

**ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW*, SET
KESEMPATAN INVESTASI, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, DAN UKURAN PERUSAHAAN
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG
(Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan
Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Oleh :

**Muhamad Faisal
NIM. C4A002294**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2004**



SERTIFIKASI

Saya, *Muhamad Faisal*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.


Muhamad Faisal

September 2004

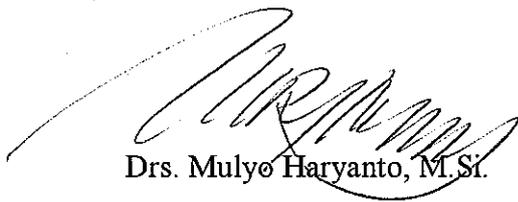
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

**ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW*, SET
KESEMPATAN INVESTASI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL,
DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP
KEBIJAKAN HUTANG
(Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Industri
Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)**

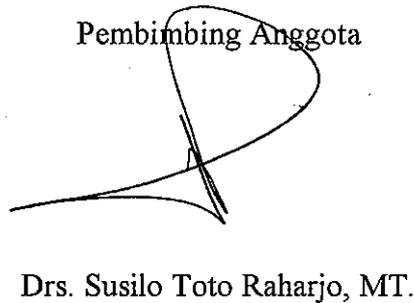
yang disusun oleh Muhamad Faisal, NIM C4A002294
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 14 September 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. Mulyo Haryanto, M.Si.

Pembimbing Anggota



Drs. Susilo Toto Raharjo, MT.

Semarang, 15 September 2004

Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

Researchs which had been studied the impact of ownership structure especially in managerial ownership toward capital structure tend to find inconsistent results (e.g. Kim and Sorensen (1986), Agrawal and Mandelker (1987), Mehran (1992)'s researchs which found that managerial ownership have a positive impact toward debt ratio, conversely Frennd and Hasbrouk (1988) and Jensen et al. (1992) found that managerial ownership have a negative impact toward debt ratio). This may implied to research gap which need further test to find the evidence. Meanwhile condition in Jakarta Stock Exchange indicate that those condition may to consistent with previous research's result and some of them may contrast with previous research's result. These indications need further research to give an empirical evidence in Jakarta Stock Exchange.

This research will study the impact of free cash flow, investment opportunity set (IOS), managerial ownership and company size toward debt policy which represented by debt to equity ratio. Data were secondary data which provided by Indonesian Capital Market Directory 2003. Multiple regression techniques was used to analyse data. Free cash flow, PBV as a proxy of investment opportunity set, managerial ownership and company size used as independent variable meanwhile debt to equity ratio used as dependent variable. Sample in this study were 155 manufacturing companies which listed on Jakarta Stock Exchange and selected by using purposive sampling method. Reseach period were began from 2000 through 2002.

The findings shows that independent variables such free cash flow, investment opportunity set, managerial ownership and company size partially and simultaneously have a significant impact toward debt policy which represented by debt to equity ratio. Free cash flow and company size have a positive and significant impact toward debt policy which represented by debt to equity ratio, meanwhile PBV as proxy of investment opportunity set and managerial ownership have a negative and significant impact toward debt policy which represented by debt to equity ratio.

ABSTRAKSI

Penelitian-penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan saham terutama prosentase kepemilikan manajerial dengan struktur modal perusahaan seringkali menemukan hasil yang tidak konsisten (misalnya penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) yang menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *debt ratio* perusahaan, sedangkan Frennd dan Hasbourk (1988) dan Jensen *et al.* (1992) menemukan pengaruh negatif dari prosentase saham yang dipegang pengelola (kepemilikan manajerial) terhadap *debt ratio* perusahaan). Hal ini tentunya menimbulkan kesenjangan penelitian (*research gap*) yang membutuhkan pembuktian lebih lanjut. Sementara itu indikasi yang terjadi di Bursa Efek Jakarta cenderung ada yang sesuai dengan hasil penelitian terdahulu tersebut, maupun cenderung berlawanan dengan hasil penelitian terdahulu. Hal ini tentu juga membutuhkan penelitian lebih lanjut yang mampu memberikan bukti empiris di Bursa Efek Jakarta.

Penelitian ini melakukan kajian mengenai analisis pengaruh *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi (*investment opportunity set / IOS*), kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *debt to equity ratio*. Data pada penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory 2003*. Analisis data dilakukan dengan menggunakan teknik regresi berganda. Variabel bebas yang digunakan adalah *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi (*investment opportunity set / IOS*), kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan, sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah kebijakan hutang yang diwakili oleh *debt to equity ratio*. Sampel pada penelitian ini adalah sebanyak 155 perusahaan sektor manufaktur yang diambil dengan teknik *purposive sampling*. Waktu pengamatan adalah tahun 2000 hingga 2002.

Hasil penelitian ini adalah bahwa variabel-variabel bebas yang diteliti dalam penelitian ini seperti *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi (*investment opportunity set / IOS*), kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *debt to equity ratio* baik secara simultan maupun secara parsial. *Free cash flow* dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *debt to equity ratio* sementara PBV sebagai proksi set kesempatan investasi (*investment opportunity set / IOS*) dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *debt to equity ratio*.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT., karena hanya atas berkat dan rahmat-Nya tesis yang berjudul “ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW*, SET KESEMPATAN INVESTASI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG (Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)” ini dapat diselesaikan dengan baik.

Pada kesempatan ini, penulis juga menyampaikan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada berbagai pihak yang telah memberikan bimbingan, perhatian baik langsung maupun tidak langsung, antara lain :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, sebagai direktur program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Drs. Mulyo Haryanto, M.Si. sebagai dosen pembimbing utama yang telah memberikan masukan dan bimbingan hingga selesainya tesis ini.
3. Drs. Susilo Toto Raharjo, MT. yang telah memberikan bimbingan dan perhatian sungguh-sungguh sejak awal penulisan tesis ini hingga selesai.
4. Para dosen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan wawasan keilmuan kepada penulis.
5. Segenap staf dan karyawan Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah menyediakan fasilitas-fasilitas yang diperlukan bagi

penulis untuk menyelesaikan studi di Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

6. Keluarga yang senantiasa memberikan dukungan moril dan materiil kepada penulis baik dalam suka maupun duka.
7. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu demi satu, yang turut memberikan bantuan dalam menyelesaikan kasus ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan. Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, September 2004



Muhamad Faisal

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstrak	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.4 Kegunaan Penelitian.....	9
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN	
2.1 Telaah Pustaka.....	11
2.1.1 <i>Agency Theory</i>	11
2.1.2 Kebijakan Hutang.....	13
2.1.3 <i>Free Cash Flow</i>	15
2.1.4 Set Kesempatan Investasi (<i>Investment Opportunity Set / IOS</i>).....	18
2.1.5 Kepemilikan Manajerial.....	21
2.1.6 Ukuran Perusahaan.....	24
2.2 Penelitian Terdahulu dan Posisi Penelitian Dibandingkan Dengan Penelitian Terdahulu.....	26
2.2.1 Penelitian Terdahulu.....	26
2.2.2 Posisi Penelitian Dibandingkan Dengan Penelitian Terdahulu.....	30
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	30
2.4 Hipotesis.....	32
2.5 Definisi Operasional Variabel.....	36
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1 Jenis dan Sumber Data.....	38
3.2 Populasi dan Sampel.....	39
3.3 Metode Pengumpulan Data.....	41
3.4 Teknik Analisis.....	41
3.4.1 Pengujian Asumsi Klasik.....	42
3.4.1.1 Uji Normalitas Data.....	42

3.4.1.2 Uji Otokorelasi.....	43
3.4.1.3 Uji Heteroskedastisitas.....	44
3.4.1.4 Uji Multikolinieritas.....	44
3.4.2 Pengujian Hipotesis.....	45
BAB IV ANALISIS DATA	
4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	47
4.1.1 Sub Sektor Perusahaan-Perusahaan Sampel.....	47
4.1.2 Total Assets Perusahaan-Perusahaan Sampel.....	48
4.1.3 Laba / Rugi Operasional Perusahaan-Perusahaan Sampel.....	49
4.2 Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan....	51
4.2.1 Statistika Deskriptif Variabel <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER).....	52
4.2.2 Statistika Deskriptif Variabel <i>Free Cash Flow</i> (FCF).....	53
4.2.3 Statistika Deskriptif Variabel Set Kesempatan Investasi (<i>Investment Opportunity Set / IOS</i>).....	54
4.2.4 Statistika Deskriptif Variabel Kepemilikan Manajerial (OWNSP).....	55
4.2.5 Statistika Deskriptif Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE).....	56
4.3 Analisis Data.....	57
4.3.1 Pengujian Asumsi Klasik.....	57
4.3.1.1 Uji Normalitas Data.....	58
4.3.1.2 Uji Heteroskedastisitas.....	59
4.3.1.3 Uji Multikolinieritas.....	61
4.3.1.4 Uji Otokorelasi.....	63
4.3.2 Pengujian Hipotesis.....	64
4.3.2.1 Pengujian Hipotesis 1.....	65
4.3.2.2 Pengujian Hipotesis 2.....	66
4.3.2.3 Pengujian Hipotesis 3.....	68
4.3.2.4 Pengujian Hipotesis 4.....	69
4.3.2.5 Pengujian Hipotesis 5.....	70
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	
5.1 Kesimpulan.....	72
5.1.1 Kesimpulan Atas Setaip Hipotesis.....	72
5.1.2 Kesimpulan Penelitian.....	73
5.2 Implikasi Kebijakan.....	75
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	76
5.4 Agenda Penelitian Yang Akan Datang.....	77

DAFTAR TABEL

TABEL		Halaman
1.1	<i>Free Cash Flow</i> , PBV, DER dan Prosentase Kepemilikan Manajerial Pada Beberapa Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001.....	6
2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	29
3.1	Sampel Penelitian.....	40
4.1	Sub Sektor Perusahaan Sampel.....	47
4.2	Total Asset Perusahaan-Perusahaan Sampel Pada Tahun 2002...	48
4.3	Laba / Rugi Operasional Perusahaan-Perusahaan Sampel Pada Tahun 2002.....	49
4.4	Statistika Deskriptif Variabel Yang Digunakan.....	52
4.5	Hasil Uji Kolmogorov Smirnov.....	58
4.6	Hasil Uji Glejser.....	60
4.7	Hasil Uji Multikolinieritas.....	62
4.8	Hasil Uji Durbin Watson.....	63
4.9	Hasil Analisis Regresi Berganda.....	65

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	32

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1. Data Yang Digunakan Untuk Analisis Regresi Berganda...	81
Lampiran 2. Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian.....	85
Lampiran 3. Output Uji Normalitas Data.....	86
Lampiran 4. Output Uji Heteroskedastisitas.....	87
Lampiran 5. Output Regresi Berganda.....	89

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Namun pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang berbeda dengan tujuan utama tersebut. Sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Menurut teori keagenan (*agency theory*) yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), dinyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (*agency conflict*). Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktifitas sumber dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (*investment decision*).

Konflik antara pengelola perusahaan dengan pemegang saham telah menjadi bidang studi yang menarik perhatian para peneliti (Himmelberg *et al.*, 1999). Ketika pemegang saham kesulitan memonitor pengelola perusahaan, maka aset perusahaan dapat saja digunakan untuk kepentingan pengelola daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa cara untuk mengatasi hal tersebut adalah dengan memberikan sebagian

kepemilikan kepada pengelola. Cara ini akan turut pula membantu memecahkan masalah *moral hazard* dengan melakukan menyelarasan antara kepentingan pengelola dengan kepentingan pemegang saham.

Crutchley dan Hansen (1989) dalam penelitiannya tentang kebijakan hutang dilihat dari sisi pemegang saham menemukan bahwa semakin banyak pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang semakin kecil (tidak ada suara mayoritas) maka kemampuan monitoring pemegang saham tidak efektif, sehingga diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham dalam memonitor dan membatasi manajemen maka masuklah pihak *debtholders* untuk mengurangi *agency cost of equity*.

