000	47242000000	6.28	0	260000000	1310000	269316000000	470452000000
79	2002	TBLA	-3367699	22337000000	4811000000	0.08	0	150000000	1538464000	479666000000	1021657000000
80	2002	GGRM	2215856	1608100000000	5963960000000	1.74	300000000	8300000000	1924088000	970701000000	15452703000000
81	2002	HMSP	1826570000000	-197791000000	4900140000000	2.69	50000000	3700000000	4500000000	5200893000000	9817074000000
82	2002	HDTX	85466400244	-127260000000	875440000000	5.79	0	2000000000	5320000000	276460000000	2010253000000
83	2002	SSTM	34690534630	6653000000	536250000000	10.43	0	900000000	836707000	280925000000	811519000000
84	2002	KARW	-13020000000	-702950000000	-1521090000000	0.20	0	350000000	587152700	72799000000	491824000000
85	2002	SRSN	-18967415000	688000000	68915000000	0.00	0	45000000	2200000000	78244000000	165740000000
86	2002	SIMM	9877898746	-23409000000	264550000000	1.40	0	500000000	1000000000	114915000000	271274000000
87	2002	DSUC	23939924050	4525000000	-12486000000	0.20	0	1200000000	500000000	110028000000	392037000000
88	2002	BUDI	54590000000	-5283000000	236169000000	1.12	0	105000000	1050000000	139206000000	931200000000
89	2002	L.TLS	-4356293318	100894000000	237885000000	3.64	5000000	180000000	780000000	396699000000	902086000000
90	2002	DPNS	3266590606	7894000000	81991000000	1.90	10000000	220000000	125945820	109890000000	125604000000
91	2002	KKGI	-1540701826	-1999000000	111424000000	0.00	0	100000000	250000000	140226000000	270115000000
92	2002	APLI	9140310953	54704000000	-192680000000	15.37	0	25000000	1300000000	146310000000	282217000000
93	2002	BRNA	39422068498	498850000000	616650000000	10.51	0	1375000000	690000000	142734000000	259310000000
94	2002	DYNA	98156266023	25484000000	252110000000	0.50	60000000	850000000	302594440	318719000000	526788000000
95	2002	LMPI	7697213147	-46510000000	-309764000000	0.04	0	450000000	346344895	528360000000	504312000000
96	2002	SMPL	719584785	12157000000	-2567000000	1.89	0	195000000	835000000	113315000000	162164000000
97	2002	ALMI	50499738532	13676000000	2036000000	1.58	0	195000000	308000000	346461000000	976142000000
98	2002	BTON	-7529678012	-1089000000	3275000000	9.58	0	150000000	180000000	21788000000	251230000000
99	2002	JPRS	13346519066	-63259000000	28894000000	2.20	0	130000000	150000000	676200000000	127431000000
100	2002	LMSH	82484695	-25495000000	-1572000000	25.61	25000000	350000000	9600000	11248000000	34853000000

