

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, DAN RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN
TERHADAP KEBIJAKAN UTANG**

Studi Empiris pada Perusahaan Publik yang terdaftar di BEI

SKRIPSI

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat
Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
Program Studi Akuntansi



Oleh:

Maria Setyorini

NIM: 042114081

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI JURUSAN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SANATA DHARMA
YOGYAKARTA
2008**

SKRIPSI

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, DAN RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN
TERHADAP KEBIJAKAN UTANG**
Studi Empiris pada Perusahaan Publik yang terdaftar di BEI

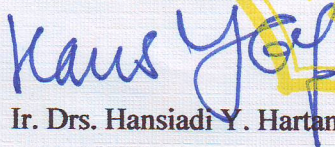
Oleh:

Maria Setyorini

NIM: 042114081

Telah Disetujui oleh:

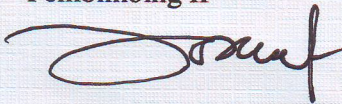
Pembimbing I



Ir. Drs. Hansiadi Y. Hartanto, M.Si., Akt.

Tanggal: 23 Mei 2008

Pembimbing II



Drs. Yusef Widya Karsana, M.Si., Akt.

Tanggal: 30 Juni 2008

SKRIPSI

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, DAN RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN TERHADAP
KEBIJAKAN UTANG**

Studi Empiris pada Perusahaan Publik yang terdaftar di BEI

Dipersiapkan dan ditulis oleh:

Maria Setyorini

NIM: 042114081

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji

Pada Tanggal 29 Juli 2008

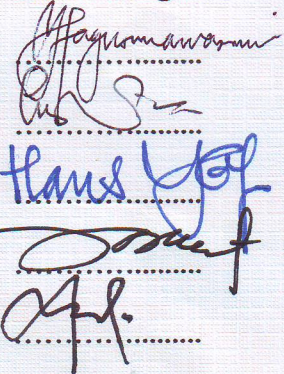
Dan dinyatakan memenuhi syarat

Susunan Dewan Penguji

Nama Lengkap

Ketua Dra. YFM. Gien Agustinawansari, M.M., Akt.
Sekretaris Lisia Apriani S.E., M.Si., Akt.
Anggota Ir. Drs. Hansiadi Y. Hartanto, M.Si., Akt.
Anggota Drs. Yusef Widya Karsana, M.Si., Akt.
Anggota A. Diksa Kuntara, S.E., M.F.A.

Tanda Tangan

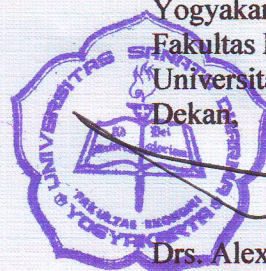


Yogyakarta, 31 Juli 2008

Fakultas Ekonomi

Universitas Sanata Dharma

Dekan.



Drs. Alex Kahu Lantum, M.S.

**LEMBAR PERNYATAAN PERSETUJUAN
PUBLIKASI KARYA ILMIAH UNTUK KEPENTINGAN KAMPUS**

Yang bertandatangan di bawah ini, saya mahasiswa Universitas Sanata Dharma:

Nama : Maria Setyorini
Nomor Mahasiswa : 042114081

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, saya memberikan kepada Perpustakaan Universitas Sanata Dharma karya ilmiah saya yang berjudul:

**”PENGARUH FREE CASH FLOW, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, DAN RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN TERHADAP
KEBIJAKAN UTANG”**

Studi Empiris pada Perusahaan Publik yang Terdaftar di BEI

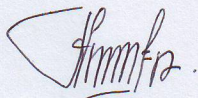
Beserta perangkat yang dibutuhkan (bila ada). Dengan demikian saya memberikan kepada Perpustakaan Universitas Sanata Dharma hak untuk menyimpan, mengalihkan dalam bentuk media lain, mengelolanya dalam bentuk pangkalan data, mendistribusikan secara terbatas, dan mempublikasikannya di Internet atau media lain untuk kepentingan akademis tanpa perlu meminta ijin dari saya maupun memberikan royalti kepada saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis.