Jensen (1986) menjelaskan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow* (Ross *et al.* (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap) karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Bila cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* demi kepentingannya sendiri.

Perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas memiliki sifat *limited liability* (yaitu tanggung jawab pemilik terbatas pada modal yang disetorkan)

maka perusahaan mungkin memutuskan untuk menggunakan rasio hutang yang terlalu tinggi karena ingin menggeser risiko finansial kepada para kreditur. Karakteristik *limited liability* tersebut akan mengakibatkan pemilik menikmati seluruh manfaat (setelah dikurangi bunga pinjaman) apabila investasi berhasil, dan kreditur ikut menanggung kerugian pada saat investasi gagal. Sebaliknya para kreditur pun akan menyadari situasi yang mereka hadapi apabila mereka memberikan kredit pada perusahaan yang telah mempunyai hutang yang terlalu tinggi. Para kreditur akan meminta imbalan (suku bunga) yang makin tinggi dan mensyaratkan berbagai *covenant* yang akan mengamankan kredit yang mereka berikan (Suad Husnan, 2001).

Hubungan antara kebijakan hutang dan *free cash flow* adalah positif dan secara statistik signifikan pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah (Gull dan Jaggi, 1999). Hasil temuan ini mendukung hipotesis Jensen (1986) yang menyatakan bahwa hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) rendah. Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi ketika perusahaan memiliki set kesempatan investasi rendah. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level utang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas di bawah kendali manajemen. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak

harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

Variabel lain yang diperkirakan memiliki pengaruh terhadap struktur hutang perusahaan adalah ukuran perusahaan. Tarjo dan Jgiyanto H.M. (2003) menyatakan bahwa ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan level hutang perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aset bernilai besar dibandingkan perusahaan kecil.

Sementara itu penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah banyak dilakukan. Penelitian tersebut umumnya menggunakan *managerial ownership* sebagai unsur struktur kepemilikan dan mereka menemukan hasil yang berbeda. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* perusahaan, sedangkan Frennd dan Hasbourk (1988) dan Jensen *et al.* (1992) menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang manajer (kepemilikan manajerial) dengan *debt ratio* perusahaan. Ketidak konsistenan ini menimbulkan *research gap* yang membutuhkan penelitian lebih lanjut.

Tarjo dan Jogiyanto (2003) dalam penelitiannya menemukan bukti empiris bahwa pada perusahaan manufaktur di Indonesia, *free cash flow* berhubungan positif dengan tingkat utang pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah dan kepemilikan manajerial mampu digunakan

untuk untuk mengendalikan biaya keagenan (*agency cost*) penggunaan hutang. Penelitian dilakukan pada periode tahun 1996 sampai dengan tahun 2000 sehingga keakuratan data ini bisa bias karena penggunaan data pada periode sebelum dan sesudah krisis moneter melanda Indonesia yang berkepanjangan tidak dibedakan, sehingga penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan jumlah sampel yang lebih representatif dengan periode sesudah krisis moneter yang lebih sesuai dengan kondisi Bursa Efek Jakarta pada saat ini. Berdasarkan hal tersebut maka penelitian ini akan menggunakan periode penelitian tahun 2000-2002.

Sebagai gambaran awal mengenai kondisi perusahaan-perusahaan sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta pada tahun periode penelitian, maka pada Tabel 1.1 berikut ini dimuat data tentang tentang 12 perusahaan industri manufaktur yang telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta. Dilihat dari rasio DER ke-12 perusahaan tersebut terdapat satu perusahaan yang rasio DER di atas 9%, lima perusahaan di atas 1%, dan enam perusahaan di bawah 1%. Dilihat dari persentase kepemilikan manajerial terdapat tiga perusahaan yang persentasenya di bawah 50% dan 9 perusahaan kepemilikan manajerial di atas 50%. *Free Cash Flow* ke-12 perusahaan tersebut menunjukkan nilai yang bervariasi yaitu ada yang positif dan ada yang negatif. Dilihat dari PBV yang merupakan unsur set kesempatan investasi (Imam Subekti dan Indra Wijaya (2000), Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003) dan Gul (1999) menyatakan bahwa PBV merupakan variabel yang dapat digunakan sebagai proksi set kesempatan

investasi) terdapat tujuh perusahaan yang rasio PBV di atas 1 kali dan lima perusahaan lainnya rasio PBV di bawah 1x.

Tabel 1.1

**Free Cash Flow, PBV, DER dan Prosentase Kepemilikan Manajerial
Pada Beberapa Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat
di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001**

NAMA PERUSAHAAN	FCF	PBV	DER	UKURAN	% KEPEMILIKAN
	2001	2001	2001	2001	2001
PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI	46882.83	2.39	2.11	513597	91
PT. BAT INDONESIA	-44710.2	1.03	0.81	730886	71
PT. GUDANG GARAM	-4056586	2.03	0.64	13448124	74
PT. ANEKA KIMIA RAYA	203866.5	0.34	0.63	623789	74
PT. DUTA PERTIWI NUSANTARA	-80605.8	0.46	0.19	131619	58
PT. INDOCEMENT TUNGGAL P	-20836.3	0.93	3.32	11930019	92
PT. SEMEN GRESIK	339173.2	1.02	1.76	8763075	77
PT. ALUMINDO LIGHT METAL I	-76481.8	0.42	1.91	1049057	91
PT. ASTRA GRAPHIA	-184969	1.93	2.43	837637	79
PT. ASTRA INTERNATIONAL	2838344	1.52	9.35	26573546	52
PT. BAYER INDONESIA	-51307.2	1.09	0.89	537562	91
PT. MUSTIKA RATU	-135006	0.36	0.35	295031	71

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*

Berdasarkan Tabel 1.1 maka terlihat bahwa adanya kecenderungan bahwa makin besar nilai *Free Cash Flow* maka makin tinggi nilai DER nya, lebih lanjut diketahui pula bahwa makin tinggi nilai PBV nya maka akan makin tinggi nilai DERnya. Dari Tabel yang sama pula dapat diketahui adanya kecenderungan bahwa makin tinggi prosentase kepemilikan manajerial maka akan makin rendah nilai DER perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa adanya indikasi bahwa kondisi di Bursa Efek Jakarta cenderung bertentangan dengan hasil penelitian Frennd dan Hasbourk (1988) dan Jensen *et al.* (1992) yang menemukan hubungan negatip antara prosentase saham yang dipegang manajer (kepemilikan manajerial) dengan *debt ratio* perusahaan. Untuk *free cash flow*, kondisi di Bursa Efek Jakarta mengindikasikan bahwa *free cash flow*

berhubungan positif dengan level hutang, hal ini konsisten dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang, namun hal ini masih membutuhkan pembuktian lebih lanjut.

Penelitian ini juga akan mengkaji pengaruh dari ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dilakukan karena secara teoritis sebagaimana dinyatakan oleh Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003), ukuran perusahaan akan memiliki pengaruh yang positif terhadap struktur modal perusahaan. Dan dari Tabel 1.1 terindikasi bahwa makin besar ukuran perusahaan maka akan makin tinggi nilai DER. Namun tentu saja indikasi-indikasi ini masih membutuhkan pengujian statistik yang lebih dalam. Sehingga pembuktian hal tersebut akan dilakukan pada penelitian ini.

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian-penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan saham terutama prosentase kepemilikan manajerial dengan struktur modal perusahaan seringkali menemukan hasil yang tidak konsisten (misalnya penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) yang menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *debt ratio* perusahaan, sedangkan Frennd dan Hasbourk (1988) dan Jensen *et al.* (1992) menemukan pengaruh negatif dari prosentase saham yang dipegang pengelola (kepemilikan manajerial) terhadap *debt ratio* perusahaan. Hal ini tentunya menimbulkan kesenjangan penelitian (*research gap*) yang membutuhkan pembuktian lebih lanjut.

Sementara itu adanya indikasi bahwa kondisi di Bursa Efek Jakarta cenderung ada yang bertentangan dengan hasil penelitian terdahulu seperti hasil penelitian Frenn dan Hasbounk (1988) dan Jensen *et al.* (1992) yang menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang manajer (kepemilikan manajerial) dengan *debt ratio* perusahaan sementara kondisi di Bursa Efek Jakarta mengindikasikan hal yang sebaliknya dan ada yang terindikasi mendukung seperti *free cash flow* berhubungan positif dengan level hutang, yang konsisten dengan pernyataan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang juga menimbulkan perlunya dilakukan kajian khusus. Lebih lanjut PBV sebagai proksi set kesempatan investasi dan ukuran perusahaan juga perlu dipertegas kembali pengaruhnya terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dari *debt to equity ratio*. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan pertanyaan penelitian (*research question*) sebagai berikut :

1. Bagaimanakah pengaruh *free cash flow* terhadap *debt to equity ratio*?
2. Bagaimanakah pengaruh PBV sebagai proksi set kesempatan investasi terhadap *debt to equity ratio*?
3. Bagaimanakah pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *debt to equity ratio*?
4. Bagaimanakah pengaruh ukuran perusahaan terhadap *debt to equity ratio*?
5. Apakah *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt to equity ratio*?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap *debt to equity ratio*.
2. Untuk menganalisis pengaruh PBV sebagai proksi set kesempatan investasi terhadap *debt to equity ratio*.
3. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *debt to equity ratio*.
4. Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap *debt to equity ratio*.
5. Untuk menganalisis pengaruh *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap *debt to equity ratio*.

1.4 Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada khususnya dan bagi perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada umumnya, diharapkan penelitian ini dapat memberikan masukan mengenai pentingnya *free cash flow*, set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan dalam menentukan struktur modal perusahaan.

2. Bagi investor saham, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi mengenai faktor-faktor yang sekiranya mampu mempengaruhi struktur modal perusahaan.
3. Bagi peneliti dan pihak akademisi yang tertarik untuk melakukan kajian yang lebih mendalam di bidang yang sama, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi dan landasan pijak bagi penelitian yang akan datang.

BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 *Agency Theory*

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantaranya. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *Agency Cost* (Jensen dan Meckling, 1976).

Jensen dan Meckling (1976) mengelompokkan biaya keagenan tersebut ke dalam tiga bentuk, yakni (1) *Monitoring Costs*, yang merupakan biaya untuk memonitor perilaku manajer, (2) *Bonding Costs*, yang merupakan biaya untuk membentuk mekanisme untuk menjamin bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, dan (3) *Residual Loss*, yang merupakan biaya untuk mendorong manajer bertindak sesuai dengan kemampuannya untuk kepentingan pemegang saham.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu, pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Kedua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Di samping itu hutang juga akan menurunkan *free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Jensen *et al.*, 1992).

Keempat, investor institusional sebagai *monitoring agents*. Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap

keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

2.1.2 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan proksi dari risiko yang dihadapi oleh pemegang saham dan menjadi biaya keagenan dalam konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Myers (1977) dan Myers dan Majluf (1984) menjelaskan keterkaitan antara kebijakan hutang dengan profitabilitas perusahaan yang menyatakan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan akan menurunkan hutangnya. Karena memiliki sumber dana internal yang lebih besar dari laba (*earnings*) untuk membiayai program investasinya.

Chen dan Stainer (1999) menyatakan bahwa perusahaan menggunakan hutang untuk mendanai sebagian besar aktiva. Kebijakan hutang berhubungan positif dengan risiko sehingga peningkatan hutang meningkatkan risiko keuangan. Peningkatan risiko keuangan berarti menimbulkan konflik sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi konflik keagenan. Sementara itu menurut Jensen dan Meckling (1976) penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Bertentangan dengan penemuan tersebut, Friend dan Lang (1988)

menyatakan bahwa penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* dan *nondiversifiable risk* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan.