101	2002	LION	12799255815	-84230000000	70309000000	0.18	70000000	750000000	52016000	94506000000	108263000000
102	2002	TIRA	3080814264	-56293000000	-40442000000	0.89	0	2000000000	56000000	63564000000	199563000000
103	2002	KICI	-25825306032	-128425000000	44690000000	4.60	0	325000000	138000000	126689000000	202955000000
104	2002	IKBI	22535474925	-221361000000	111224000000	0.09	0	335000000	306000000	319048000000	404556000000
105	2002	MTDL	12770800000	-483454000000	197000000000	0.41	0	115000000	2020688173	216624000000	452479000000
106	2002	ASII	414272000000	-20152700000000	2485200000000	0.01	0	3150000000	2608068190	6498561000000	26185605000000
107	2002	BRAM	177067000000	-903597000000	412408000000	17.31	450000000	450000000	450000000	564215000000	1641446000000
108	2002	HEXA	1695648387	-399050000000	146216000000	0.21	80000000	395000000	168000000	177738000000	638784000000
109	2002	INTA	27157894782	-623936000000	301839000000	3.30	0	240000000	174000000	127784000000	670536000000
110	2002	LPIN	-7551174916	-64712000000	-3625000000	0.00	0	600000000	21250000	78260000000	124360000000
111	2002	NIPS	26644021770	-63609000000	13560000000	12.40	0	800000000	200000000	121020000000	105088000000
112	2002	PRAS	6826385551	-422516000000	107579000000	9.14	0	235000000	76000000	502080000000	303102000000
113	2002	SMSM	120602000000	-302488000000	246158000000	1.91	150000000	1450000000	59733760	348119000000	583627000000
114	2002	KONI	-5617348625	-36149000000	-8021000000	5.58	0	500000000	76000000	26184000000	63185000000
115	2003	CEKA	16843169543	-21743000000	79843000000	5.34	3000000	225000000	297500000	228645000000	295249000000
116	2003	STTP	-27191367916	24618000000	68696000000	8.18	0	180000000	1310000	300499000000	505507000000
117	2003	TBLA	36348378	10502000000	684000000	0.10	5000000	155000000	1538464000	504955000000	1151271000000
118	2003	GGRM	2112529	113634000000	586597000000	1.74	300000000	1360000000	1924088000	10970871000000	17318899000000
119	2003	HMSP	2024678	39439000000	524610000000	1.97	120000000	447500000	450000000	5768407000000	10197768000000
120	2003	HDTX	2062530329	-123613000000	18351000000	5.79	0	275000000	532000000	247184000000	1863039000000
121	2003	SSTM	-281506119	72952000000	18988000000	10.40	0	140000000	836707000	339375000000	913734000000
122	2003	KARW	-14519000000	-5711000000	-149820000000	0.20	0	410000000	587152700	48708000000	412820000000
123	2003	SRSN	6890871	17877000000	35632000000	0.00	0	900000000	220000000	58452000000	138864000000
124	2003	SIMM	-10717707916	6570000000	10464000000	1.40	0	225000000	100000000	79403000000	174511000000
125	2003	DSUC	16795153994	13761000000	-74662000000	0.00	0	750000000	500000000	84617000000	413365000000
126	2003	BUIDI	56444000000	3875000000	227806000000	1.12	0	100000000	105000000	143272000000	927249000000
127	2003	LTLS	-26967979993	96507000000	420752000000	3.64	2000000	285000000	780000000	399392000000	1228714000000
128	2003	DPNS	9770940578	124000000	80184000000	1.90	0	235000000	125945820	106971000000	136840000000
129	2003	KKGi	32728935579	-1577000000	123131000000	0.00	0	160000000	250000000	138993000000	226222000000
130	2003	APLI	6300158167	-6414000000	-13483000000	15.37	0	350000000	130000000	146583000000	293099000000
131	2003	BRNA	47466870168	38975000000	10639000000	10.51	0	1600000000	690000000	138224000000	266556000000
132	2003	DYNA	84992232940	224120000000	-54041000000	0.40	0	1400000000	307141440	363454000000	766930000000
133	2003	LMPi	19839192083	16616000000	-333103000000	0.04	0	500000000	443706186	12683000000	501284000000
134	2003	SMPi	3239895898	18406000000	-13991000000	0.60	0	170000000	835000000	112328000000	187320000000
135	2003	ALMI	12900033251	-66000000	19576000000	1.76	0	215000000	308000000	310072000000	993642000000