Demikian pernyataan ini yang saya buat dengan sebenarnya.

Di buat di Yogyakarta

Pada tanggal: 31 Juli 2008

Yang menyatakan



(Maria Setyorini)

“Takut akan TUHAN adalah permulaan pengetahuan, tetapi orang bodoh menghina hikmat dan didikan” (Amsal 1 : 7)

“Serahkanlah hidupmu kepada TUHAN dan percayalah kepadaNya, dan Ia akan bertindak” (Mazmur 37 : 5)

“Berserulah kepadaKu, maka Aku akan menjawab engkau dan akan memberitahukan kepadamu hal-hal yang besar dan yang tidak terpahami, yakni hal-hal yang tidak kau ketahui” (Yeremia 33 : 3)

Kupersembahkan untuk:

Tuhan Yesus Kristus dan Bunda Maria
Bapakku Romanus Sunardja dan ibuku Sulasti
Adekku Kenu dan Kedy



UNIVERSITAS SANATA DHARMA
FAKULTAS EKONOMI
JURUSAN AKUNTANSI – PROGRAM STUDI AKUNTANSI

PERNYATAAN KEASLIAN KARYA TULIS

Yang bertandatangan di bawah ini, saya menyatakan bahwa Skripsi dengan judul: Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, dan Rasio Pembayaran Dividen terhadap Kebijakan Utang dan dimajukan untuk diuji pada tanggal 29 Juli 2008 adalah hasil karya saya.

Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin, atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain yang saya aku seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya.

Apabila saya melakukan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya ternyata melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Yogyakarta, 31 Juli 2008
Yang membuat pernyataan,

Maria Setyorini

KATA PENGANTAR

Puji syukur dan terima kasih ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa, yang telah melimpahkan rahmat dan karunia kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulisan skripsi ini bertujuan untuk memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Sanata Dharma.

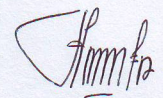
Dalam menyelesaikan skripsi ini penulis mendapat bantuan, bimbingan dan arahan dari berbagai pihak. Oleh karena itu penulis mengucapkan terimakasih yang tak terhingga kepada:

- a. Dr. Ir. Paulus Wiryono Priyotamtama, S.J Selaku Rektor Universitas Sanata Dharma yang telah memberikan kesempatan untuk belajar dan mengembangkan kepribadian kepada penulis.
- b. Ir. Drs. Hansiadi Y. Hartanto, M.Si.,Akt. Selaku pembimbing I yang telah membantu serta membimbing penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
- c. Drs. Yusef Widya Karsana, M.Si.,Akt. Selaku pembimbing II yang telah sabar membimbing penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
- d. A. Diksa Kuntara, S.E., M.F.A Selaku dosen penguji yang telah meluangkan waktu untuk menguji penulis sehingga bisa lulus.
- e. Drs. P. Rubiyatno, M.M, atas masukan-masukan yang bermanfaat dalam penyelesaian penulisan skripsi ini.
- f. Bapakku Romanus Sunardja dan Ibuku Sulastri yang peduli pada pendidikan anaknya, mendorong dan mendoakan penulis hingga skripsi ini dapat selesai.
- g. Ronalia Kartika Losdy, S.E., atas pinjaman jurnal dan buku yang sangat membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
- h. Mbak Jaty yang selalu memberi semangat agar cepat menyelesaikan skripsi ini.
- i. Din'dut, Monick, Nciz, dan Arum yang selalu memberi semangat agar tidak cepat menyerah dalam mengerjakan skripsi ini.

- j. Kriz yang selalu mendorong penulis agar selalu rajin berburu buku dan tesis di perpustakaan-perpustakaan terutama S2 UGM
- k. Ata, Tyas, Dian, Ikun, Pero, Crista, dan Margaretha sebagai teman seperjuangan MPT yang selalu saling memberi dukungan.
- l. Tety yang menjadi teman seperjuangan MPT dan Skripsi yang tidak pernah bosan membantu dalam penyelesaian skripsi ini.
- m. Mas Yoyo' yang sudah memberi pengarahan sehingga dapat membantu penulis mempersiapkan diri dalam pendadaran.
- n. Mudika wilayah III "Markantem" yang selalu memberi semangat dan keceriaan sehingga bisa membantu menghilangkan kepenatan penulis.
- o. Teman-teman Akuntansi angkatan 2004 Universitas Sanata Dharma tercinta.
- p. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih banyak kekurangannya, oleh karena itu penulis mengharapkan kritik dan saran. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pembaca.

