

Pengaruh *Investment Opportunity Set* Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Hubungan Antara *Free Cash Flow* Dengan Kebijakan Hutang

Marfuah *
Abstract

The main purpose of this study is to empirically examine the moderating effect of Investment Opportunity Set (IOS) and company size on the relationship between free cash flow to debt policy. The test results of the 159 samples were selected for sampling purposip the observation period 2006 to 2011 managed to support the first hypothesis which states that firms with lower IOS, free cash flow has a positive relationship with debt policy and the second hypothesis that the large companies, free cash flow has a positive relationship with debt policy.

Tests on the three independent variables that allegedly could be used to reduce agency cost, the managerial ownership variables, the dividend payout ratio, and institutional ownership showed no significant results. While ROA as a control variable in this study showed a significant negative effect on the debt. This indicates that the greater the company's ability to generate profits, the company is likely to reduce its debt, as more internal funds available for investment mebiayai company.

The results of this study useful for investors to understand the behavior of corporate management in Indonesia in managing free cash flow is usually a conflict between shareholders and managers of the company. On companies with low levels of IOS, the management company will tend to increase the debt when the company generated free cash flow is high. Free cashflow problems are also more pronounced in the large company, the company's management will tend to increase the debt when the company generated free cash flow is high. Thus investors should consider the variable growth opportunities and the size of the company if the company will invest in companies with high free cash flow.

Keywords : *free cash flow, Investment Opportunity Set, firm size, debt policy, dividend policy, managerial ownership, institutional ownership*

*Dosen Fakultas Ekonomi

Pendahuluan

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross et al., 2000). *Free cash flow* biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Hal ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer dalam mengelola *free cash flow* dalam hubungannya dengan hutang. Pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan dalam bentuk deviden untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer menginginkan dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer.

Dari perbedaan kepentingan itulah maka timbul konflik yang biasa disebut konflik keagenan. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*).

Dari sisi pemegang saham, *agency cost* dapat dikurangi dengan cara melibatkan pihak ketiga (*debtholder*) yang masuk melalui kebijakan hutang. Penggunaan hutang akan mengikat perusahaan melalui pembayaran cicilan secara periodik (Grossman dan Hart (1982). Penggunaan hutang juga dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajer, sehingga dapat menghindari investasi yang tidak menguntungkan (Jensen,1986).

Selain penggunaan hutang, *agency cost* juga dapat dikurangi dengan beberapa cara. **Pertama**, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Mecling, 1976). Adanya kepemilikan saham oleh manajemen akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan berusaha untuk menurunkan biaya keagenan yang terdiri dari *agency cost of debt* dan *agency cost of capital*. **Kedua**, dengan meningkatkan dividen *payout ratio* (Crutley dan Hansen, 1989; Easterbrook, 1989; Ros, 1977; Leland dan Pyle, 1977). Pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan, karena dengan pembayaran *dividen* akan mengurangi *cash flow* perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan. **Ketiga** adalah dengan meningkatkan kepemilikan institusional. Dengan kepemilikan institusional oleh perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun lembaga lain akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer.

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. Lebih jauh hipotesis Jensen (1986) menyatakan bahwa hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan *Investment Opportunity Set* (IOS) rendah. Hipotesis Jensen (1986) tersebut didukung dengan temuan Gull dan Jaggi (1999), Tarjo dan Hartono (2003) Ganeswari, Rr. Dyah Arum (2007) dan Puspadewi, Mia (2009).

Beberapa temuan penelitian yang menyatakan bahwa level hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan adalah Wanner (1977), Ang et al. (1982), Titman dan Wessels (1988). Demikian juga Masson

dan Merton (1985), Kester (1986), Kole (1991) 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. Kebalikannya, perusahaan-perusahaan kecil secara umum tidak memiliki posisi yang kuat terhadap persoalan hutang, karena kapabilitas terhadap pinjamannya dibatasi. Perusahaan-perusahaan kecil dengan *free cash flow* tinggi kecenderungannya tidak memiliki permasalahan *agency cost* yang terlalu besar karena tindakan manajemennya secara relatif terbatas.

Di Indonesia, *free cash flow* belum banyak mendapat perhatian baik dari kalangan bisnis maupun dari para akademisi. Hal ini kemungkinan disebabkan karena di Indonesia perusahaan-perusahaan belum melaporkan *free cash flow* secara eksplisit. Berbeda dengan praktek di Amerika Serikat, *free cash flow* sudah cukup mendapat perhatian dengan adanya badan independen seperti *Value Line Investment Survey* yang mengumumkan *free cash flow* secara berkala yang dimiliki perusahaan.

Penelitian tentang *free cash flow* kaitannya dengan kebijakan hutang di Indonesia telah dilakukan oleh Tarjo dan Hartono (2003), Ganeswari, Rr. Dyah Arum (2007) dan Puspawati, Mia (2009). Hasil penelitian secara umum mendukung temuan Gull dan Jaggi (1999) serta hipotesis Jensen, bahwa perusahaan yang memiliki IOS rendah, maka *free cash flow* berhubungan positif dengan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah sebagai pemoderasi ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Penelitian Tarjo dan Hartono (2003) juga memberikan bukti bahwa pada perusahaan besar maupun kecil, variabel *free cash flow* mempunyai hubungan positif dan