136	2003	BTON	226569880	-191400000	5281000000	9.58	5000000	190000000	180000000	21895000000	23346000000
137	2003	JPRS	2542192472	-1944400000	20882000000	2.20	0	395000000	150000000	79041000000	114749000000
138	2003	LMSH	3746378012	-1114000000	7927000000	25.78	25000000	550000000	9600000	12717000000	34163000000
139	2003	LION	11607037659	-4490000000	79408000000	0.18	90000000	850000000	52016000	103415000000	119865000000
140	2003	TIRA	96755669237	147685000000	14856000000	0.89	0	1175000000	56000000	66259000000	284579000000
141	2003	KICI	-5310903164	-8832000000	34789000000	4.60	20000000	200000000	138000000	111355000000	177457000000
142	2003	IKBI	7349790307	20400000000	100788000000	0.09	0	300000000	306000000	309357000000	369799000000
143	2003	MTDL	52283558159	17975000000	170065000000	0.40	0	90000000	2021432423	218037000000	451856000000
144	2003	ASII	2218910000000	-340904000000	1521240000000	0.00	170000000	5000000000	4034402510	11710712000000	27404308000000
145	2003	BRAM	12951000000	-57431000000	384765000000	17.31	950000000	950000000	450000000	635767000000	1543441000000
146	2003	HEXA	119053000000	-56671000000	77448000000	0.00	0	925000000	168000000	206811000000	584512000000
147	2003	INTA	9876988914	-15034000000	203214000000	3.30	0	310000000	174000000	130432000000	651719000000
148	2003	LPIN	1618367288	-474000000	1262000000	0.00	0	65000000	21250000	77665000000	123286000000
149	2003	NIPS	21092890552	69608000000	6366000000	12.40	0	975000000	200000000	83171000000	171173000000
150	2003	PRAS	20548547991	2187000000	99648000000	5.91	10000000	3000000000	117600000	114144000000	368825000000
151	2003	SMSM	58279424755	-13172000000	276352000000	1.90	35000000	265000000	259733760	357328000000	632610000000
152	2003	KONI	-2461687617	-1564000000	-7298000000	5.58	0	265000000	76000000	25223000000	60786000000

## Lampiran 2

## Data perusahaan yang sudah diolah (2000-2003)

NO	Tahun	Kode Perusahaan	DEBT=IU/TE	FCF=(AKO-PM-NWC)/TE	OWNSP	IOS=(LBR SHIM BEREDAR x HRC SHIM PENUTUPNY/TE	SIZE=LN TOT ASSET	DY
1	2000	CEKA	0.36330179	-0.21103409	0.1080	393636.1542	26.3515845	0.0000
2	2000	STTP	0.047125569	0.033972871	0.0304	1744877.179	26.4336465	0.0000
3	2000	TBLA	1.291170568	-0.15438822	0.0010	1543030.402	27.5638434	0.0008
4	2000	GGRM	0.774341903	-0.70710911	0.0175	1974110.096	30.0145588	0.0385
5	2000	HIMSP	1.230539721	-0.7974941	0.0000	7501294.186	29.7740024	0.0235
6	2000	HDTX	15.31991556	4.981930553	0.0947	3027794.449	28.4920892	0.0000
7	2000	SSTM	2.277716983	0.128445397	0.0677	1669643.836	27.3615587	0.0000
8	2000	KARW	3.356668968	0.678520609	0.0020	2107411.966	27.3102992	0.0000
9	2000	SRSN	1.194274795	-1.05027499	0.0170	2541621.392	25.8919812	0.0000
10	2000	SIMM	0.60430424	-0.12255812	0.0140	3467433.098	26.0617938	0.0267
11	2000	DSUC	2.589865768	0.033879574	0.0240	1057941.331	26.7733719	0.0000
12	2000	BUDI	5.563435346	-1.05721136	0.0110	2797295.947	27.6163815	0.0000
13	2000	LTL5	1.02200026	-0.77274451	0.0364	911938.3381	27.2749617	0.0173
14	2000	DPNS	0.29601579	-0.73172898	0.0370	683887.0039	25.6449898	0.0870
15	2000	KKGI	0.886926438	-1.0942227	0.0000	928623.4523	26.2803796	0.0000
16	2000	APLI	0.439645148	0.196995867	0.1537	594468.1796	26.1186056	0.0000
17	2000	BRNA	0.6909349	-0.11317408	0.1048	727481.2537	25.8255136	0.1463
18	2000	DYNA	0.842583931	0.319686047	0.0010	1025768.257	26.7216613	0.0000
19	2000	LMP1	13.90297515	-0.95942192	0.0006	1602460.011	26.9466771	0.0000
20	2000	SMP1	0.842210512	0.087951992	0.0000	1125973.967	26.0438974	0.0350
21	2000	ALMI	2.034922748	-0.68711458	0.0000	823059.0923	27.6247475	0.0000
22	2000	BTON	1.197430813	1.5904414	0.0960	1862229.503	23.9614736	0.0000
23	2000	JPRS	0.602343937	0.033787607	0.1553	538148.7682	24.9278689	0.0000
24	2000	LMSH	3.331555051	0.888886322	0.2578	626560.7264	24.3650537	0.0000
25	2000	LION	0.249630072	-0.50573734	0.0180	356911.6945	25.3745464	0.3270
26	2000	TIRA	0.896328093	-1.39315657	0.0000	442264.0948	25.3487189	0.0000
27	2000	KICI	0.709807477	-0.12018385	0.0460	469243.3491	26.0760335	0.1190
28	2000	IKBI	0.255025266	-0.42289645	0.0000	636539.0708	26.6949358	0.0077
29	2000	MIDL	0.800752473	-0.620081	0.0000	1392785.625	26.7126557	0.0323
30	2000	ASII	15.08399439	1.475870264	0.0000	2940392.999	30.9423939	0.0000