Yogyakarta, 31 Juli 2008



Maria Setyorini

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PUBLIKASI	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN	v
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN KARYA TULIS	vi
HALAMAN KATA PENGANTAR	vii
HALAMAN DAFTAR ISI	ix
HALAMAN DAFTAR TABEL	xi
HALAMAN DAFTAR GAMBAR	xii
ABSTRAK	xiii
ABSTRACT	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Rumusan Masalah	3
C. Tujuan Penelitian	4
D. Manfaat Penelitian	4
E. Sistematika Penulisan	5
BAB II LANDASAN TEORI	7
A. Tinjauan Teori	7
B. Pengembangan Hipotesis	14
BAB III METODE PENELITIAN	19
A. Jenis Penelitian	19
B. Waktu dan Tempat Penelitian	19
C. Teknik Pengambilan Sampel	19
D. Teknik Pengumpulan Data	20
E. Variabel Penelitian	20
F. Teknik Analisis Data	22

BAB IV	GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN	29
BAB V	ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	39
	A. Deskripsi Data	39
	B. Analisis Data	42
	C. Pembahasan	55
BAB VI	PENUTUP	58
	A. Kesimpulan	58
	B. Keterbatasan Penelitian	59
	C. Saran	59
	DAFTAR PUSTAKA	61
	LAMPIRAN	63

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1: Hasil Pemilihan Perusahaan Sampel	40
Tabel 2: Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006	41
Tabel 3: One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	42
Tabel 4: Model Summary Durbin-Watson	44
Tabel 5: Coefficients Variance Inflation Factor	45
Tabel 6: Kebijakan Utang pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006	46
Tabel 7: <i>Free Cash Flow</i> (FCF) pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006	49
Tabel 8: <i>Managerial Ownership</i> (OWNSP) pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006	50
Tabel 9: <i>Dividend Payout Ratio</i> pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006	52
Tabel 10: Anova	53
Tabel 11: Coefficients	53

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1: Scaterplot	43

ABSTRAK

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG

Studi Empiris pada Perusahaan Publik yang terdaftar di BEI

Maria Setyorini
NIM: 042114081
Universitas Sanata Dharma
Yogyakarta
2008

Tujuan Penelitian ini untuk mengetahui adanya pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan rasio pembayaran dividen terhadap kebijakan utang. Latar belakang penelitian ini adalah adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer dalam penggunaan kelebihan dana yang dimiliki perusahaan.

Jenis penelitian ini adalah studi empiris. Pengumpulan data dilakukan dengan cara pencatatan terhadap data pada laporan keuangan yang telah dipublikasikan di BEI. Penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda.

Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif antara *free cash flow* dengan kebijakan utang perusahaan dengan nilai probabilitas sebesar 0,002 lebih kecil dari α dan nilai t hitung (3,202) lebih besar dari t tabel (1,670). Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan nilai probabilitas sebesar 0,958 lebih besar dari α dan nilai t hitung (-0,053) lebih besar dari -t tabel (-1,670). Sedangkan Rasio pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang dengan nilai probabilitas 0,048 lebih kecil dari α dan nilai t hitung (1,857) lebih besar dari t tabel (1,670). Nilai koefisien determinasi sebesar 14,0% menunjukkan bahwa masih banyak faktor lain yang mempengaruhi kebijakan utang.