signifikan terhadap kebijakan hutang. Temuan ini tidak konsisten dengan penelitian Gull dan Jagi (1999) yang menunjukkan adanya perbedaan pengaruh variabel *free cash flow* terhadap hutang pada perusahaan besar dan kecil. Oleh karena itu tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh pemoderasi *Investment Opportunity Set* dan ukuran perusahaan terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian Tarjo dan Hartono (2003) Ganeswari, Rr. Dyah Arum (2007) dan Puspawati, Mia (2009) dalam dua hal. Pertama, penelitian ini menambahkan beberapa variabel yang digunakan oleh Moh'd et al. (1998) serta Chen dan Steiner (1999), yaitu: kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan ROA sebagai variabel kontrol. Kedua, penelitian ini berbeda dengan penelitian Tarjo dan Hartono (2003) dalam menguji pengaruh dari variabel pemoderasi. Pada penelitian Tarjo dan Hartono (2003), variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) dan ukuran perusahaan sebagai variabel pemoderasi tidak diinteraksikan dengan *free cash flow* dalam model regresinya. Untuk mengetahui efek moderasinya, analisis dipisahkan untuk sampel *Investment Opportunity Set* (IOS) tinggi dan rendah, sedangkan pada penelitian ini variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) dan ukuran perusahaan diinteraksikan dengan variabel *free cash flow* dalam model regresinya. Penelitian ini juga berbeda dengan Ganeswari, Rr. Dyah Arum (2007) dan Puspawati, Mia (2009), karena dalam penelitian ini memasukkan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel pemoderasi yang mempengaruhi hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang.

Landasan Teoridan Perumusan Hipotesis

Pada bagian ini diuraikan teori yang relevan dengan penelitian serta beberapa hasil penelitian terdahulu yang digunakan untuk merumuskan hipotesis penelitian.

Investment Opportunity Set (IOS), Free Cash flow dan Kebijakan Hutang

Tarjo dan Hartono (2003), Ganeswari, Rr. Dyah Arum (2007) dan Puspawati, Mia (2009) menemukan bahwa *Investment Opportunity Set* mempengaruhi secara negatif hubungan antara *free cash flow* terhadap leverage. Hasil penelitian secara umum mendukung temuan Gull dan Jaggi (1999) serta hipotesis Jensen, bahwa perusahaan yang memiliki IOS rendah, maka *free cash flow* berhubungan positif dengan hutang.

Beberapa temuan tersebut mendukung hipotesis Jensen (1986) yang menyatakan bahwa hubungan positif antara *free cash flow* dengan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan *Investment Opportunity Set* rendah. Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun pihak eksternal perusahaan yaitu investor dan kreditor. Vogt (1997) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah harus mencari alternatif pendanaan misalnya melalui kebijakan hutang.

Berdasar uraian di atas, maka hipotesis pertama yang akan diuji pada penelitian ini adalah:

H1: Pada perusahaan dengan *Investment Opportunity Set (IOS)* rendah, *free cash flow* mempunyai hubungan positif dengan kebijakan hutang.

Ukuran Perusahaan, Free cash flow dan Kebijakan Hutang

Beberapa temuan penelitian yang menyatakan bahwa level hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan adalah Warner (1977), Ang et al. (1982), Titman dan Wessels (1988). Demikian juga Masson dan Merton (1985), Kester (1986), Kole (1991) 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. Kebalikannya, perusahaan-perusahaan kecil secara umum tidak memiliki posisi yang kuat terhadap persoalan hutang, karena kapabilitas terhadap pinjamannya dibatasi. Perusahaan-perusahaan kecil dengan *free cash flow* tinggi kecenderungannya tidak memiliki permasalahan *agency cost* yang terlalu besar karena tindakan manajemennya secara relatif terbatas.

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

Berdasarkan uraian di atas peneliti menduga bahwa ukuran perusahaan merupakan variabel pemoderasi terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Oleh karena itu hipotesis yang akan diuji dirumuskan sebagai berikut:

H2: Pada perusahaan-perusahaan besar, free cash flow mempunyai hubungan positif terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan, maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Ross, Westerfield dan Jaffe), 1999: 407). Argumentasi di atas menjustifikasi perlunya kepemilikan manajerial. Program kepemilikan manajerial merupakan salah satu kebijakan yang bisa digunakan untuk mengurangi problem keagenan antara manajemen dengan pemegang saham. Murphy (1985), Brickley, Lease dan Smith (1988), Jensen dan Murphy (1990) serta Smith dan Watts (1992) menjelaskan bagaimana paket kompensasi *fixed* (gaji) dan *contingent* (bonus dan *option-related*) terbukti dapat digunakan sebagai insentif untuk menyamakan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.

Penelitian Friend dan Lang (1988) serta Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan dengan hubungan negatif. Kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terkait erat dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Cara yang ditempuh adalah dengan mengurangi risiko finansial perusahaan melalui penurunan tingkat hutang. Demikian juga Wahidahwati (2001), Prabowo, Sudiyatno (2008), Adela Mamdy, dan Bagus (2009) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan dengan kebijakan hutang. Berdasarkan uraian di atas maka dirumuskan hipotesisi alternatif sebagai berikut:

H3: Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang

Free cash flow hypothesis memprediksikan bahwa dividen mempengaruhi *leveraged* dengan hubungan positif (Megginson, 1997: 3687). Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar, maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang, sehingga kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang secara searah (Emery dan Finnerty, 1997: 568). Hal ini disebabkan karena kas internal perusahaan digunakan untuk membayar dividen, sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui hutang (*free cash flow hypothesis*). Hartono (2000) dan Mia Puspawati (2009) juga menemukan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan dengan hubungan positif.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H4: Kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa pemegang saham besar mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku *insider*. Adanya konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti investor institusional dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan kepemilikan *insider* dan hutang dalam rangka meminimumkan konflik keagenan dalam perusahaan.