31	2000	BRAM	3.828361371	0.193977341	0.1870	737723.5239	28.2804238	0.0000
32	2000	HEXA	2.513936885	-2.06193686	0.0000	681495.255	26.71565	0.0432
33	2000	INTA	4.186965748	-2.52225676	0.0000	592156.6272	26.9736445	0.0285
34	2000	LPIN	1	0.16080721	0.0847	1106894.371	25.0589082	0.0000
35	2000	NIPS	12.30708554	-2.59167148	0.1240	3807969.536	25.3029849	0.0000
36	2000	PRAS	13.65358038	3.315155935	0.0970	937808.4896	26.6789633	0.0000
37	2000	SMSM	0.818970489	0.031098484	0.0000	1783371.28	26.9958352	0.0285
38	2000	KONI	1.067045172	0.295287143	0.0558	1178952.594	24.9223457	0.0000
39	2001	CEKA	0.40057811	0.602734332	0.0534	219091.3233	26.4412503	0.0000
40	2001	STTP	0.69026693	-0.12643388	0.0628	1479.600587	26.7248292	0.0000
41	2001	TBLA	1.33188022	0.697517166	0.0010	1225258	27.5655616	0.0000
42	2001	GGRM	0.64037681	-0.7415202	0.0175	2030125.813	30.2298607	0.0347
43	2001	HIMSP	1.27571489	-0.87064464	0.0672	3460235.051	29.879207	0.0078
44	2001	HITX	12.75435	3.706674386	0.0000	652108.92	27.2299688	0.0000
45	2001	SSTM	2.13417702	-0.37301331	0.0000	1090966.329	27.4292329	0.0088
46	2001	KARW	5.68155589	3.607675251	0.0020	3137169.801	26.9382898	0.0000
47	2001	SRSN	0.91367863	-1.08194289	0.0150	1393301.597	25.9234245	0.0000
48	2001	SIMM	1.11342167	-0.63105539	0.0140	5306945.567	26.27953	0.0000
49	2001	DSUC	3.73319753	0.968892322	0.0020	762362.4698	26.6843665	0.0000
50	2001	BUIDI	6.52833842	-0.50079938	0.0112	866928.3715	27.6340096	0.0000
51	2001	L.TLS	0.95637767	-0.62296176	0.0364	480104.6382	27.3602892	0.0667
52	2001	DPNS	0.19233069	-0.59276669	0.0190	456375.0408	25.6031772	0.0625
53	2001	KKGI	0.97314236	-0.99411571	0.0388	545743.9018	26.3587766	0.0000
54	2001	APLI	0.47811616	0.025278387	0.1537	370161.7955	26.1768761	0.0000
55	2001	BRNA	0.87568013	-0.21436984	0.1057	596166.4569	26.0782565	0.0000
56	2001	DYNA	0.91358782	0.10099611	0.0330	584636.83	26.8985071	0.1020
57	2001	LMPI	6.41975988	5.192548174	0.0005	488628.6805	26.988413	0.0000
58	2001	SMPL	0.63772584	0.12396671	0.0000	1188566.707	26.0504719	0.0000
59	2001	ALMI	1.90601809	-0.26710215	0.0000	422332.7193	27.6789128	0.0000
60	2001	BTON	0.65752114	0.268084751	0.0958	1087394.281	24.2174981	0.0250
61	2001	JPRS	0.8158088	-1.36558272	0.1553	260839.323	25.2663372	0.0000
62	2001	LMSH	3.01903982	-1.82897875	0.2561	835295.3219	24.393523	0.0000
63	2001	LION	0.16732166	-1.60466455	0.0180	363956.1055	25.3294255	0.1000
64	2001	TIRA	0.78668555	-1.58732054	0.0890	1679720.047	24.9315341	0.0000
65	2001	KICI	0.6254964	-1.34708673	0.0460	31020.06564	26.1028959	0.0000