Kata kunci: *free cash flow*, kepemilikan manajerial, rasio pembayaran dividen, dan kebijakan utang

ABSTRACT

THE INFLUENCE OF FREE CASH FLOW, MANAGERIAL OWNERSHIP, AND DIVIDEND PAYOUT RATIO ON THE DEBT POLICY

An Empirical Study in Public Companies which are Registered in IDX

Maria Setyorini
NIM: 042114081
Sanata Dharma University
Yogyakarta
2008

The aim of this study was to find out the influence of free cash flow, managerial ownership, and dividend payout ratio on the debt policy. The background of this study was the existence of conflict of interest between shareholders and managers in using the fund surplus owned by the company.

This research was an empirical study. The data collection was done by recording the financial statement data published by IDX. This research used significance value (α) 5%. The data analysis technique used was multiple linear regression.

The result of research showed that free cash flow had positive influence on debt policy with probability value was $0.002 < \alpha$ and t -calculated (3.202) $> t$ -table (1.670). The managerial ownership variable did not have influence on debt policy with probability value was $0.958 > \alpha$ and t -calculated (-0.053) $> -t$ table (-1.670). While the dividend payout ratio had positive influence on debt policy with probability value $0.048 < \alpha$ and t -calculated (1.857) $> t$ -table (1.670). The determinan coefficient value was 14.0% showing that there were other factors that influenced the debt policy.

Keyword: free cash flow, managerial ownership, dividend payout ratio, and debt policy

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Gapenski 1996: 5). Tujuan tersebut seringkali hanya bisa dicapai apabila tanggungjawab pengelolaan perusahaan diserahkan kepada para *professional* yaitu manajer (*agent*). Hal ini disebabkan para pemegang saham (*principal*) memiliki banyak keterbatasan. Manajer dipekerjakan oleh pemegang saham untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi manajer juga berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka sendiri. Perbedaan kepentingan ini akan menyebabkan timbulnya konflik keagenan (*agency conflict*) antara manajer dan pemegang saham. Keputusan yang diambil oleh menejer (*agent*) sering tidak sesuai dengan harapan pemegang saham. Keputusan yang diambil cenderung menguntungkan kepentingan manajer sendiri seperti dalam penggunaan *free cash flow*.

Menurut Tarjo (2005), aliran kas bebas (*free cash flow*) biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Konflik ini terjadi karena pemegang saham menginginkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sementara manajer berkeinginan untuk menginvestasikan kembali dana tersebut pada proyek-proyek yang dianggap dapat menguntungkan untuk masa mendatang.

Konflik kepentingan antara manajer (*agent*) dan pemegang saham (*principal*) dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan. Mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Dalam teori keagenan, cara yang sering dilakukan untuk mengurangi terjadinya konflik adalah dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Kepemilikan manajerial akan membuat kepentingan manajemen dan pemegang saham menjadi sejajar. Manajemen cenderung lebih hati-hati dalam bertindak karena mereka akan memperoleh manfaat langsung dan menanggung risiko atas tindakan yang dilakukannya sehingga manajemen tidak akan bertindak atas kepentingan pribadinya. Putri dan Nasir (2006) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Proporsi kepemilikan saham oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Manajer akan mengurangi tingkat penggunaan utang seiring dengan meningkatnya kepemilikan saham mereka dalam perusahaan untuk mengurangi risiko bisnis dari besarnya utang. Semakin besar proporsi kepemilikan saham manajemen pada perusahaan, maka manajer cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yaitu dirinya sendiri.

Cara lain untuk mengurangi konflik adalah melalui penggunaan utang dan pembayaran dividen. Mahadwartha dan Hartono (2002) menyatakan bahwa beban biaya yang terjadi dari sisi pemegang saham dapat dikurangi dengan melibatkan pihak ketiga untuk ikut melakukan pengawasan terhadap

manajemen. Pihak ketiga yang melakukan pengawasan ini biasanya disebut *debtholders* yang masuk melalui kebijakan utang. Penggunaan utang akan meningkatkan *monitoring* dari *debtholders* sehingga membuat manajer lebih hati-hati dalam penggunaan utang.

Pembayaran dividen juga akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen (Mahadwartha dan Hartono, 2002). Akibat adanya pembayaran dividen, pemegang saham (*principal*) merasa bahwa manajer telah melakukan tindakan sesuai dengan keinginan mereka. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia dalam perusahaan dan akan meningkatkan utang.