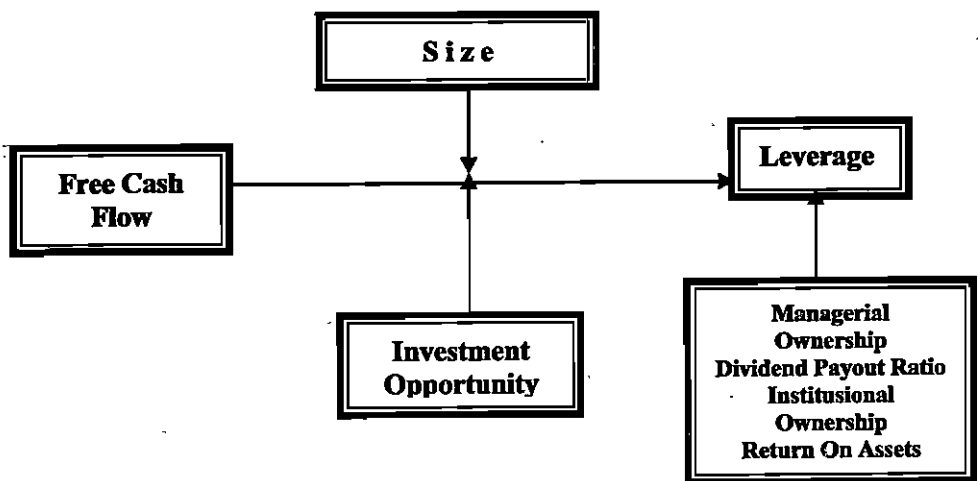
Sesuai dengan hasil penelitian Moh'd, et al. (1998), Adela Mamdy, Bagus (2009) yang menemukan bahwa pemegang saham institusional memiliki hubungan negatif signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Bathala, et al. (1994) dan Binsor Sihombing (2000) yang mengatakan bahwa peningkatan kepemilikan institusional dapat menciptakan pengawasan yang lebih efektif dalam mengendalikan perilaku oportunistik *insider*. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5: Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Model Penelitian

Pengaruh dari variabel pemoderasi *investment opportunity set* (IOS) dan ukuran perusahaan (*size*) terhadap hubungan antara *free cashflow* dengan kebijakan hutang (*leverage*) serta pengaruh kepemilikan manajerial, *dividen payout ratio*, kepemilikan institusional dan ROA terhadap kebijakan hutang digambarkan dalam model penelitian berikut:

Gambar 1 : Model Penelitian



Metode Penelitian

Pada bagian ini diuraikan tentang populasi dan sampel penelitian, jenis dan sumber data, variabel penelitian dan pengukurannya dan metode analisis data

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang akan diamati adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI) tahun 2006 sampai tahun 2011. Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang memiliki data mengenai kepemilikan manajerial, *debt ratio*, kepemilikan institusional dan dividen serta data lain yang diperlukan. Sampel pada penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau pooling data.

Berdasarkan kriteria di atas terpilih 159 sampel dengan rincian pada tabel 1 di bawah ini:

Tabel 1:Jumlah Sampel Perusahaan

Tahun pengamatan	Jumlah Perusahaan
2006	22
2007	22
2008	21
2009	20
2010	34
2011	39
Jumlah	159

Jenis dan Sumber Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang meliputi: kepemilikan manajerial, *debt to equity ratio*, *dividen pay out ratio*, *totalasset*, *operating income*, aliran kas operasi, pengeluaran modal, modal kerja bersih, jumlah lembar saham yang beredar dan total ekuitas. Data-data tersebut diperoleh dari *Indonesian*

Capital Market Directory tahun 2007 sampai dengan 2012 dan laporan keuangan perusahaan sampel termasuk laporan Aliran Kas yang diperoleh dari Pojok BEJ Fakultas Ekonomi UII.

Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Variabel yang digunakan untuk menguji hipotesisi dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen, variabel independen, variabel pemoderasi dan variabel pengendali.

1. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio* yang dihitung dengan membagi total hutang dengan total ekuitas. Rasio ini digunakan untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan.

2. Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari:

a. *Free cash flow* (FCF)

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

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

Keterangan: FCF_{it} = *Free cash flow* perusahaan i pada tahun t,
 AKO_{it} = Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t, PM_{it} =
 Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t, NWC_{it} = Modal
 kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Aliran kas operasi adalah kas yang 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. Modal kerja bersih (*net working capital*) adalah selisih antara jumlah *asset* lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama.

b. Kepemilikan Manajerial (MOWN)

Variabel kepemilikan manajerial diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh *insider*. *Insider ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan komisaris). Variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* pada bagian *shareholder ownership*.

c. *Dividend Payout Ratio* (DIV)

Variabel ini merupakan rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax*. Variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* pada bagian *summary of financial statement* dan *annual report*.

d. Kepemilikan Institusional (INST)

Variabel kepemilikan institusional diukur dari proporsi saham yang dimiliki *institusional* pada akhir tahun yang diukur dalam persentase (%). Variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* pada bagian *shareholder ownership*.