66	2001	IKBI	0.20245911	-1.03002573	0.0000	678718.4963	26.6971849	0.0152
67	2001	MTDL	0.97319849	-2.50408205	0.0410	877436.5873	27.0102299	0.0917
68	2001	ASII	0.93762491	-6.35334261	0.0002	1924833.671	30.9109373	0.0000
69	2001	BRAM	2.79820078	-2.23826942	0.1870	495876.6154	28.224112	1.0000
70	2001	HEXA	2.70041917	-3.73237184	0.0140	382128.3509	27.0678525	0.2571
71	2001	INTA	5.28606415	-8.22341908	0.0000	383216.0193	27.2935183	0.0320
72	2001	LPIN	3.99435454	-3.91307908	0.0000	1199661.272	24.9182096	0.0000
73	2001	NIPS	25.646247	-19.4403629	0.1240	2542372.881	25.4241916	0.0000
74	2001	PRAS	1.83451052	-12.9274791	0.0000	750960.6587	26.9932197	0.0000
75	2001	SMISM	0.71247716	-1.26918646	0.0191	1411916.249	27.0637186	0.0500
76	2001	KONI	1.07916203	-0.79708892	0.0558	681003.5842	24.9322923	0.0000
77	2002	CEKA	0.323463077	-0.199334101	0.0534	307968.3012	26.4285206	0.0000
78	2002	STTP	7.468364301	-0.153873386	0.0628	1264.685351	26.8769598	0.0000
79	2002	TBLA	1.129934163	-0.056604737	0.0008	481104.7687	27.6524469	0.0000
80	2002	GGRM	0.59147053	-0.779845001	0.0174	1644739.668	30.3688051	0.0361
81	2002	HMSP	0.887574692	-0.552937736	0.0269	3201373.303	29.9151442	0.0135
82	2002	HDTX	6.271768068	0.452804747	0.0579	384865.8034	28.3292817	0.0000
83	2002	SSTM	1.888731868	-0.091082906	0.1043	268055.9936	27.4221736	0.0000
84	2002	KARW	5.755916977	2.876193354	0.0020	2822888.295	26.9213868	0.0000
85	2002	SRSN	1.118245488	-1.131977085	0.0000	1265272.737	25.8336861	0.0000
86	2002	SIMM	1.01256581	0.059451758	0.0140	4351042.075	26.3263952	0.0000
87	2002	DSUC	2.563065765	0.289934599	0.0020	545315.7378	26.6946221	0.0000
88	2002	BUDI	5.694395357	-1.266439665	0.0112	791991.7245	27.5597399	0.0000
89	2002	L.TLS	1.274485189	-0.864976457	0.0364	353920.7308	27.5279757	0.0278
90	2002	DPNS	0.142997543	-0.788228314	0.0190	252143.7838	25.5563999	0.0455
91	2002	KKGI	0.926290417	-0.791334716	0.0000	178283.6279	26.3221136	0.0000
92	2002	APLI	0.925678354	-0.17972585	0.1537	222131.0915	26.3659421	0.0000
93	2002	BRNA	0.816743032	-0.505331116	0.1051	664697.9696	23.978705	0.0000
94	2002	DYNA	0.652828981	0.148912572	0.0050	806996.9911	26.990064	0.0706
95	2002	LMPJ	8.54485578	6.888697349	0.0004	294979.1861	26.946461	0.0000
96	2002	SMPL	0.466390151	-0.078281033	0.0189	1436923.62	25.811874	0.0000
97	2002	ALMI	1.817465747	0.100408815	0.0158	173352.8449	27.6068739	0.0000
98	2002	BTON	0.153111805	-0.445918763	0.0958	1239214.246	23.9470496	0.0000
99	2002	JPRS	0.884516415	0.70558295	0.0220	288376.2201	25.5708409	0.0000
100	2002	L.MSH	2.098595306	2.413716634	0.2561	298719.7724	24.2744051	0.0714