Debt Equity Ratio yang rendah diharapkan mengurangi risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* juga menimbulkan konflik keagenan di antaranya melalui *asset substitution* dan *under investment* (Copeland, 1988) sehingga kepemilikan manajerial terkait dengan risiko kebangkrutan yang disebabkan oleh hutang. Easterbrook (1984) berargumentasi bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan terhadap manajemen namun bila biaya monitoring tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga untuk membantu melakukan pengawasan. Pihak ketiga tersebut dengan sendirinya akan berusaha melakukan tindakan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut.

Perusahaan-perusahaan seperti bank dan pembiayaan adalah contoh perusahaan yang mempunyai rasio hutang yang cukup tinggi. Apabila perusahaan berbentuk *limited liability company* maka kemungkinan terjadinya *debt agency problems* akan lebih besar. Kasus *leveraged buyout* Nabisco yang menyebabkan harga obligasi lama sampai jatuh sekitar 20% (Damodaran, 1997) mengilustrasikan masalah tersebut. Semakin terkonsentrasi kepemilikan perusahaan, semakin besar kemungkinan terjadinya *debt agency problems*. Karena itulah para kreditor akan mensyaratkan berbagai *covenant* untuk melindungi kredit mereka yang mereka berikan. Ketentuan-ketentuan tersebut misalnya mempertahankan

rasio likuiditas minimal tertentu, membatasi pembagian dividen maksimum dalam persentase tertentu dan sebagainya. Teori keuangan juga menjelaskan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan dapat dilakukan atas biaya (pengorbanan) pihak kreditur (Haley dan Shall, 1979).

Agar *agency problem* tidak merugikan pemilik perusahaan, mekanisme yang sering ditempuh adalah dengan meningkatkan monitoring dan kontrol terhadap keputusan-keputusan manajemen. Dari sisi kreditur, transparansi manajemen akan mengurangi *debt agency problem*. Dengan pertimbangan bahwa perusahaan-perusahaan multi nasional mempunyai monitoring dan kontrol yang lebih baik terhadap manajemen dan juga lebih transparan, maka diharapkan perilaku manajemen mereka akan lebih sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Dengan demikian maka keputusan pendanaan yang diambil diharapkan tidak akan merugikan pemilik perusahaan dan juga kreditornya (Suad Husnan, 2001).

2.1.3 *Free Cash Flow*

Ross *et al.* (2000) 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. Menurut Ross *et al.* (2000) kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasi lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif

yang diterimanya. Di sisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka.

Hipotesis Jensen (1986) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. Menurut Jensen (1986) *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen.

Free Cash Flow merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.*(2000), yaitu :

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

$$FCF_{it} = \text{Free Cash Flow}$$

$$AKO_{it} = \text{Aliran kas operasi perusahaan I pada tahun } t$$

$$PM_{it} = \text{Pengeluaran modal perusahaan I pada tahun } t$$

$$NWC_{it} = \text{Modal kerja bersih perusahaan I pada tahun } t$$

Aliran kas operasi adalah kas berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada asset tetap yaitu asset tetap bersih akhir periode dikurangi asset tetap bersih pada awal periode. Sedangkan modal kerja bersih adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama.

Agrawal dan Jayaraman (1994) secara empiris menguji hubungan antara *free cash flow* dan level hutang yang didasarkan atas sampel yang tidak mempertimbangkan perbedaan antara perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah dan tinggi. 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), peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai kombinasi nilai set kesempatan investasi. Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar. Hasil temuan tersebut berimplikasi bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah harus mencari alternatif pendanaan misalnya melalui kebijakan hutang.

Vogt (1994) menemukan bahwa hubungan antara aliran kas dan pengeluaran investasi berbeda antara perusahaan kecil dan perusahaan besar. Semakin kecil pertumbuhan perusahaan sesuai dengan perilaku *pecking order* (Myers dan Majluf, 1984), sementara perusahaan-perusahaan besar yang tidak bertumbuh sesuai dengan perilaku *free cash flow* sebagaimana dijelaskan oleh Jensen (1986), yaitu permasalahan *free cash flow* akan lebih nyata untuk perusahaan besar, karena akan memerlukan mekanisme untuk memantau manajer dalam membuat keputusan yang terbaik bagi para pemegang saham.

Gull dan Jaggi (1999) dalam penelitiannya dengan menggunakan data sebanyak 1869 observasi pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat

dengan menggunakan periode penelitian antara tahun 1989 sampai 1993, menemukan pengaruh antara *free cash flow* dengan level hutang yang berbeda antara perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah. Beberapa penelitian tersebut secara umum memberikan bukti yang mendukung bahwa terdapat pengaruh positif dari *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hal ini sesuai dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi.

2.1.4 Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*)

Munculnya istilah set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) dikemukakan oleh Myers (1977) yang menguraikan pengertian perusahaan yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi.

Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti seperti Gaver dan Gaver (1993), Jones dan Sharma (2001) dan Gull (1999) telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan 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. (Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma, 1999).

Proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh Gaver dan Gaver (1993), Jones dan Sharma (2001) dan Gull (1999) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan pada faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Klasifikasi nilai IOS ini telah digunakan oleh Kallapur dan Trombley (1999) dalam melakukan studinya.

Klasifikasi IOS tersebut adalah sebagai berikut : (1) Proksi berdasarkan harga, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya. (2) Proksi berdasarkan investasi, proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi pada masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan. (3) Proksi berdasarkan varian, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva.

Meskipun terdapat tiga proksi IOS, namun Gull (1999) mengemukakan bahwa IOS merupakan 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. Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003) mengemukakan bahwa rasio *market to book value of equity* (MVEBVE) atau sering disingkat sebagai *Price to Book Value* (PBV) dapat digunakan sebagai salah satu proksi IOS. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), rasio tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan selain itu rasio tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan (Gaver dan Gaver, 1993 dan Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi, 2003).

Rasio *price to book value* mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992). Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan (Collin dan Kothari, 1989).

Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set kesempatan investasi (IOS) rendah. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* yang mempunyai level hutang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas di bawah kendali manajemen. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow*

rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

Lang *et al.*(1996) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan pada masa mendatang untuk perusahaan yang hanya memiliki kesempatan pertumbuhan yang terbatas. Gull dan Jaggi (1999) menemukan hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Smith dan Watts (1992) secara empiris menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh dari IOS terhadap kebijakan hutang adalah negatif.

2.1.5 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan dari dalam (*insider ownership*) bervariasi di antara perusahaan-perusahaan (Demsetz dan Lehn, 1985). Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer berkaitan erat dengan dengan kontrol dan monitoring atas perilaku manajemen, sebagai konsekuensi dari adanya konflik keagenan. Jika tingkat kepemilikan manajemen rendah, berarti

manajemen mempunyai pengaruh dan *voting power* terbatas, sedangkan investor eksternal mempunyai kuasa untuk memonitor dan membatasi perilaku oportunistik manajer, sehingga mengurangi konflik keagenan. Konsekuensinya, kedua pihak mempunyai pengaruh positif terhadap *managerial incentive problems* (Brailsford *et al.*, 2001), yakni mengurangi perilaku oportunistik manajer.

Konflik kepentingan dapat timbul di antara pemegang saham ketika pemegang saham memiliki kendali lebih besar dari pada yang seharusnya. Apabila seseorang memiliki kendali yang berlebihan maka dia akan cenderung memiliki insentif untuk memperoleh keuntungan pribadi karena akan cenderung menguasainya akibatnya kinerja perusahaan akan menurun (Joh, 2001). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kecenderungan ini meningkat ketika kepemilikan pemegang saham pengendali berkurang. Pada perusahaan dengan kepemilikan yang terbagi-bagi, pemilik saham terbesar akan mengendalikan perusahaan. Pada perusahaan yang dimiliki oleh konglomerat dengan kepemilikan institusi, pemegang saham pengendali akan mengendalikan perusahaan dengan sedikit kepentingan. Besaran perusahaan berasosiasi dengan biaya diversifikasi yang ditanggung manajer dan berasosiasi negatif dengan *floatation cost* (Hansen, 1989) untuk mengontrol biaya keagenan ekuitas. Dalam hal ini manajer perusahaan besar akan mengurangi kepemilikannya (*liquidation cost*) dan akan memperbesar dividen (Crutchley dan Hansen, 1989).

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (Megginson, 1997). Keinginan pemegang saham berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan dari manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan.

Agrawal dan Mendelker (1987) menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manajer serta karakteristik dari keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan terutama perubahan dalam *return on asset*. Hasil penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial pada perusahaan yang varian *returnnya* meningkat lebih besar daripada yang varian *returnnya* rendah. Moh'd *et al.* (1998) melakukan penelitian mengenai pengaruh dari struktur kepemilikan pada kebijakan hutang perusahaan. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan beberapa variabel *agency* lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama. Bathala *et al.* (1994) menguji pengaruh kepemilikan institutional terhadap *debt ratio* dan *insider ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan insider, *earning volatility*, Biaya pengembangan riset dan biaya periklanan, pertumbuhan, kepemilikan institusi memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) menguji hubungan antara kepemilikan internal, hutang, dan kebijakan dividen. Hasil penelitian

menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Penelitian Noronha *et al.* (1992) menitikberatkan pada rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blockholder* dividen merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi *agency problem*. Dengan demikian akan terjadi interaksi di antara keputusan dividen dan keputusan struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak semua kondisi dividen itu relevan untuk meminimumkan *agency problem*. Friend dan Lang (1988), menguji apakah struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang adalah negatif.

2.1.6 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan level hutang 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. Short dan Keasey (1999) juga menyatakan bahwa besarnya ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemudahan suatu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal.

Titman dan Wessel (1988) memberikan bukti bahwa ada hubungan positif antara level hutang dan ukuran perusahaan. Beberapa temuan penelitian lain yang menyatakan bahwa level hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan adalah penelitian yang dilakukan oleh Mason dan Merton (1985), Kester (1986), Kole (1991). Penelitian-penelitian tersebut memberi bukti bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki level hutang yang tinggi. Perusahaan-perusahaan besar memiliki hutang yang tinggi karena memiliki kemudahan untuk mengakses kepada pihak ketiga, hal ini bisa dikatakan sebagai akibat dari *size effect*. Di sisi lain, perusahaan-perusahaan kecil secara umum tidak memiliki posisi yang kuat terhadap persoalan hutang, karena kapabilitasnya terhadap pinjaman dibatasi. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh dari ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang adalah positif

2.2 Penelitian Terdahulu dan Posisi Penelitian Dibandingkan dengan Penelitian Terdahulu

2.2.1 Penelitian Terdahulu

Adiprasetyo (2002) dalam penelitiannya menguji hubungan set kesempatan investasi (IOS) dengan kebijakan hutang. IOS menunjukkan perusahaan yang sedang tumbuh atau tidak. Hasil penelitiannya adalah perusahaan yang pertumbuhannya tinggi mempunyai kebijakan hutang yang rendah. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Smith dan Watts (1992) menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan.

Wahidahwati (2002) menguji hubungan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Metode penelitian yang dilakukan dengan menggunakan persamaan regresi. Hasil penelitiannya terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan hasil penelitian Frennd dan Hasbourk (1988) dan Jensen *et al.* (1992) menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (*institutional*) dan kepemilikan saham oleh pihak internal mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif

dengan *debt ratio*. Dalam penelitiannya, Wahidahwati (2002) juga menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel dalam menguji kebijakan hutang. Hasil yang diperoleh adalah hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan hutang adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Moh'd *et al.* (1998).

Tarjo dan Jogiyanto (2003) dalam penelitiannya mengenai *free cash flow* menggunakan set kesempatan investasi sebagai variabel moderat. Alasan menggunakan set kesempatan investasi sebagai variabel moderat adalah hasil analisis terhadap pengujian bila hanya menggunakan *free cash flow* saja sebagai variabel adalah tidak signifikan. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang akan signifikan bila diketahui set kesempatan investasi perusahaan rendah atau tinggi. Penelitian yang dilakukan mengelompokkan perusahaan-perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah atau tinggi. Hasil kesimpulan penelitiannya adalah *free cash flow* berhubungan positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah.

Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen. Hipotesis Jensen (1986) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. Hubungan antara hutang dan *free cash flow* adalah positif dan secara statistik signifikan untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah (Gull dan Jaggi, 1999). Hasil temuan ini mendukung hipotesis Jensen (1986) yang

menyatakan bahwa hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan set kesempatan investasi rendah.

Fitri Ismiyanti dan Mamduh M. Hanafi (2003) menguji persamaan simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institutional, risiko, kebijakan hutang, dan kebijakan dividen. Metode penelitian menggunakan persamaan regresi secara simultan antara variabel-variabel yang saling mempengaruhi. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Hasil penelitiannya sesuai dengan hasil penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Hasil ringkasan penelitian terdahulu tersebut dapat dilihat pada Tabel 2.1 berikut ini.

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Tujuan Penelitian	Variabel yang digunakan	Teknik Analisis	Hasil penelitian
Adiprasetyo (2002)	Menguji hubungan set kesempatan investasi (IOS) dengan kebijakan hutang	IOS Pertumbuhan perusahaan Kebijakan hutang	Uji beda	Pertumbuhan perusahaan yang tinggi maka kebijakan hutang rendah (hubungan negatif)
Wahidahwati (2002)	Menguji hubungan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang	Kepemilikan manajerial Kepemilikan Institusional Ukuran Perusahaan Kebijakan hutang	Regresi	Kebijakan manajerial berpengaruh secara negatif dengan kebijakan hutang. Ukuran perusahaan berpengaruh secara positif dengan kebijakan hutang perusahaan
Tarjo dan Jogiyanto (2003)	Menguji hubungan <i>free cash flow</i> dengan kebijakan hutang	<i>Free cash flow</i> IOS Kebijakan hutang	Regresi berganda	<i>Free cash flow</i> berpengaruh secara positif dengan kebijakan hutang
Fitri Ismayanti dan Mamduh Hanafi (2003)	Menguji persamaan secara simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang, dan kebijakan dividen	Kepemilikan manajerial Kepemilikan Institusional Risiko Kebijakan Hutang Kebijakan dividen	Persamaan regresi secara simultan	Kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif terhadap kebijakan hutang

Sumber : berbagai jurnal penelitian

2.2.2 Posisi Penelitian Dibandingkan dengan Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian terdahulu yang telah dijabarkan sebelumnya seperti penelitian yang dilakukan Wahidahwati (2002), Fitri Ismiyanti dan Mamduh M. Hanafi (2002), dan Adi Prasetyo (2003) menggunakan periode penelitian pada masa sebelum krisis moneter terjadi di Indonesia. Wahidahwati (2002) menggunakan periode penelitian 1993-1996, Fitri Ismiyanti dan Mamduh M. Hanafi (2002) menggunakan periode penelitian di bawah tahun 1997 dan Adi Prasetyo (2003) menggunakan periode penelitian 1991-1996. Sementara itu penelitian Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003) telah menggunakan periode di mana krisis moneter telah terjadi di Indonesia yaitu periode 1996-2000. Namun penelitian Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003) tersebut mencampurkan periode tersebut tanpa memilahnya secara jelas.

Lebih lanjut adanya perbedaan-perbedaan hasil penelitian terdahulu seperti penelitian Wahidahwati (2002) dan Fitri Ismiyanti dan Mamduh M. Hanafi (2002) menimbulkan *research gap* yang membutuhkan penelitian sejenis. Berbeda dengan penelitian-penelitian terdahulu tersebut, penelitian ini akan menggunakan periode setelah masa krisis moneter yaitu periode tahun 2000-2002 yang dirasakan lebih mencerminkan kondisi Bursa Efek Jakarta pada masa sekarang ini.

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

Tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali

terhadap perusahaan. Untuk membiayai perusahaan manajer akan meningkatkan pendanaan dengan hutang sehingga pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang adalah positif.

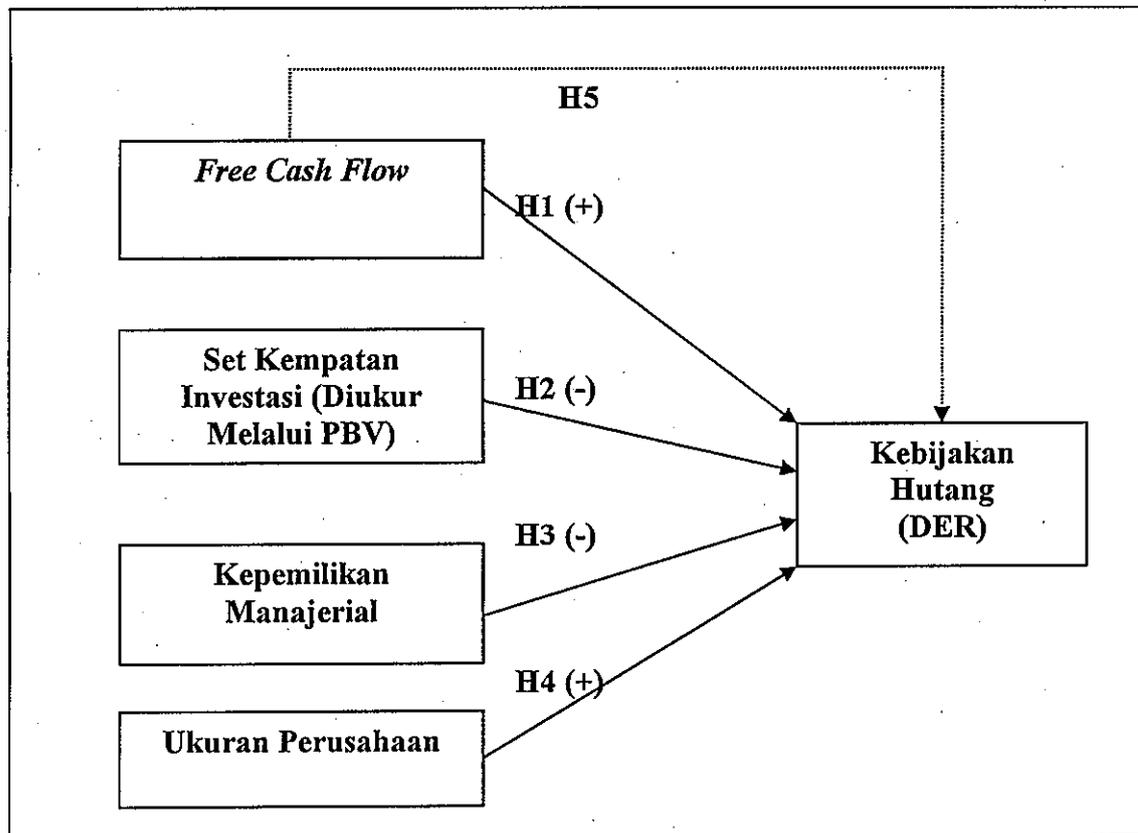
Smith dan Watts (1992) secara empiris menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial. Sehingga pengaruh dari IOS terhadap kebijakan hutang adalah negatif.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (Megginson, 1997). Keinginan pemegang saham berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan dari manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Hasil penelitian Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang adalah negatif.

Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal. Karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Pengaruh ukuran perusahaan adalah positif terhadap kebijakan hutang.

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Dikembangkan untuk tesis ini.

2.4 Hipotesis

Gull dan Jaggi (1999) dalam penelitiannya dengan menggunakan data sebanyak 1869 observasi pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat

dengan menggunakan periode penelitian antara tahun 1989 sampai 1993, menemukan pengaruh antara *free cash flow* dengan level hutang yang berbeda antara perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah. Penelitian tersebut secara umum memberikan bukti yang mendukung bahwa terdapat pengaruh positif dari *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Hal ini sesuai dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*

Lang *et al.*(1996) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan pada masa mendatang untuk perusahaan yang hanya memiliki kesempatan pertumbuhan yang terbatas. Gull dan Jaggi (1999) menemukan hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Smith dan Watts (1992) secara empiris menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh dari IOS terhadap kebijakan hutang adalah negatif.

H2 : Set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) menguji hubungan antara kepemilikan internal, hutang, dan kebijakan dividen. Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan. Sementara itu penelitian Noronha *et al.* (1992) menitikberatkan pada rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blockholder* dividen merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi *agency problem*. Dengan demikian akan terjadi interaksi di antara keputusan dividen dan keputusan struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak semua kondisi dividen itu relevan untuk meminimumkan *agency problem*. Friend dan Lang (1988), menguji apakah struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang adalah negatif.

H3 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*

Titman dan Wessel (1988) memberikan bukti bahwa ada hubungan positif antara level hutang dan ukuran perusahaan. Beberapa temuan penelitian lain yang menyatakan bahwa level hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan adalah penelitian yang dilakukan oleh Mason dan Merton (1985), Kester (1986), Kole (1991). Penelitian-penelitian tersebut memberi bukti bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki level hutang yang tinggi. Perusahaan-perusahaan besar memiliki hutang yang tinggi karena memiliki kemudahan untuk mengakses kepada pihak ketiga, hal ini bisa dikatakan sebagai akibat dari *size effect*. Di sisi lain, perusahaan-perusahaan kecil secara umum tidak memiliki posisi yang kuat terhadap persoalan hutang, karena kapabilitasnya terhadap pinjaman dibatasi. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh dari ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang adalah positif

H4 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*

Berdasarkan penjelasan dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial, maka dirumuskan pula hipotesis bahwa *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*.

H5 : *Free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt to equity ratio*

2.5 Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan DER sebagai variabel terikat, sementara itu variabel bebas yang digunakan adalah *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan. Berikut ini adalah definisi operasional variabel tersebut.

1. *Debt to Equity Ratio* (DER), DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber perdanaan usaha (Yogo Purnomo, 1998). Data ini diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory*.
2. *Free cash flow* (FCF), Ross *et al.* (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000), yaitu :

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

$$FCF_{it} = \text{Free Cash Flow}$$

$$AKO_{it} = \text{Aliran kas operasi perusahaan I pada tahun } t$$

$$PM_{it} = \text{Pengeluaran modal perusahaan I pada tahun } t$$

$$NWC_{it} = \text{Modal kerja bersih perusahaan I pada tahun } t$$

3. Set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*), dalam penelitian ini diwakili oleh PBV. *Price per Book Value (P/BV)*, merupakan rasio antara harga pasar saham terhadap nilai buku per lembar saham. Data ini diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory*.
4. Kepemilikan manajerial (*OWNSP*). Diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Iturriaga dan Sanz, 1998), Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris).
5. Ukuran perusahaan (*SIZE*). Diukur dengan menggunakan ukuran total aktiva. Chen dan Ho (2000) menggunakan variabel yang sama dalam penelitiannya. Data ini diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory*.

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab persoalan penelitian yang dirumuskan. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Daftar perusahaan sektor industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga akhir tahun 2002 Data ini diperoleh dari Bursa Efek Jakarta.
2. Data laporan keuangan perusahaan sektor industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2000 hingga 2002, data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2003 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.
3. Data prosentase kepemilikan manajerial. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2003 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.

Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut klasifikasi pengumpulannya data yang digunakan adalah data *cross section*.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi merupakan suatu kesatuan atas dasar apa penelitian dilakukan dan bagi siapa kesimpulan atau hasil penelitian diberlakukan (Sekaran, 1992). Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan sektor industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga akhir tahun 2002. Jumlah populasi ini adalah 155 perusahaan. Tidak semua anggota populasi ini akan menjadi obyek penelitian sehingga perlu dilakukan pengambilan sampel.

Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan (Sekaran, 1992). Sampel ini ditentukan berdasarkan syarat yang ditentukan sebagai berikut:

1. Laporan keuangan periode tahun 2000 hingga 2002 tersedia secara lengkap di *Indonesian Capital Market Directory*.
2. Tidak pernah *delisted* dari Bursa Efek Jakarta.

Seluruh anggota populasi tersebut ternyata mampu memenuhi kedua kriteria yang ditetapkan di atas sehingga seluruh anggota populasi sebanyak 155 perusahaan akan digunakan sebagai sampel penelitian. Sampel penelitian dapat dilihat pada Tabel 3.1 berikut ini.

Tabel 3.1
Sampel Penelitian

No.	Nama	No.	Nama	No.	Nama
1	ADES	56	TKIM	111	JECC
2	AQUA	57	SPMA	112	KBLM
3	ASIA	58	SAIP	113	SUMI
4	CEKA	59	AKRA	114	SUCC
5	DAVO	60	BUDI	115	VOKS
6	DLTA	61	CLPI	116	ASGR
7	FAST	62	ETWA	117	MTDL
8	INDF	63	LTLS	118	TRPK
9	MYOR	64	POLY	119	MLPL
10	MLBI	65	SOBI	120	ACAP
11	PTSP	66	UNIC	121	ASII
12	PSDN	67	DPNS	122	AUTO
13	SHDA	68	EKAD	123	BRAM
14	SKLT	69	INCI	124	GJTL
15	STTP	70	KKGI	125	GDYR
16	SIPD	71	AKPI	126	ADMG
17	SMAR	72	AMFG	127	HEXA
18	SUBA	73	APLI	128	IMAS
19	TBLA	74	BRNA	129	INDS
20	ULTJ	75	DYNA	130	INTA
21	BATI	76	FPNI	131	LPIN
22	GGRM	77	IGAR	132	NIPS
23	HMSP	78	IIKP	133	PRAS
24	ARGO	79	LMPI	134	SMSM
25	CNTX	80	LAPD	135	SUGI
26	ERTX	81	PLAS	136	TURI
27	PAFI	82	MITI	137	UNTR
28	HDTX	83	SMPL	138	INTD
29	RDTX	84	TRST	139	MDRN
30	SSTM	85	UGAR	140	KONI
31	TFCO	86	INTP	141	BYSB
32	TEJA	87	SMCB	142	SQIB
33	MYTX	88	SMGR	143	DNKS
34	DOID	89	ALKA	144	DVLA
35	ESTI	90	ALMI	145	INAF
36	FMI	91	BTON	146	KBLF
37	GRIV	92	CTBN	147	KAEF
38	MYRX	93	INAI	148	MERK
39	INDR	94	JKSW	149	PYFA
40	KARW	95	JPRS	150	SCPI
41	GDWU	96	LMSH	151	TSPC
42	PBRX	97	LION	152	TCID
43	BIMA	98	PICO	153	MRAT
44	RICY	99	TBMS	154	PGIN
45	RYAN	100	TIRA	155	UNVR
46	SRSN	101	KICI		
47	BATA	102	KDSI		
48	SIMM	103	ARNA		
49	BRPT	104	IKAI		
50	DSUC	105	KIAS		
51	SULI	106	MLIA		
52	SUDI	107	TOTO		
53	TIRT	108	KOMI		
54	FASW	109	TPEN		
55	INKP	110	KBLI		

Sumber : Bursa Efek Jakarta, diolah.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data. Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.4 Teknik Analisis

Pada penelitian ini teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda untuk mengolah dan membahas data yang telah diperoleh dan untuk menguji hipotesis yang diajukan. Teknik analisis regresi dipilih untuk digunakan pada penelitian ini karena teknik regresi berganda dapat menyimpulkan secara langsung mengenai pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan secara parsial ataupun secara bersama-sama.

Hair *et al.*(1998) menyatakan bahwa regresi berganda merupakan teknik statistik untuk menjelaskan keterkaitan antara variabel terikat dengan beberapa variabel bebas. Fleksibilitas dan adaptifitas dari metode ini mempermudah peneliti untuk melihat suatu keterkaitan dari beberapa variable sekaligus. Regresi berganda juga dapat memperkirakan kemampuan prediksi

dari serangkaian variabel bebas terhadap variabel terikat (Hair *et al.*, 1998).

Sementara itu, model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$DER = \alpha + \beta_1 FCF - \beta_2 IOS - \beta_3 OWNSP + \beta_4 SIZE + \varepsilon$$

Keterangan :

DER = *Debt to Equity Ratio* sebagai proksi kebijakan hutang

α = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Koefisien Regresi

FCF = *free cash flow*

IOS = Set Kesempatan Investasi diproksi oleh PBV

OWNSP = Persentase saham yang dimiliki pihak manajerial

SIZE = Ukuran perusahaan (total aktiva)

ε = *residual error*

3.4.1 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian gejala asumsi klasik dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria *BLUE* (*best linear unbiased estimator*). Uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas data, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas.

3.4.1.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Hair *et al* (1996) mengemukakan

bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji Kolmogorov Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak. Sementara uji normalitas data yang lain seperti dari statistika deskriptif dirasakan tidak efisien karena memerlukan kesimpulan tambahan.

3.4.1.2 Uji Otokorelasi.

Otokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi korelasi diantara kelompok observasi menurut waktu dan tempat. Konsekwensi dari adanya otokorelasi dalam suatu model regresi adalah bahwa varians sampel tidak menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut (Algifari, 1997) :

Kurang dari 1,10	: Ada otokorelasi
1,10 hingga 1,54	: Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	: Tidak ada otokorelasi
2,46 hingga 2,90	: Tanpa Kesimpulan

Lebih dari 2,91

: Ada otokorelasi

3.4.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Heterokedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heterokedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik tidak valid lagi.

Heterokedastisitas dapat dideteksi dengan uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linier yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan dilakukan regresi dengan semua variabel independen, bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolut maka terjadi heterokedastisitas dalam model regresi ini (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

3.4.1.4 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas terjadi jika terdapat hubungan linier antara independen variabel yang dilibatkan dalam model. Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, *standard error* koefisien regresi akan semakin besar dan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar, dengan demikian terbuka kemungkinan terjadi kekeliruan, menerima hipotesis yang salah dan menolak hipotesis yang

benar. Uji asumsi klasik seperti multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar *independent variable* dengan menggunakan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Batas dari *VIF* adalah 10 dan nilai *tolerance value* adalah 0,1. Jika nilai *VIF* lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance value* kurang dari 0,1 maka terjadi multikolinearitas. Bila terdapat gejala multikolinieritas di antara variabel independen, maka penanggulangannya adalah dengan mengeluarkan salah satu variabel tersebut dari model.

3.4.2 Pengujian Hipotesis

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial, sementara uji F dilakukan untuk menguji pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama / simultan. Pada penelitian ini hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 4 diuji dengan menggunakan uji t. Pada uji t, nilai t hitung akan dibandingkan dengan nilai t tabel, apabila nilai t hitung lebih besar daripada t tabel maka H_a diterima dan H_0 ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai t hitung dihitung dengan rumus :

$$t \text{ hitung} = \frac{b}{\sigma b}$$

Dimana :

b = Koefisien regresi variabel independen

σb = Deviasi standar koefisien variabel independen

Sementara itu pengujian hipotesis 5 akan dilakukan dengan uji F. Uji F dilakukan dengan membandingkan nilai F hitung dengan nilai F tabel, apabila nilai F hitung lebih besar daripada F tabel maka H_a akan diterima dan H_o akan ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai F hitung dihitung dengan rumus :

$$\begin{aligned} F \text{ hitung} &= \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)} \\ &= \frac{ESS / (k - 1)}{RSS / (n - k)} \end{aligned}$$

Dimana :

R^2 = *Explained sum of squares* (ESS) / Koefisien determinasi

$1 - R^2$ = *Residual sum of squares* (RSS)

n = Jumlah sampel

k = Jumlah variabel

BAB IV ANALISIS DATA

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Gambaran umum obyek penelitian yang akan dijabarkan pada bagian ini mencakup sub sektor perusahaan yang bergerak di industri manufaktur yang menjadi sampel, *total assets* dan laba/rugi dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini.

4.1.1 Sub Sektor Perusahaan-Perusahaan Sampel

Sektor industri manufaktur merupakan gabungan dari sektor industri dasar dan kimia, aneka industri dan sektor industri konsumsi. Masing-masing sektor ini memiliki sub sektor. Tercatat terdapat sebanyak 20 sub sektor pada sektor industri manufaktur. Pada Tabel 4.1 berikut ini dapat dilihat jumlah perusahaan berdasarkan sub sektor industrinya.

Tabel 4.1

Sub Sektor Perusahaan Sampel

No.	Sub Sektor	Jumlah	No.	Sub Sektor	Jumlah
1	Makanan dan Minuman	20	11	Besi	12
2	Rokok	3	12	Besi Olahan	2
3	Produk Tekstil	9	13	Keramik	5
4	Pakaian dan Tekstil Lainnya	16	14	Mesin dan Alat Berat	2
5	Kayu dan Olahannya	5	15	Kabel	6
6	Kertas	5	16	Elektronik	4
7	Kimia	8	17	Otomotif	18
8	Perekat	4	18	Peralatan Foto	3
9	Produk Plastik dan Gelas	15	19	Farmasi	11
10	Semen	3	20	Barang Konsumsi	4
	Total	88		Total	67

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.1 tersebut, maka dapat diketahui bahwa sub sektor makanan dan minuman, otomotif, pakaian dan tekstil lainnya, sub sektor produk plastik dan gelas, besi dan sub sektor farmasi terdiri lebih dari 10 perusahaan yang bergerak di sektor tersebut, sisanya seperti sub sektor rokok, produk tekstil, kayu dan olahannya, kimia, perekat, semen, besi olahan, keramik, mesin dan alat berat, kabel, elektronik, peralatan foto dan sub sektor barang konsumsi merupakan sub sektor yang terdiri dari kurang dari 10 perusahaan.

4.1.2 Total Asset Perusahaan-Perusahaan Sampel

Ukuran perusahaan dapat dilihat melalui *total asset* perusahaan yang menjadi sampel. Pada Tabel 4.2 berikut ini dapat dilihat ukuran perusahaan yang menjadi sampel berdasarkan klasifikasinya.

Tabel 4.2

Total Asset Perusahaan-Perusahaan Sampel Pada Tahun 2002

Kategori Total Asset	Jumlah	%
Di bawah 1 Trilyun Rupiah	106	68,4%
1 Trilyun – 5 trilyun Rupiah	35	22,6%
Di atas 5 Trilyun Rupiah	14	9%
Jumlah	155	100%

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

Sebanyak 106 perusahaan (68,4%) memiliki *total asset* di bawah Rp. 1 Trilyun. Sedangkan 35 perusahaan (22,6%) memiliki *total asset* di antara Rp. 1 Trilyun hingga Rp. 5 Trilyun, sisanya yaitu sebanyak 14 perusahaan (9%) memiliki *total asset* di atas dari Rp. 5 Trilyun.

Perusahaan sampel yang memiliki *total asset* terbesar adalah P.T. Indah Kiat Pulp and Paper dengan *total asset* senilai Rp. 49.310.681.000. P.T. Indah Kiat Pulp and Paper merupakan perusahaan yang masuk dalam klasifikasi sub sektor industri kertas. P.T. Indah Kiat Pulp and Paper adalah perusahaan penghasil kertas terbesar se Asia Tenggara.

Perusahaan sampel yang memiliki *total asset* terkecil adalah P.T. Beton Jaya Manunggal dengan *total asset* senilai Rp. 25.123.000.000. P.T. Beton Jaya adalah perusahaan yang masuk dalam klasifikasi sub sektor industri besi dan produk olahannya.