3. Variabel Pemoderasi

Variabel pemoderasi dalam penelitian ini terdiri dari variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) dan ukuran perusahaan. Adapun pengukuran masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

a. *Investment Opportunity Set* (IOS)

Investment Opportunity Set (IOS) adalah suatu variabel yang tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan suatu proksi agar bisa dilakukan analisis (Gul, 1999). Terdapat beberapa proksi IOS yang terbagi kedalam tiga kategori, yaitu: *price-based*, *investment-based* dan *variance measures*. Penelitian dari Kallapur dan Trombley (1999) menemukan bahwa proksi IOS berdasarkan *price-based* lebih dominan dibandingkan dengan proksi lainnya. Penelitian ini menggunakan *market to book value of equity* (kategori *price based*), karena variabel ini merupakan proksi IOS yang paling bagus (Kallapur dan Trombley, 1999). Rumus Rasio *market to book value of equity* (MVEBVE) = (lembar saham beredar X harga saham penutupan) : total ekuitas. Semakin besar variabel *market to book value of equity* menunjukkan semakin tinggi *growth* perusahaan, demikian sebaliknya. Perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan IOS tinggi (bertumbuh), apabila nilai MVEBVE lebih besar atau sama dengan 1, dan akan diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan IOS rendah (tidak bertumbuh) jika nilai MVEBVE kurang dari 1.

b. Ukuran perusahaan (SIZE)

Pada penelitian ini proksi yang digunakan untuk mengukur *size* adalah total log natural dari total *asset* perusahaan.

4. Variabel Pengendali (*control variable*)

Variabel pengendali dalam penelitian ini adalah *Return on Asset* (ROA)

Variabel ROA diukur dari perbandingan antara laba bersih operasi dibagi total *asset*. *Return on asset* (ROA) merupakan proksi dari profitabilitas perusahaan. Menurut pendapat Myers dan Majluf (1984), hubungan antara profitabilitas dengan hutang adalah negatif. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan yang profitabel akan mengurangi hutang mereka, karena lebih banyak dana internal akan tersedia untuk membiayai investasi mereka.

Metode Analisis Data

Untuk menguji hipotesis penelitian, digunakan persamaan regresi linier berganda dengan menambahkan *cross-product term* (*interaction terms*). Formula yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{DEBT} = C + \beta_1 \text{FCF} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{IOS} + \beta_4 \text{FCF.IOS} + \beta_5 \text{FCF.SIZE} \\ + \beta_6 \text{MOWN} + \beta_7 \text{DIV} + \beta_8 \text{INST} + \beta_9 \text{ROA} + \varepsilon$$

Keterangan:

DEBT = kebijakan hutang, C= konstanta, FCF=*free cash flow*, SIZE = ukuran perusahaan, IOS = *Investment Opportunity Set*, MOWN = kepemilikan manajerial, DIV=*dividen payout ratio*, INST = kepemilikan institusional, ROA = *Return on Asset*, ε = *error term*

Pengujian terhadap hipotesis 1 dan 2 didasarkan pada signifikansi dari β_4 dan β_5 , sedangkan hipotesis 3,4,5 dan 6 didasarkan pada signifikansi dari β_6 , β_7 , β_8 dan β_9 . Arah atau tanda yang diprediksikan dari β_4 , β_6 , dan β_8 adalah negatif, sedangkan β_5 , β_7 dan β_9 diprediksi positif.

Analisis Datadan Hasil Penelitian

Pada bagian ini dibahas mengenai analisis data yang terdiri atas deskripsi data dari variabel-variabel penelitian dan uji hipotesis.

Deskripsi Data

Agar deskripsi data lebih bermakna, maka dalam penelitian ini deskripsi data dibedakan berdasarkan nilai IOS dan nilai SIZE. Tabel 2 berikut menyajikan deskriptif statistik tentang semua variabel penelitian berdasarkan kategori pertumbuhan perusahaan (IOS). Perusahaan dikategorikan mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi apabila nilai IOS ≥ 1 , sedangkan apabila nilai IOS < 1 , maka perusahaan dikategorikan mempunyai tingkat pertumbuhan rendah. Jumlah perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi sebanyak 80, sedangkan perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan rendah sebanyak 79 perusahaan.

Tabel 2: Statistik Deskriptif Berdasarkan IOS

Panel A: Sampel Perusahaan dengan IOS Tinggi

Variabel	Jml sampel	Min	Maks	Mean	Std. Deviasi
DEBT	80	0,0200	9,5500	1,416375	1,6411390
FCF	80	3692,00	2,1E+07	1846150	37,003380
SIZE	80	10,6489	19,3191	14,855458	2,1160764
IOS	80	1,00	7,59	2,2860	1,35995
MOWN	80	0,00008	0,2900	0,042335	0,0816178
DIV	80	0,0009	1,2222	0,292025	0,2329058
INST	80	0,1293	0,9391	0,621909	0,1791660
ROA	80	-0,0126	0,7021	0,129220	0,0947619

Panel B: Sampel Perusahaan dengan IOS Rendah

Variabel	Jumlah sampel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
DEBT	79	0,0300	4,7300	1,133924	0,9634319
FCF	79	3067,00	7274265	380431,0	85,28108
SIZE	79	10,4389	17,0334	13,488392	1,3887359
IOS	79	0,11	0,97	0,6008	0,22674
MOWN	79	0,0009	0,4299	0,045251	0,0852180
DIV	79	0,0028	3,9718	0,378676	0,4855002
INST	79	0,1307	0,9510	0,645241	0,2002535
ROA	79	0,0001	0,5301	0,104203	0,0757994

Berdasar panel A dan B tabel 2 di atas ditunjukkan bahwa perusahaan dengan IOS tinggi mempunyai nilai variabel DEBT, SIZE, IOS, dan ROA yang lebih besar dibanding perusahaan dengan IOS rendah. Nilai keempat variabel tersebut untuk perusahaan dengan IOS besar masing-masing adalah DEBT sebesar 1,416375, SIZE sebesar 14,855458, IOS sebesar 2,2860, ROA sebesar -0,0126. Sementara nilai mean keempat variabel tersebut pada perusahaan dengan IOS rendah masing-masing adalah DEBT sebesar 1,133924, SIZE sebesar 13,488392, IOS sebesar 0,6008, ROA sebesar -0,104203.