101	2002	LION	0.145567477	0.282736078	0.0180	412799.1874	25.4078293	0.0933
102	2002	TIRA	2.139560128	1.570319902	0.0890	1762003.65	26.0193958	0.0000
103	2002	KICI	0.601993859	0.4571012	0.0460	354016.5287	26.0362501	0.0000
104	2002	IKBI	0.268009829	0.415838604	0.0009	321299.6164	26.726056	0.0000
105	2002	MITDL	1.088775944	1.911893439	0.0410	1072730.353	26.8380072	0.0000
106	2002	ASII	2.656633522	3.356167619	0.0001	1264189.841	30.8962309	0.0000
107	2002	BRAM	1.909256223	1.184399314	0.1731	358905.7363	28.1265987	1.0000
108	2002	HEXA	2.593964149	1.432049693	0.0210	373358.539	27.1828322	0.2025
109	2002	INTA	4.247574031	2.733166083	0.0330	326801.4775	27.2313731	0.0000
110	2002	IPIN	0.589062101	0.776716395	0.0000	162918.4769	25.5464464	0.0000
111	2002	NIPS	7.683523385	6.337218788	0.1240	1322095.521	25.3780639	0.0000
112	2002	PRAS	5.036926386	6.408607902	0.0914	355720.204	26.4373352	0.0000
113	2002	SMSM	0.676518662	0.50825291	0.0191	248805.5866	27.0925279	0.1034
114	2002	KONI	1.413114879	1.472374403	0.0558	1451267.95	24.8693328	0.0000
115	2003	CEKA	0.291298738	-0.18044055	0.0534	292757.3312	26.4110849	0.0133
116	2003	STTP	0.68222856	-0.40101753	0.0818	784.694791	26.9488277	0.0000
117	2003	TBLA	1.279917718	-0.02208049	0.0010	472243.9029	27.7718877	0.0323
118	2003	GGRM	0.580448717	-0.63826399	0.0174	2385188.633	30.4839736	0.0221
119	2003	HMSP	0.767865548	-0.9778249	0.0197	3490998.468	29.95319	0.0268
120	2003	HDTX	6.537053369	0.434188824	0.0579	591866.7875	28.2532301	0.0000
121	2003	SSTM	1.69240221	-0.27173924	0.1040	345160.8987	27.5408053	0.0000
122	2003	KARW	74.7540445	2.895048041	0.0020	4942362.795	26.7462775	0.0000
123	2003	SRSN	1.375692876	-0.915317	0.0000	3387394.785	25.6567609	0.0000
124	2003	SIMM	1.197788497	-0.34950453	0.0140	2833646.084	25.8852536	0.0000
125	2003	DSUC	3.885129466	0.918209745	0.0000	443173.5576	26.7475968	0.0000
126	2003	BUDI	5.471948462	-1.2231071	0.0112	732871.7405	27.55488	0.0000
127	2003	L.TLS	2.076461221	-1.36263866	0.0364	556596.026	27.8369892	0.0070
128	2003	DPNS	0.279225211	-0.65940357	0.0190	276684.9679	25.6420782	0.0000
129	2003	KKGI	0.627578367	-0.63906142	0.0000	287784.2769	26.1447827	0.0000
130	2003	APLI	1.004482102	0.178718939	0.1537	310404.3443	26.4037763	0.0000
131	2003	BRNA	0.928442239	-0.0155337	0.1051	798703.5537	26.3088502	0.0000
132	2003	DYNA	1.110115723	-0.23410601	0.0040	1183087.863	27.3656614	0.0000
133	2003	LMPJ	38.5240874	26.5178737	0.0004	1749216.219	26.9404386	0.0000
134	2003	SMPJ	0.667625169	-0.01046136	0.0176	1263709.85	25.9560842	0.0000
135	2003	ALMI	2.204552491	-0.02131752	0.0176	213563.3014	27.6246428	0.0000