4.1.3 Laba / Rugi Operasional Perusahaan-Perusahaan Sampel

Pada bagian ini akan diberikan gambaran mengenai laba / rugi operasional dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini. Pada Tabel 4.3 berikut ini dapat dilihat ringkasan secara umum dari laba / rugi operasional perusahaan sampel.

Tabel 4.3

Laba / Rugi Operasional Perusahaan-Perusahaan Sampel Pada Tahun 2002

Laba / (Rugi)	Jumlah	%
Rugi	47	30,33%
Laba Hingga Rp. 100 Milyar	79	50,97%
Laba Antara Rp. 100 Milyar s/d Rp. 1 Trilyun	24	15,48%
Laba Lebih dari Rp. 1 Trilyun	5	3,22%

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.3 maka dapat dilihat bahwa sebanyak 47 perusahaan sampel (30,33%) mengalami kerugian operasional. Perusahaan dengan kerugian operasional terbesar adalah P.T. Polysindo Eka Perkasa dengan besar kerugian operasional senilai Rp. 721.794.000.000. Hal ini dapat terjadi karena selama periode penelitian ini, P.T. Polysindo Eka Perkasa sudah tidak beroperasi akibat kerugian yang sangat besar. P.T. Polysindo Eka Perkasa ini dimiliki oleh Marimutu Sinivasan.

Investor yang memiliki saham P.T. Polysindo Eka Perkasa ini tentu akan mengalami kerugian yang besar karena harga sahamnya sudah turun dengan drastis dan perusahaan tidak memiliki prospek lagi. Sementara itu perusahaan dengan nilai kerugian operasional terkecil adalah P.T. Daeyu Orchid dengan kerugian operasional senilai Rp. 854.000.000. Hal ini dapat terjadi karena P.T. Daeyu Orchid merupakan perusahaan yang masih berusia sangat muda sehingga belum mampu menghasilkan laba, namun nilai kerugiannya sudah makin mengecil.

Sebanyak 79 perusahaan (50,97%) memperoleh laba operasional senilai hingga Rp. 100 milyar. Sedangkan jumlah perusahaan yang memperoleh laba operasional senilai antara Rp. 100 milyar hingga Rp. 1 Trilyun adalah sebanyak 24 perusahaan (15,48%), sisanya yaitu sebanyak 5 perusahaan (3,22%) memperoleh laba operasional lebih dari Rp. 1 Trilyun. Kondisi ini diperkirakan sama dengan temuan pada penelitian yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) karena sampel yang diambil juga merupakan perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur.

Perusahaan yang memperoleh laba operasional terbesar adalah P.T. Gudang Garam dengan laba senilai Rp. 3.455.030.000.000. Hal ini dapat

terjadi P.T. Gudang Garam sebagai perusahaan rokok terbesar Indonesia mampu senantiasa meningkatkan penjualannya. Bagi investor, laba operasional yang dimiliki oleh P.T. Gudang Garam ini tentu akan memiliki dampak yang positif terhadap harga saham dan kinerjanya, sehingga investor dapat memperoleh keuntungan. Perusahaan dengan laba operasional terkecil adalah P.T. Jakarta Kyoei Steel Work dengan laba senilai Rp. 4.000.000. Hal ini dapat terjadi karena pada tahun-tahun sebelumnya P.T. Jakarta Kyoei Steel Work mengalami kerugian, dan pada tahun 2002 perusahaan mulai menghasilkan laba operasional. Hal ini tentu juga menguntungkan bagi investor karena kinerja P.T. Jakarta Kyoei Steel Work mulai membaik, sehingga harga sahamnya dapat mengalami apresiasi.

4.2 Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan

Statistika deskriptif variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini seperti variabel *debt to equity ratio* (DER), *free cash flow* (FCF), set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set* / IOS), kepemilikan manajerial (OWNSP), dan ukuran perusahaan (SIZE) akan dibahas pada bagian ini. Pada Tabel 4.4 berikut ini dapat dilihat ringkasan statistika deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini.

Statistika deskriptif ini meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata dan deviasi standar dari masing-masing variabel yang diteliti. Minimum adalah nilai terkecil dari suatu rangkaian pengamatan, maksimum adalah nilai terbesar dari suatu rangkaian pengamatan, rata-rata adalah hasil penjumlahan nilai seluruh data dibagi dengan banyaknya data, sementara itu deviasi standar

adalah akar dari jumlah kuadrat dari selisih nilai data dengan rata-rata dibagi dengan banyaknya data

Tabel 4.4
Statistika Deskriptif Variabel Yang Digunakan

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
DER (X)	155	-1,45	26,73	3,0577	4,39901
FCF (juta)	155	-4056586	3,2E+07	687260,5	3207318,799
IOS (X)	155	-22,71	171,21	2,1545	14,01339
OWNSP (%)	155	0,11	0,99	0,6394	0,20700
SIZE (juta)	155	26255,33	5,4E+07	2060554	5551458,077

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

4.2.1 Statistika Deskriptif Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER)

Berdasarkan Tabel 4.4 maka dapat diketahui bahwa variabel DER memiliki nilai rata-rata sebesar 3,0577, hal ini memiliki makna bahwa secara umum perusahaan-perusahaan sektor manufaktur memiliki hutang sebanyak 3,0577 kali dari nilai modal yang dimilikinya. Nilai deviasi standar variabel DER adalah sebesar 4,39901. Nilai minimum variabel DER adalah bernilai negatif sebesar 1,45 yang terjadi pada P.T. Prasadha Aneka Niaga, nilai DER negatif ini dapat terjadi karena modal perusahaan sudah negatif. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan mengalami akumulasi kerugian yang besar selama beberapa tahun. Kondisi ini tentu merugikan investor saham ini, sehingga disarankan agar investor yang memiliki saham ini dapat menjual sahamnya dan mengalihkan ke saham yang lain.

Sementara itu nilai maksimum variabel DER adalah sebesar 26,73 kali yang terjadi pada P.T. Sierad Produce. Hal ini menunjukkan bahwa nilai hutang dari P.T. Sierad Produce adalah sangat besar hingga sebanyak 26,73 kali dari nilai modalnya. Hal ini dapat terjadi karena nilai hutang P.T. Sierad Produce adalah berdenominasi mata uang asing yaitu US dollar, sehingga adanya krisis yang menyebabkan penguatan nilai tukar US dollar ini menyebabkan nilai hutang P.T. Sierad Produce dalam mata uang Rupiah membengkak jumlahnya. Nilai DER sebesar ini tentu tidak menguntungkan perusahaan karena perusahaan harus membayar bunga hutang yang sangat besar. Investor yang memiliki saham P.T. Sierad Produce ini juga akan dirugikan karena penghasilan perusahaan sebagian besar akan digunakan untuk membayar hutang dan kemungkinan untuk membagi dividen akan sangat kecil.

4.2.2 Statistika Deskriptif Variabel *Free Cash Flow* (FCF)

Berdasarkan Tabel 4.4 maka dapat diketahui bahwa nilai rata-rata *free cash flow* adalah sebesar Rp. 687.260.500.000 dan nilai deviasi standarnya adalah sebesar 3.207.318.799. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini memiliki *free cash flow* bertanda positif yang berarti masih terdapat kelebihan kas. Nilai minimum variabel *free cash flow* adalah bernilai negatif sebesar Rp. 4.056.586.000.000. yang terjadi pada P.T. Gudang Garam. Hal ini dapat terjadi karena P.T. Gudang Garam senantiasa

melakukan investasi guna mengembangkan bisnisnya, sehingga *free cash flow*nya bernilai negatif. Kondisi ini kurang menguntungkan bagi investor di jangka pendek namun akan sangat menguntungkan investor di jangka panjang.

Sementara itu nilai maksimum variabel *free cash flow* adalah bernilai Rp. 32.000.000.000.000. yang terdapat pada P.T. Indah Kiat Pulp and Paper. P.T. Indah Kiat Pulp and Paper merupakan perusahaan penghasil kertas terbesar di Indonesia dan menguasai lebih dari 45% pangsa pasar kertas di Indonesia, sehingga tidaklah mengherankan apabila P.T. Indah Kiat Pulp and Paper memiliki nilai *free cash flow* yang terbesar di antara perusahaan-perusahaan yang lain. Kondisi ini tentu juga akan menguntungkan bagi investor karena makin besar nilai *free cash flow* nya maka dividen yang dibayarkan kepada investor makin besar.

4.2.3 Statistika Deskriptif Variabel Set Kesempatan Investasi / *Investment Opportunity Set (IOS)*

Berdasarkan Tabel 4.4 maka dapat diketahui bahwa variabel IOS yang diwakili oleh PBV memiliki nilai rata-rata sebesar 2,1545 kali dengan deviasi standar sebesar 14,01339 yang memiliki makna bahwa secara umum perusahaan-perusahaan sektor industri manufaktur yang menjadi sampel memiliki harga saham sebesar 2,1545 kali dari nilai bukunya. Nilai minimum variabel IOS adalah bertanda negatif sebesar 22,71 yang terjadi pada P.T. Smart Corporation, PBV dengan tanda negatif ini dapat terjadi karena nilai

buku perusahaan adalah negatif. Hal ini dapat terjadi karena P.T. Smart Corporation mengalami kerugian yang cukup besar selama beberapa tahun sebelumnya, akumulasi kerugian ini menyebabkan terjadinya modal negatif yang kemudian berdampak kepada nilai buku perusahaan.

Nilai buku perusahaan yang bertanda negatif ini tentu tidak menguntungkan bagi investor, sehingga investor perlu melakukan tindakan seperti menjual saham tersebut. Sementara itu nilai maksimum variabel IOS adalah sebesar 171,21 yang terjadi pada P.T. Semen Cibinong. IOS yang diwakili oleh PBV, semakin besar nilainya akan menunjukkan bahwa harga saham di pasar lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya. Nilai PBV yang sangat tinggi juga menunjukkan bahwa minat investo terhadap saham P.T. Semen Cibinong adalah sangat besar, sehingga investor dapat tetap memegang saham P.T. Semen Cibinong tersebut.

4.2.4 Statistika Deskriptif Variabel Kepemilikan Manajerial (OWNSP)

Berdasarkan Tabel 4.4 maka dapat diketahui bahwa nilai rata-rata variabel kepemilikan manajerial (OWNSP) adalah sebesar 63,94% dengan nilai deviasi standar sebesar 20,7%. Hal ini memiliki arti bahwa secara umum perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang menjadi sampel memiliki kepemilikan manajerial sebesar 63,94%. Nilai minimum variabel kepemilikan manajerial (OWNSP) adalah sebesar 11% yang terdapat pada P.T. Alakasa Industrindo. Kondisi ini tentu menguntungkan bagi investor

publik karena pihak pengendali perusahaan tidak dapat berbuat semaunya tanpa persetujuan investor publik melalui Rapat Umum Pemegang Saham.

Nilai maksimum variabel kepemilikan manajerial (OWNSP) adalah sebesar 99% yang terdapat pada P.T. Kabelindo Murni. Kepemilikan yang hampir mendekati 100% ini dapat kurang menguntungkan bagi investor publik karena pemegang saham pengendali menguasai suara yang ada dan dapat berbuat semaunya bagi perusahaan dengan mengesampingkan investor publik karena porsi kepemilikannya yang sangat kecil dan memiliki hak suara yang kalah besar dibandingkan pemegang saham pengendali.

4.2.5 Statistika Deskriptif Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE)

Berdasarkan Tabel 4.4 maka dapat diketahui bahwa variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai rata-rata sebesar Rp. 2.060.554.000.000. dengan nilai deviasi standar sebesar Rp. 5.551.458.077, hal ini memiliki arti bahwa secara umum perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang menjadi sampel memiliki total aset sebesar angka tersebut. Nilai minimum variabel ukuran perusahaan (SIZE) ini adalah sebesar Rp. 26.255.330.000. yang terdapat pada P.T. Lapindo Packaging.