Untuk keempat variabel yang lain, yaitu FCF, MOWN, DIV dan INST pada perusahaan dengan IOS tinggi mempunyai nilai yang lebih rendah dibanding pada perusahaan dengan IOS rendah. Nilai keempat variabel tersebut untuk perusahaan dengan IOS tinggi masing-masing adalah FCF sebesar 1846150, MOWN sebesar 0,042335, DIV sebesar 0,292025, INST sebesar 0,621909. Sementara nilai mean keempat variabel tersebut pada perusahaan dengan IOS rendah masing-masing adalah FCF sebesar 380431,0, MOWN sebesar 0,045251, DIV sebesar 0,378676, INST sebesar 0,645241.

Berdasarkan deskriptif data tersebut terjadi kecenderungan bahwa pada perusahaan dengan IOS tinggi, variabel FCF cenderung lebih rendah dibanding pada perusahaan dengan IOS rendah. Sebaliknya pada variabel DEBT terjadi kecenderungan sebaliknya, yaitu pada perusahaan dengan IOS tinggi, variabel DEBT cenderung lebih tinggi dibanding pada perusahaan dengan IOS rendah. Hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan dengan IOS rendah, peningkatan *free cash flow* cenderung akan meningkatkan jumlah hutang perusahaan.

Adapun deskriptif data semua variabel penelitian berdasarkan kategori ukuran perusahaan (size) disajikan pada tabel 3 berikut ini. Perusahaan dikategorikan mempunyai ukuran besar apabila total aktiva \geq Rp. 1.000.000.000.000, sedangkan apabila total aktiva $<$ Rp. 1.000.000.000.000, maka perusahaan dikategorikan mempunyai ukuran kecil. Dari 159 keseluruhan sampel, jumlah perusahaan yang dikategorikan sebagai perusahaan besar sebanyak 91, sedangkan perusahaan kategori kecil sebanyak 68 perusahaan.

Tabel 3 : Statistik Deskriptif Berdasarkan SIZE

Panel A: Sampel Perusahaan dengan SIZE Besar

Variabel	Jml sampel	Min	Maks	Mean	Std. Deviasi
DEBT	91	0,09	9,55	1,5378	1,53187
FCF	91	18280,00	2,1E+07	1852493	35,07390
SIZE	91	13,89	19,32	15,4254	1,45033
IOS	91	0,21	6,16	1,6098	1,21332
MOWN	91	0,0009	0,29	0,0275	0,06294
DIV	91	0,0001	1,40	0,3387	0,25539
INST	91	0,13	0,95	0,6529	0,16299
ROA	91	0,02	0,41	0,1094	0,06152

Panel B: Sampel Perusahaan dengan SIZE Kecil

Variabel	Jml sampel	Min	Maks	Mean	Std. Deviasi
DEBT	68	0,02	5,17	0,9257	0,96637
FCF	58	3067,00	932710,00	134841,5	16,5999
SIZE	68	10,44	13,81	12,5046	0,92379
IOS	68	0,11	7,59	1,2332	1,36583
MOWN	68	0,0002	0,43	0,0655	0,10077
DIV	68	0,0006	3,97	0,3302	0,50514
INST	68	0,13	0,93	0,6076	0,21904
ROA	68	-0,01	0,70	0,1267	0,11132

Berdasar panel A dan B tabel 3 di atas ditunjukkan bahwa perusahaan besar mempunyai nilai variabel DEBT, FCF, SIZE, IOS, DIV, dan INST yang lebih besar dibanding dengan perusahaan kecil. Nilai keenam variabel tersebut untuk perusahaan besar masing-masing

adalah DEBT sebesar 1,5378, FCF sebesar 1852493, SIZE sebesar 15,4254, IOS sebesar 1,6098, DIV sebesar 0,3387 dan INST sebesar 0,6529. Sementara nilai mean kelima variabel tersebut pada perusahaan kecil masing-masing adalah DEBT sebesar 0,9257, FCF sebesar 1134841,5, SIZE sebesar 12,5046, IOS sebesar 1,2332, DIV sebesar 0,3302 dan INST sebesar 0,6076.

Untuk kedua variabel yang lain, yaitu MOWN dan ROA pada perusahaan besar mempunyai nilai mean yang lebih rendah dibanding pada perusahaan kecil. Nilai variabel MOWN pada perusahaan besar mempunyai nilai mean sebesar 0,0275, sedangkan pada perusahaan kecil sebesar 0,0655. Nilai variabel ROA pada perusahaan besar mempunyai nilai mean sebesar 0,1094, sedangkan pada perusahaan kecil sebesar 0,1267.

Berdasarkan nilai mean dari kedua variabel, yaitu variabel FCF dan DEBT, terdapat kecenderungan bahwa pada perusahaan besar nilai FCF dan DEBT lebih besar dibanding pada perusahaan kecil. Hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan besar, peningkatan *free cash flow* cenderung akan meningkatkan jumlah hutang perusahaan.

Uji Hipotesis

Tabel 4 berikut menyajikan estimasi-estimasi parameter OLS bersama tingkat signifikansinya.