136	2003	BTON	0.066270838	-0.14343138	0.0958	1562000.457	23.8736915	0.0263
137	2003	JPRS	0.451752888	-0.20743421	0.0220	749610.9614	25.466013	0.0000
138	2003	LMSH	1.686325391	-0.24114351	0.2578	415192.2623	24.254409	0.0455
139	2003	LION	0.159067833	-0.65127846	0.0180	427535.6573	25.5096319	0.1059
140	2003	TIRA	3.294948611	-0.99285125	0.0890	993072.6392	26.3742767	0.0000
141	2003	KICI	0.593615015	-0.28079478	0.0460	247855.9562	25.9019942	0.1000
142	2003	IKBI	0.195379448	-0.3679833	0.0009	296744.5379	26.6362255	0.0000
143	2003	MTDL	1.07238221	-0.6226303	0.0040	834394.704	26.8366294	0.0000
144	2003	ASII	1.186802391	0.088685983	0.0000	1722526.568	10.9417213	0.0340
145	2003	BRAM	1.427683412	-0.30596583	0.1731	672416.1525	28.0650355	1.0000
146	2003	HEXA	1.826305177	0.475199566	0.0000	751410.7083	27.0940431	0.0000
147	2003	INTA	3.996618928	-1.36701891	0.0330	413548.8224	27.2028793	0.0000
148	2003	LPIN	0.587407455	0.010691654	0.0000	17784.71641	25.5377727	0.0000
149	2003	NIPS	1.05808515	-0.65985872	0.1240	234456.7217	25.8659406	0.0000
150	2003	PRAS	2.23122547	-0.71213951	0.0591	309083.2632	26.6335881	0.0333
151	2003	SMSM	0.770390023	-0.57342435	0.0190	192622.5944	27.17312	0.1321
152	2003	KONI	1.409943306	0.253749054	0.0558	798477.58	24.8306253	0.0000

### Lampiran 3

#### Hasil Pengujian Asumsi Autokorelasi

##### H I, IOS Rendah

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.482(a)	.232	.208	2.1597551	2.171

a Predictors: (Constant), DY, FCF, SIZE

b Dependent Variable: DEBT

##### H I, IOS Tinggi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.330(a)	.149	.095	3.5994772	1.676

a Predictors: (Constant), DY, FCF, SIZE

b Dependent Variable: DEBT

##### H II, SIZE Besar

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.303(a)	.092	.049	2.5184256	2.376

a Predictors: (Constant), DY, FCF

b Dependent Variable: DEBT

##### H II, SIZE Kecil

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.556(a)	.310	.283	1.6852345	2.195

a Predictors: (Constant), DY, FCF

b Dependent Variable: DEBT

##### H III

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.321(a)	.103	.078	2.8238645	1.810

a Predictors: (Constant), OWNSP, FCF, DY, SIZE

b Dependent Variable: DEBT

#### Lampiran 4

#### Hasil Pengujian Asumsi Multikolinearitas

##### H I, IOS Rendah

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FCF	.995	1.005
	SIZE	.940	1.064
	DY	.941	1.062

a Dependent Variable: DEBT

##### H I, IOS Tinggi

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FCF	.972	1.029
	SIZE	.816	1.226
	DY	.812	1.232

a Dependent Variable: DEBT

##### H II, SIZE Besar

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FCF	.999	1.001
	DY	.999	1.001

a Dependent Variable: DEBT



**H II, SIZE Kecil**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FCF	.989	1.011
	DY	.989	1.011

a Dependent Variable: DEBT

**H III**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FCF	.999	1.001
	OWNSP	.789	1.268
	SIZE	.844	1.185
	DY	.872	1.147

a Dependent Variable: DEBT