Lapindo Packaging merupakan perusahaan yang relatif baru tercatat di Bursa Efek Jakarta dan memiliki usia yang masih muda, lebih lanjut perusahaan masih dalam tahap berkembang sehingga nilai asetnya masih sangat kecil. Meskipun demikian investor tetap dapat melakukan investasi pada saham P.T. Lapindo Packaging karena memiliki prospek pertumbuhan.

Nilai maksimum variabel ukuran perusahaan (SIZE) ini adalah sebesar Rp. 54.000.000.000.000. yang terdapat pada P.T. Indah Kiat Pulp and Paper. Hal ini dapat terjadi karena P.T. Indah Kiat Pulp and Paper merupakan perusahaan penghasil kertas yang terbesar di Indonesia. Lebih lanjut investor dapat melakukan investasi pada saham P.T. Indah Kiat Pulp and Paper karena selain asetnya sangat besar, kapitalisasi pasar perusahaan ini di Bursa Efek Jakarta juga sangat besar serta saham ini masuk dalam kategori yang aktif.

4.3 Analisis Data

4.3.1 Pengujian Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *best linear unbiased estimator* (Gujarati, 1997). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji Kolmogorov Smirnov untuk menguji normalitas data secara statistik, uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dan uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF) serta uji otokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson statistik.

4.3.1.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Hipotesis yang menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai Z. Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Hal yang sama juga ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa apabila nilai Z hitung $>$ Z tabel, maka distribusi tidak normal. Uji Kolmogorov Smirnov dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Bahkan agar lebih sederhana, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat tingkat probabilitas dari Kolmogorov Smirnov Z statistik. Pada Tabel 4.5 berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov.

Tabel 4.5

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Probabilitas
DER	0,262	0,945
FCF	0,556	0,782
IOS	0,667	0,701
OWNSP	0,821	0,511
SIZE	0,445	0,881

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

Dari Tabel 4.5 tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai Z dengan tingkat probabilitas yang lebih besar dari 5% yang artinya bahwa nilai Z tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan data tidak normal ditolak dan menerima hipotesis bahwa data terdistribusi secara normal.

Data yang terdistribusi normal ini menunjukkan bahwa data tersebut dapat digunakan untuk melakukan analisis regresi, serta hasil analisis regresi yang dibuat dengan menggunakan data ini tidak akan bias melainkan dapat digunakan dengan baik dan mencerminkan kondisi data yang ada. Temuan bahwa data yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan data yang terdistribusi normal ini konsisten dengan temuan penelitian Wahidahwati (2002).

4.3.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (*estimator*) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi dengan nilai residual sebagai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

Tabel 4.6

Hasil Uji Glejser

Keterangan	t statistik	Signifikansi
FCF	1,039	0,300
IOS	-0,571	0,569
OWNSP	-1,739	0,084
SIZE	-0,268	0,789

Keterangan : Variabel terikat adalah *absolute error*

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

Dari uji Glejser seperti yang terlihat pada Tabel 4.6 diketahui bahwa semua variabel bebas yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat yaitu *absolute error* ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas yang diteliti, di mana tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas tersebut lebih besar dari 5%. Temuan ini konsisten dengan temuan penelitian Wahidahwati (2002), Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2000). Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi. Persamaan regresi yang tidak ada gejala heteroskedastisitas akan menjadi persamaan regresi yang tidak bias, dan linier serta dapat digunakan untuk

melakukan prediksi. Persamaan regresi ini akhirnya dapat digunakan oleh investor untuk melakukan prediksi.

4.3.1.3 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinearitas, maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Algifari, 1997):

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dapat dipercaya.
2. Kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tergantung.

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinearitas. Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinieritas ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair *et al.*, 1998 : 48). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Untuk mendeteksi multikolinieritas ini dapat pula dilihat dari *condition index*. Nilai teoritis

condition index adalah sebesar 20, jika lebih besar dari nilai tersebut maka diindikasikan terdapat multikolinieritas.

Tabel 4.7

Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF
FCF	0,342	2,928
IOS	0,989	1,011
OWNSP	0,989	1,011
SIZE	0,341	2,930
<i>Condition Index : 7,199</i>		

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

Dari Tabel 4.7 di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10 serta koefisien *condition index* berada di bawah nilai 20, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2000), dan Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003). Persamaan regresi yang tidak ada gejala multikolinieritas akan menjadi persamaan regresi yang tidak bias, dan linier serta dapat digunakan untuk melakukan prediksi. Persamaan regresi ini akhirnya dapat digunakan oleh investor untuk melakukan prediksi tanpa adanya keragu-raguan bahwa persamaan regresi ini akan menghasilkan perhitungan yang menyesatkan.

4.3.1.4 Uji Otokorelasi

Otokorelasi menunjukkan adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Konsekuensi dari adanya otokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan melalui pengujian Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut:

Kurang dari 1,1	Ada otokorelasi
1,1 hingga 1,54	Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	Tidak ada otokorelasi
2,46 hingga 2,9	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,9	Ada otokorelasi

Tabel 4.8

Hasil Uji Durbin Watson

Nilai Durbin Watson	Kesimpulan
1,891	Tidak ada otokorelasi

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.8 di atas dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin Watson persamaan regresi pada penelitian ini adalah berada pada kisaran tidak ada otokorelasi, oleh sebab itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat otokorelasi pada persamaan regresi dalam penelitian ini.

4.3.2 Pengujian Hipotesis

Sesuai dengan kaidah dalam melakukan analisis regresi berganda sebagaimana dinyatakan oleh Gujarati (1995), bahwa suatu persamaan regresi harus memiliki data yang terdistribusi normal, bebas heteroskedastisitas, dan bebas multikolinieritas serta bebas otokorelasi agar diperoleh persamaan regresi yang baik dan tidak bias. Dari hasil uji normalitas data yang telah dilakukan maka diketahui bahwa data yang digunakan dalam persamaan regresi ini terdistribusi secara normal, bebas heteroskedastisitas, dan tidak terdapat multikolinieritas serta tidak terdapat otokorelasi sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Untuk menjawab masalah, mencapai tujuan dan pembuktian hipotesis serta untuk mengetahui apakah variabel eksplanatori secara parsial berpengaruh secara signifikan (nyata) terhadap variabel terikat, maka perlu dilakukan uji t. Hasil analisis regresi berganda yang telah dilakukan dapat dilihat pada Tabel 4.9 sebagai berikut:

Tabel 4.9

Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	4,894	4,305*	0,000
FCF	0,0000005017	2,723*	0,007
IOS	-0,0057	-2,501*	0,013
OWNSP	-2,89	-4,262*	0,000
SIZE	0,0000001677	2,574*	0,011
Nilai F : 74,106*	R ² : 0,664		

Keterangan

* signifikan pada tingkat signifikansi 5%

Nilai t tabel dengan df 154 pada tingkat signifikansi 5% adalah 1,96

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2003*, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.9 tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut :

$$DER = 4,894 + 0,0000005017FCF - 0,0057IOS - 2,89OWNSP + 0,0000001677SIZE + e$$

Penjelasan mengenai analisis pengaruh dari masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini akan dijelaskan di bagian selanjutnya.

4.3.2.1 Pengujian Hipotesis 1

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda yang dilakukan dengan bantuan program statistik SPSS versi 10, diketahui bahwa variabel bebas *free cash flow* (FCF) memiliki koefisien regresi dengan tanda positif sebesar 0,0000005017. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari variabel bebas FCF terhadap *debt to equity ratio* (DER) adalah positif. Nilai koefisien regresi sebesar 0,0000005017 dengan nilai desimal sangat kecil ini dapat terjadi karena nilai variabel bebas FCF sangat besar (hingga 5

digit / ratusan ribu) sementara variabel terikat DER secara umum dalam 2 digit (puluhan).

Nilai t hitung dari variabel bebas FCF adalah sebesar 2,723 yang lebih besar apabila dibandingkan t tabel dengan derajat bebas (*df*) 154 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal tersebut maka H1 yang menyatakan bahwa *free cash flow* (FCF) berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio* (DER), diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa makin tinggi nilai *free cash flow* maka akan makin tinggi nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan.

Temuan ini konsisten dengan temuan penelitian Gull dan Jaggi (1999), Vogt (1994), Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003) dan sesuai dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi. Hal ini memiliki implikasi bahwa investor harus berhati-hati dengan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar dan perlu mempelajari kegunaan dari *free cash flow* tersebut sebelum melakukan investasi.

4.3.2.2 Pengujian Hipotesis 2

Variabel bebas set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) yang diproksi oleh PBV memiliki koefisien regresi bertanda negatif sebesar 0,0057. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari variabel bebas set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) terhadap *debt to equity ratio* (DER) sebagai variabel terikat adalah negatif.

Nilai t hitung dari variabel bebas set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) adalah sebesar 2,501 yang lebih besar apabila dibandingkan nilai t tabel dengan derajat bebas (df) sebesar 154 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal tersebut maka H_2 yang menyatakan bahwa set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*, diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa makin tinggi IOS maka akan makin rendah *debt to equity ratio* (DER) perusahaan.

Temuan ini konsisten dengan temuan penelitian Lang *et al.*(1996) yang menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan pada masa mendatang untuk perusahaan yang hanya memiliki kesempatan pertumbuhan yang terbatas. Temuan ini juga konsisten dengan temuan penelitian Smith dan Watts (1992). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar akan cenderung mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena lebih memilih pendanaan dengan modal sendiri (*equity financing*) yang cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan.

Perusahaan tidak akan bertindak ekspansif dengan memanfaatkan hutang secara besar-besaran karena tidak ingin timbulnya *agency cost* yang tinggi akibat munculnya *debtholder* sebagai *stakeholder* dalam perusahaan. Kondisi ini secara tidak langsung akan menguntungkan investor karena kewajiban perusahaan akan makin mengecil sehingga laba yang diperoleh

perusahaan dapat dibagikan kepada investor dengan porsi yang lebih besar, lebih lanjut resiko yang dimiliki oleh perusahaan akibat hutang akan lebih kecil.

4.3.2.3 Pengujian Hipotesis 3

Variabel bebas kepemilikan manajerial (OWNSP) memiliki koefisien regresi bertanda negatif sebesar 2,890. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari variabel bebas kepemilikan manajerial (OWNSP) terhadap *debt to equity ratio* (DER) sebagai variabel terikat adalah negatif. Nilai t hitung dari variabel bebas kepemilikan manajerial (OWNSP) adalah sebesar 4,262 yang lebih besar apabila dibandingkan nilai t tabel dengan derajat bebas (*df*) sebesar 154 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal tersebut maka H3 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*, diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa makin tinggi tingkat kepemilikan manajerial maka makin rendah *debt to equity ratio* (DER) perusahaan.

Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Jensen *et al.* (1992) yang menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* yang menemukan hasil bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajerial dengan *debt ratio*. Temuan ini juga konsisten dengan temuan penelitian Friend dan Lang (1988) yang melakukan pengujian apakah struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian tersebut juga

menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan. Lebih lanjut temuan ini juga konsisten dengan temuan penelitian yang dilakukan di Indonesia seperti penelitian Wahidahwati (2002). Nilai *debt to equity ratio* yang makin kecil ini akan menguntungkan bagi investor karena resiko perusahaan yang disebabkan hutang akan makin menurun.

4.3.2.4 Pengujian Hipotesis 4

Variabel bebas ukuran perusahaan (SIZE) memiliki koefisien regresi bertanda positif sebesar 0,0000001677. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari variabel bebas ukuran perusahaan (SIZE) terhadap *debt to equity ratio* (DER) sebagai variabel terikat adalah positif. Nilai t hitung dari variabel bebas ukuran perusahaan (SIZE) adalah sebesar 2,574 yang lebih besar apabila dibandingkan nilai t tabel dengan derajat bebas (*df*) sebesar 150 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal tersebut maka H4 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio* diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa makin besar ukuran perusahaan maka akan makin tinggi nilai *debt to equity ratio* perusahaan.