Tabel 4 : Hasil Analisis Regresi

$$\text{Model : DEBT} = C + \beta_1 \text{ FCF} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ IOS} + \beta_4 \text{ FCF.IOS} + \beta_5 \text{ FCF.SIZE} + \beta_6 \text{ MOWN} + \beta_7 \text{ DIV} + \beta_8 \text{ INST} + \beta_9 \text{ ROA} + \epsilon$$

Variabel	Koefisien	T statistik	Sig-t	Prediksi Arah	Kesimpulan
Constant	0,559	0,572	0,568	?	
FCF	-2,53E-06	-3,787	0,000*	?	
SIZE	0,098	1,466	0,145	+	
IOS	0,040	0,475	0,636	+	

FCF.IOS	-1,17E-07	-3,976	0,000*	-	H1 didukung
FCF.SIZE	1,661E-07	4,457	0,000*	+	H2 didukung
MOWN	-0,600	-0,477	0,634	-	H3 tidak didukung
DIV	-0,048	-0,197	0,844	+	H4 tidak didukung
INST	-0,688	-1,265	0,208	-	H5 tidak didukung
ROA	-2,304	-2,072	0,040*	+	

*signifikan pada $p < 0,05$

Hasil analisis regresi tersebut menunjukkan bahwa penelitian ini cukup bukti untuk mendukung hipotesis alternatif 1 dan 2 yang merupakan hipotesis interaksi antara IOS dengan *free cashflow* terhadap kebijakan hutang dan interaksi antara SIZE dengan *free cashflow* terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian masing-masing hipotesis diuraikan berikut ini:

Pengaruh IOS terhadap Hubungan antara Free Cashflow dengan Kebijakan Hutang

Berdasarkan tabel 4 di atas, seperti yang diestimasikan, koefisien variabel interaksi antara IOS dengan free cash flow atau (FCF*IOS) adalah negatif dan signifikan dengan nilai koefisien sebesar -1,172E-07, nilai t-statistik -3,976 dan signifikansi t sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya nilai *free cash flow* secara signifikan lebih besar pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah, sebaliknya nilai *free cash flow* secara signifikan lebih kecil pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi. Hasil ini mendukung hipotesis pertama yang menyatakan bahwa pada perusahaan dengan IOS rendah, *free cash flow* mempunyai hubungan positif dengan kebijakan hutang. Atau dengan kata lain, pengaruh free cash flow terhadap kebijakan hutang akan lebih kuat pada perusahaan dengan Investment Opportunity Set rendah.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi Jensen (1986), Gull dan Jagi (1999), Tarjo dan Hartono (2003), Ganeswari, Rr. Dyah Arum (2007) dan

Puspadewi, Mia (2009) yang menemukan bahwa *Investment Opportunity Set* mempengaruhi secara negatif hubungan antara *free cash flow* terhadap leverage. Temuan ini mengindikasikan bahwa permasalahan *free cashflow* akan lebih nyata pada perusahaan dengan IOS rendah. Pada perusahaan dengan IOS rendah, manajer cenderung menyimpan *free cash flow* daripada membagikannya kepada pemegang saham sebagai dividen. Semakin tinggi *free cash flow*, maka semakin besar kebebasan manajer dalam mengontrol sumber daya perusahaan. Pada perusahaan dengan level IOS rendah, manajemen perusahaan akan cenderung meningkatkan hutangnya apabila *free cashflow* yang dihasilkan perusahaan tinggi.

Pengaruh SIZE terhadap Hubungan antara Free Cashflow dengan Kebijakan Hutang

Seperti diestimasikan, koefisien variabel interaksi antara SIZE dengan free cash flow atau (FCF*SIZE), adalah positif dan signifikan dengan nilai koefisien sebesar 1,661E-7, nilai t-statistik 4,457 dan signifikansi t sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya nilai *free cash flow* secara signifikan lebih besar pada perusahaan besar, sebaliknya nilai *free cash flow* secara signifikan lebih kecil pada perusahaan kecil. Hasil ini mendukung hipotesis kedua yang menyatakan bahwa pada perusahaan-perusahaan besar, *free cash flow* mempunyai hubungan positif dengan kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi Jensen (1986) yang menyatakan bahwa permasalahan *free cashflow* akan lebih nyata untuk perusahaan besar, karena perusahaan besar akan memerlukan mekanisme untuk memantau manajer dalam membuat keputusan yang terbaik bagi para pemegang saham. Pada perusahaan besar, manajemen akan cenderung meningkatkan hutangnya apabila *free cashflow* yang dihasilkan perusahaan tinggi. Sebaliknya perusahaan-perusahaan kecil dengan *free*

cash flow tinggi kecenderungannya tidak memiliki permasalahan *agency cost* yang terlalu besar karena tindakan manajemennya secara relatif terbatas.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan tabel 4 di atas, nilai koefisien variabel MOMN adalah seperti yang diestimasikan yaitu negatif, tetapi tidak signifikan. Koefisien variabel MOWN adalah -0,600 dengan nilai t statistic -0,477 dan signifikansi t sebesar 0,634. Dengan demikian hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang tidak didukung bukti.

Hasil penelitian ini gagal mengkonfirmasi penelitian Wahidahwati (2001), Prabowo, Sudiyatno (2008), Adela Mamdy, Bagus (2009) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan dengan kebijakan hutang. Tidak ditemukannya bukti bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang kemungkinan disebabkan karena nilai variabel kepemilikan manajerial dalam penelitian ini sangat kecil, dengan nilai mean sebesar 4,37%. Kecilnya kepemilikan manajerial tersebut menyebabkan manajer belum mampu menyeimbangkan kepentingan pribadi dengan kepentingan pemegang saham, sehingga keberadaan kepemilikan manajerial dalam perusahaan tidak mampu menekan hutang yang mungkin akan dilakukan perusahaan guna membiayai investasinya.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan tabel 4 di atas, nilai koefisien variabel DIV adalah -0,048 dengan nilai t statistic -0,014 dan signifikansi t sebesar 0,844. Dengan demikian hipotesis 4 yang menyatakan bahwa kebijakan

dividen mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang tidak didukung bukti.

Hasil penelitian ini gagal mengkonfirmasi penelitian Hartono (2000) dan Mia Puspawati (2009) yang menemukan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan dengan hubungan positif. Tidak ditemukannya bukti pengaruh negatif kebijakan dividen dengan kebijakan hutang dalam penelitian ini, kemungkinan disebabkan perusahaan masih mempunyai dana internal yang cukup untuk membiayai investasinya meskipun perusahaan harus membayar dividen pada pemegang saham, sehingga tidak dibutuhkan tambahan dana eksternal melalui hutang.

Pengaruh kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan tabel 4 di atas, nilai koefisien variabel INST adalah seperti yang diestimasikan yaitu negatif, tetapi tidak signifikan. Koefisien variabel INST adalah -0,688 dengan nilai t statistic -0,097 dan signifikansi t sebesar 0,208. Dengan demikian hipotesis 5 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negative terhadap kebijakan hutang tidak didukung bukti.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan Bathala, et al. (1994), Moh'd, et al. (1998), Binsor Sihombing (2000) dan Adela Mamdy, Bagus (2009) yang menemukan bahwa pemegang saham institusional memiliki hubungan negatif signifikan terhadap *debt ratio*. Temuan ini mengindikasikan bahwa keberadaan kepemilikan institusional belum mampu menciptakan pengawasan yang efektif dalam mengendalikan perilaku oportunistik *insider*.

Pengaruh Variabel ROA terhadap Kebijakan Hutang

Variabel ROA yang merupakan variabel pengendali dalam penelitian ini mempunyai koefisien sebesar -1,2304 dengan nilai t-statistik -2,072 dan signifikansi t sebesar 0,040. Hal ini menunjukkan

bahwa besarnya nilai ROA berbanding terbalik dengan kebijakan hutang, artinya semakin tinggi variabel ROA, maka nilai variabel DEBT akan semakin rendah dan sebaliknya. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, maka perusahaan tersebut cenderung akan mengurangi hutangnya, karena lebih banyak dana internal yang tersedia untuk mebiayai investasi perusahaan.

Pengujian Keباikan Model Regresi

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa nilai *adjusted R²* pada model regresi sebesar 0,287. Hal ini mengindikasikan bahwa 28,7% variasi variabel DEBT dipengaruhi oleh perubahan variabel-variabel independen yang dimasukkan dalam model yaitu variabel FCF, SIZE, IOS, FCF*IOS, FCF*SIZE, MOWN, DIV, INST dan ROA. Besarnya nilai F-statistik adalah 8,078 dengan signifikansi F sebesar 0,000. Dengan demikian bisa disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini lolos uji kebaikan model.

Penutup

Pada bagian ini akan diuraikan mengenai kesimpulan dari berbagai temuan penelitian dan keterbatasan penelitian, serta saran untuk penelitian berikutnya.

Kesimpulan

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh pemoderasi *Investment Opportunity Set* (IOS) dan ukuran perusahaan terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa koefisien variabel FCF*IOS negatif signifikan. Hasil ini mendukung hipotesis pertama yang menyatakan bahwa pada perusahaan dengan IOS rendah, *free cash flow* mempunyai hubungan positif dengan kebijakan hutang. Atau dengan kata

lain, pengaruh free cash flow terhadap kebijakan hutang akan lebih kuat pada perusahaan dengan Investment Opportunity Set rendah.

Hasil pengujian hipotesis kedua juga menunjukkan bahwa koefisien FCF*SIZE seperti yang diprediksikan yaitu positif dan signifikan. Hasil ini mendukung hipotesis kedua yang menyatakan bahwa pada perusahaan-perusahaan besar, *free cash flow* mempunyai hubungan positif dengan kebijakan hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh free cash flow terhadap kebijakan hutang akan lebih kuat pada perusahaan-perusahaan kecil.

Adapun tujuan kedua dari penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh variabel kepemilikan manajerial, *dividen payout ratio*, kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa ketiga variabel independen tersebut tidak ada yang signifikan. Sementara itu pada pengujian terhadap variabel pengendali, yaitu ROA menunjukkan bahwa koefisien variabel ROA mempunyai tanda seperti yang diprediksikan yaitu negatif dan signifikan. artinya semakin tinggi variabel ROA, maka nilai variabel DEBT akan semakin rendah dan sebaliknya. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, maka perusahaan tersebut cenderung akan mengurangi hutangnya, karena lebih banyak dana internal yang tersedia untuk membiayai investasi perusahaan.

Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian Berikutnya

Hasil penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan. Pertama, sampel penelitian hanya terbatas pada industri manufaktur, sehingga menyebabkan hasil penelitian mempunyai tingkat generalisasi yang rendah. Untuk mengatasi masalah tersebut disarankan agar penelitian berikutnya

memilih sampel dari semua industri serta memasukkan variabel jenis industri sebagai variabel pengendali.