Perusahaan yang telah berukuran besar akan memiliki akses sumber dana luar yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kemampuan untuk berhutang juga lebih besar. Temuan ini konsisten dengan temuan penelitian Titman dan Wessel (1988) yang memberikan

bukti bahwa ada hubungan positif antara level hutang dan ukuran perusahaan. Temuan ini juga konsisten dengan hasil penelitian Mason dan Merton (1985), Kester (1986), Kole (1991), Wahidahwati (2002) serta hasil penelitian Short dan Keasey (1999) yang menyatakan bahwa besarnya ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemudahan suatu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal.

Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan menarik bagi investor untuk membeli saham perusahaan tersebut karena tingkat keamanan perusahaan tersebut akan relatif lebih terjaga dan perusahaan telah dikenal secara luas. Namun investor hendaknya harus lebih selektif dalam melakukan investasi saham terutama di perusahaan dengan aset besar, perlu dilihat posisi hutangnya, apabila posisi hutangnya sangat besar maka investor hendaknya tidak melakukan investasi pada saham tersebut.

4.3.2.5 Pengujian Hipotesis 5

Persamaan regresi memiliki nilai F hitung sebesar 74,106 yang lebih besar daripada F tabel dengan derajat bebas (4 : 150) pada tingkat signifikansi 5% sebesar 2,37. Artinya adalah persamaan regresi ini signifikan pada tingkat signifikansi hingga 5%. Berdasarkan hal tersebut H5 yang menyatakan bahwa *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt to equity ratio*, diterima.

Ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan penjelas nyata pada variabel terikat. Sementara itu kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 66,4%, sementara 33,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

Temuan ini secara umum relatif konsisten dengan penelitian Tarjo dan Jogiyanto Hartono dan Wahidahwati (2002). Hal ini juga memiliki implikasi bahwa investor dapat menggunakan *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan secara bersama-sama untuk memprediksi *debt to equity ratio* suatu perusahaan.

BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

5.1.1 Kesimpulan Atas Setiap Hipotesis

1. Variabel *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini memiliki makna bahwa makin besar nilai *Free Cash Flow* maka akan makin tinggi nilai DERnya. Temuan ini konsisten dengan temuan penelitian Gull dan Jaggi (1999), Vogt (1994), Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003) dan sesuai dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi.
2. Variabel set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) yang diwakili oleh PBV berpengaruh negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini memiliki makna bahwa makin tinggi nilai set kesempatan investasi maka akan makin rendah nilai *Debt to Equity Ratio* (DER). Bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar akan cenderung mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena lebih memilih pendanaan dengan modal sendiri (*equity financing*) yang cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan.

3. Variabel kepemilikan manajerial (OWNSP) berpengaruh negatif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini memiliki makna bahwa makin tinggi tingkat kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka akan makin rendah *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan.
4. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa makin besar ukuran perusahaan maka akan makin tinggi nilai *Debt to Equity Ratio* (DER). Perusahaan yang telah berukuran besar akan memiliki akses sumber dana luar yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kemampuan untuk berhutang juga lebih besar.
5. *Free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt to equity ratio* pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa *Free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan merupakan penjelas nyata bagi variabel DER.

5.1.2 Kesimpulan Penelitian

Semua variabel bebas yang diteliti dalam penelitian ini seperti variabel *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi,

kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* baik secara parsial maupun secara bersama-sama. Variabel *free cash flow* dan variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *Debt to Equity Ratio*, sedangkan variabel set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) dan variabel kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap *Debt to Equity Ratio*.

Variabel bebas yang memiliki pengaruh paling dominan terhadap *Debt to Equity Ratio* adalah *free cash flow* dengan nilai *standardized coefficient* sebesar 0,366, disusul variabel ukuran perusahaan dengan nilai *standardized coefficient* sebesar 0,212, kemudian variabel kepemilikan manajerial dengan nilai *standardized coefficient* bertanda negatif sebesar 0,136 dan variabel set kesempatan investasi dengan nilai *standardized coefficient* bertanda negatif sebesar 0,018.

Kemampuan seluruh variabel bebas dalam persamaan regresi untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel terikat dapat dilihat dari nilai koefisien determinasinya (R^2). Nilai koefisien determinasi dari persamaan regresi adalah sebesar 66,4% yang memiliki arti bahwa kemampuan *free cash flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam *debt to equity ratio* adalah sebesar 66,4%, sisanya yaitu sebesar 33,6% dijelaskan oleh variabel lain.

5.2 Implikasi Kebijakan

1. Berdasarkan kesimpulan yang diperoleh pada penelitian ini maka berikut implikasi kebijakan yang dapat disarankan bagi investor :
 - a. Investor dapat menghindari perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang sangat besar karena menyebabkan nilai DER meningkat. DER yang makin tinggi akan menyebabkan resiko investasi makin tinggi pula.
 - b. Investor dapat membeli saham yang memiliki rasio PBV yang tinggi karena mampu memperkecil nilai DER, di mana DER yang makin rendah akan menyebabkan resiko investasi bagi investor makin rendah.
 - c. Investor sebaiknya berhati-hati dalam melakukan investasi pada perusahaan dengan ukuran yang sangat besar, perlu dikaji terlebih dahulu kebijakan hutang yang dianut perusahaan tersebut.
 - d. Investor dapat membeli saham dengan kepemilikan manajerial yang tinggi karena mampu memperkecil nilai DER. Hal ini juga mampu membuat pemilik perusahaan benar-benar bekerja maksimal untuk perusahaan yang dikelola dan dimilikinya sehingga perusahaan mampu memperoleh kinerja yang baik.
2. Sementara itu implikasi kebijakan yang dapat disarankan bagi perusahaan sektor manufaktur adalah sebagai berikut :
 - a. Perusahaan sektor industri manufaktur perlu meningkatkan kepemilikan manajerialnya agar pengelola perusahaan dapat bekerja dengan maksimal dan tidak melakukan tindakan-tindakan yang merugikan

perusahaan demi kepentingannya sendiri. Cara yang dapat dilakukan adalah dengan melalui MSOP (*Management Stock Ownership Program*).

- b. Perusahaan sektor industri manufaktur perlu meningkatkan set kesempatan investasinya agar perusahaan tidak makin dibiayai oleh hutang (*leveraged*), karena makin tinggi set kesempatan investasi maka pengelola akan menjadi lebih berhati-hati dalam merumuskan kebijakan hutang.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini belum melakukan penggolongan perusahaan berdasarkan papan pencatatannya di Bursa Efek Jakarta. Saat ini terdapat dua papan perdagangan di Bursa Efek Jakarta yaitu papan utama dan papan pengembangan. Karakteristik saham-saham yang tercatat di kedua papan tersebut akan relatif berbeda satu sama lain. Lebih lanjut penelitian ini masih menggunakan satu wakil untuk menilai set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*) yaitu PBV yang merupakan proksi berdasarkan harga. Keterbatasan lainnya adalah bahwa nilai koefisien determinasi dalam penelitian ini masih memungkinkan untuk digunakan variabel lain dalam menjelaskan *debt to equity ratio*.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Berdasarkan keterbatasan yang terdapat pada penelitian ini maka dianjurkan beberapa hal sebagai berikut :

1. Penelitian mendatang dipandang perlu untuk memisahkan perusahaan-perusahaan yang tercatat di papan utama dan papan pengembangan dalam pengambilan sampelnya karena perusahaan yang tercatat dalam masing-masing papan tersebut memiliki karakteristik berbeda-beda.
2. Penelitian mendatang disarankan untuk dapat menggunakan proksi / wakil yang berbeda dengan penelitian ini untuk mewakili set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set / IOS*). Proksi tersebut dapat berupa proksi berdasarkan investasi dan proksi berdasarkan varian.
3. Perlu digunakan variabel yang belum diteliti dalam penelitian ini dalam penelitian mendatang, variabel tersebut di antaranya adalah jumlah komisaris independen dan pemberlakuan *good corporate governance*. Dewasa ini makin banyak perusahaan publik yang mulai memasukan komisaris independen untuk mengawasi kegiatan perusahaan dan menerapkan kebijakan *good corporate governance* yang mana hal ini dapat meningkatkan kinerjanya. Sehingga hal ini sangat menarik untuk dikaji pada penelitian selanjutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adi Prasetyo (2002), "Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) Dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris Dari BEJ", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, 878-906.
- Agrawal, A. dan N. Jayaraman (1994), "The Dividend Policies of All-Equity Firms: A Direct Test of Free Cash Flow Theory", *Managerial and Decisions Economics*, 15, 1325-1331.
- Ali, S.U. dan Tuasikal, A. (2002), "Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, 16-26.
- Bathala, CT., K.R.Moon, dan R.P. Rao (1994), "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective", *Financial Management*, Vol 23, p. 38-50.
- Brigham, E.F. dan I.C. Gapenski (1996), *Intermediate Financial Management*, Fifth edition, the dryden press, New York.
- Chen, Sheng-Yan dan Kim Wai Ho (2000), "Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value; The Singapore Evidence," *International Review of Financial Analysis*, 9
- Claire E. Crutchley dan Robert S. Hansen (1989), "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend", *Financial Management*, Winter.
- Fitri Ismiyanti dan Mamduh Hanafi (2003), "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisa Persamaan Simultan", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, 260-276.
- Gaver, J.J, dan Kenneth M. Gaver (1993), "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 1, p. 233-265.
- Greene, William H. (1997), *Econometric Analysis*, Mac Millan Publishing Company, New York

- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd Edition; McGraw Hill, Inc.
- Gunawan Sumodiningrat (1996), *Ekonometrika Pengantar*, BPFE UGM, Yogyakarta
- Gull, F.A, dan Judy S.L. Tsui (1998), "A Test of The Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypothesis: Evidence From Audit Pricing", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24.
- Hair, J.R., R.E. Anderson, R. Tatham dan Black W. (1995), *Multivariate Data Analysis with Readings*, Prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey.
- Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2000), "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 820-845.
- Jensen, M., dan Meckling, W. (1976), "Theory of The Firm : Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Finance Economics*, Vol. 3, p. 305-360.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover", *American Economics Review*, Vol. 76, p. 323-339.
- Joh, Sung Wook (2001), "Control, Ownership, and Firm Performance: the Case of Korea," *Working paper*
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley (1999), "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance and Accounting*, p. 505-519.
- Kim, WS., Lee, JW., dan Francis, JC., (1988), "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Insider Ownership", *The Financial Review*, Vol. 23, p. 53-64.
- Lang, L. H. dan R. M. Stulz (1996), "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102
- Lehn, K dan A. Paulsen (1989), "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transaction", *The Journal of Finance*, XVIV, p. 771-787.
- Mahadwartha, P.A. (2002), "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 635-647.

- Murali, R., dan Welch, JB. (1989), "Agents, Owners, Control, and Performance", *Journal of Business Finance and Accounting*, p. 385-398.
- Moh'd, MA., Perry, LG., dan Rimbey, JN. (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross-Sectional Analysis", *Financial Review*, Vol. 33, p. 85-99.
- Myers, Stewart C. dan Nicholas S. Majluf (1984), "Corporate Financing Decisions When Firms Have Investment Information That Investors Do Not", *Journal Of Financial Economics*, Vol. 13, p. 187-220.
- Ross, Stephen A., Randolph W., dan Bradford, D. Jordan (2000), *Fundamentals of Corporate Finance*, Irwin McGraw-Hill, Boston. Fifth Edition.
- Saputro, J.A. (2002), "Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya Terhadap Realisasi Pertumbuhan", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 192-212.
- Short, Helen dan Kevin Keasey (1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence From the UK," *Journal of Corporate Finance*, 5
- Skinner, Douglas J. (1993), "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedures Choice", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 16, p. 407-445.
- Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003), "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 278-293.
- Wahidahwati (2002), "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, p. 1-16.