Keterbatasan kedua adalah penggunaan rasio individual yaitu rasio MVE/BE sebagai variabel pengukur IOS kemungkinan kurang tepat. Oleh karena itu disarankan penelitian berikutnya bisa menggunakan variabel instrumental (VIOS) dan skor faktor yang mempunyai nilai rata-rata yang lebih baik dibandingkan dengan rasio individual.

Implikasi Penelitian

Hasil penelitian ini mempunyai implikasi-impliksi bagi studi tentang pentingnya variabel *Investment Opportunity Set (IOS)* dan ukuran perusahaan (*SIZE*) untuk menjelaskan perilaku manajemen dalam mengelola *free cash flow* dalam kaitannya dengan kebijakan hutang. Hasil penelitian ini juga bermanfaat bagi investor untuk memahami perilaku manajemen perusahaan di Indonesia dalam mengelola *free cash flow* yang biasanya menimbulkan konflik antara pemegang saham dan manajer perusahaan. Pada perusahaan dengan level IOS rendah, manajemen perusahaan akan cenderung meningkatkan hutangnya apabila *free cashflow* yang dihasilkan perusahaan tinggi. Permasalah *free cashflow* juga lebih nyata pada perusahaan besar. Pada perusahaan besar, manajemen perusahaan akan cenderung meningkatkan hutangnya apabila *free cashflow* yang dihasilkan perusahaan tinggi. Dengan demikian investor sebaiknya mempertimbangkan variabel kesempatan bertumbuh perusahaan dan ukuran perusahaan apabila akan melakukan investasi pada perusahaan yang mempunyai *free cashflow* yang tinggi.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., dan G. Mandelker. 1987. Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *Journal of Finance* 42: 823-837.
- Ang, JC, dan J.Mc Connel, March 1982. The Administrative Cost of Corporate Bankruptcy: A Note. *Journal of Finance* 37: 219-226.
- Bathala, T.C., K.R. Moon, dan R.P., Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: n Agency Perspective. *Financial Management*, Autum 23: 38-50.
- Binsor Sihombing. 2000. *Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Insider Dalam Konteks Teori Keagenan*. Thesis S-2 (Tidak dipublikasikan). UGM, Yogyakarta.
- Carl R. Chen dan Thomas L. Steiner. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy. *The Financial Review* 34 (1999): 119-136.
- Cooper, D.R. dan C.E. Emonry. 1995. *Business Research Methods*. Fifth Edition. Richard D. Irwin, Inc.
- Crutchley Claire dan Robert S. Hanssen. 1989. Atest of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividens. *Financial Management* 18: 36-46.
- Fama, E. 1980. Agency Problem and the Theory of the Firm. *Journal of PoliticalEconomy* 88: 288-325.
- Fried. I. Dan L.H.P. Lang. 1988. An Empirical Test of Corporate Ownership Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- Grossman, S., dan O. Hart. 1982. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives ini The Economics of Information and Uncertainty*. J. Mc Call, University of Chicago Press, Chicago.
- Gull, F.A. dan Jaggi B.1999. An Analisisi of Joint Effects of Investment Opportunity Set., Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative and Accounting* 12: 371-381.
- Hartono J. 1999. An Agency Cost Explanation ffor Dividend Payments. *Working Paper. Gadjah Mada University*.
- Jensen, G., D. Solberg, dan T. Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27: 247-263.
- Jensen, M. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329.
- Jensen, M., dan W. Meckling.1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *Journal of Financial*

- Economics* 4: 305-360. Kester, K.W. 1986. Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management* 15 (1): 5-16.
- Kole, S.R.1991. *A Cross Sectional Investigation of Managerial Compensation from an ex ante Perspective*. Simon Graduate School of Business Administration. University of Rochester.Rochester. New York.
- Lang, L., E., Ofek, dan R.Stul. 1996. Leverage, Investment, and Firm Growth. *Journal of Finance Economics* 40: 3-29.
- Leland, H., dan D. Pyle. 1977. Informational Asymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32: 371-388.
- Mahadwartha, P.A. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V*. Ikatan Akuntan Indonesia: 635-647.
- Mason, S.P. dan R.C. Merton. 1985. The Role of Contingent Claims Analysis in Corporate Finance. In E.I. Altmant. *Recent Advances in Corporate Finance*. Irwin Homewood, IL: 7-54.
- Megginson, W.L. 1997. *Capital Structure Theory, Corporate Finance Theory*. Addison. Wesley.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review*. August, Vol. 33: 85-99.
- Meyers, Stewart. C., dan Nicholas S. Majulf. 1984. Corporate Financing Decisions when Firms Have Investment Information that Investors Do Not. *Journal of Financial Economics* 13: 187-220.
- Ross, Stephen A., Westerfield, dan Jaffe. 1999. *Corporate Finance*, 5 th edition, Irwin McGraw-Hill.
- Smith, C.W. Jr., dan R.L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend, and Compensation Polices. *Journal of Accounting & Economics* 32: 263-292.
- Tarjo dan Hartono.J.2003. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Ikatan Akuntan Indonesia. Surabaya: 278-295.
- Titman, S. dan R. Wessels. March 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 1-19.

- Vogt, S.C. 1994. The Cash Flow Investment Relationship: Evidence from Capital Expenditure Announcements. *Financial Management*, 44-57.
- Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agensi. *Simposium Nasional Akuntansi IV. Ikatan Akuntan Indonesia*, 1084-1107.
- Wanner, J. 1997. Bankruptcy Costs: Some Evidence. *Journal of Finance* 32: 237-3