Berdasarkan permasalahan tersebut di atas, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut tentang **“Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, dan Rasio Pembayaran Dividen Terhadap Kebijakan Utang”**.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang tersebut, maka permasalahan yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan?

3. Apakah rasio pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan?

C. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah yang menjadi fokus penelitian ini, maka tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang perusahaan.
2. Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang perusahaan.
3. Untuk mengetahui pengaruh rasio pembayaran dividen terhadap kebijakan utang perusahaan.

C. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan, seperti :

1. Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat membantu mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi pertimbangan pembuatan keputusan perusahaan mengenai kebijakan utang.

2. Universitas

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam penelitian di bidang keuangan terutama yang berkaitan dengan *free cash flow*,

kepemilikan manajerial, rasio pembayaran dividen dan pengaruhnya terhadap kebijakan utang.

3. Penulis

Penelitian ini merupakan suatu pelajaran yang sangat berharga, terutama dalam memperbaiki cara berpikir penulis dalam menganalisis dan memecahkan masalah dengan metode ilmiah.

D. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini disusun sebagai berikut:

Bab I. Pendahuluan

Bab ini membahas latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II. Tinjauan Pustaka

Bab ini membahas berbagai topik yang relevan dengan penelitian ini yaitu tinjauan teori dan pengembangan hipotesis.

Bab III. Metode Penelitian

Bab ini menjelaskan tentang jenis penelitian, waktu dan tempat penelitian, teknik pengambilan sampel, teknik pengumpulan data, variabel penelitian, dan teknik analisis data.

Bab IV. Gambaran Umum

Dalam bab ini akan diuraikan secara singkat perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian.

Bab V. Analisis Data

Bab ini membahas deskripsi data, analisis data, dan hasil penelitian.

Bab VI. Penutup

Bab ini memuat kesimpulan, keterbatasan penelitian, dan saran-saran yang bermanfaat bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Tinjauan Teori

1. Teori Keagenan

Menurut Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan didefinisikan sebagai suatu kontrak dimana satu orang atau lebih (*principal*) berhubungan dengan pihak lain (*agent*) untuk memberikan jasa atas nama *principal* yang didalamnya terdapat pendelegasian wewenang pengambilan keputusan bagi *agent*. Penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan akan memunculkan perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Dalam hubungan ini masing-masing pihak (manajemen dan pemegang saham) ingin memaksimalkan kesejahteraan mereka sendiri. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham sangat mungkin terjadi karena para pengambil keputusan (manajemen) tidak perlu mengganggu risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik perusahaan (*principal*). Oleh karena itu, pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal karena pihak manajemen tidak ikut menanggung risiko dari kesalahan dalam pengambilan keputusan. Menurut Tarjo (2005), aliran kas bebas (*free cash flow*) dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Konflik ini terjadi karena pemegang saham

menginginkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sementara manajer berkeinginan untuk menginvestasikan kembali dana tersebut pada proyek-proyek yang dianggap dapat menguntungkan untuk masa mendatang.

Konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dapat dikendalikan untuk menghindari permasalahan yang mengganggu kemajuan perusahaan dimasa mendatang dengan suatu mekanisme pengawasan. Akibat dari adanya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya biaya yang disebut *agency cost*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), terdapat tiga macam biaya keagenan akibat dari perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principal*, yaitu:

- a. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh *principal* untuk memonitor perilaku *agent*
- b. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh *agent* untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa *agent* akan bertindak untuk kepentingan *principal*
- c. *Residual loss* timbul dari kenyataan bahwa tindakan *agent* kadangkala berbeda dari tindakan yang memaksimalkan kepentingan *principal*

Bila pemegang saham tidak melakukan usaha untuk mengawasi tindakan manajemen maka tidak akan muncul biaya keagenan, namun kerugian akan timbul karena adanya perilaku yang mementingkan kepentingan sendiri oleh manajemen. Disisi lain biaya keagenan menjadi tinggi jika

pemegang saham berusaha memastikan semua keputusan yang diambil oleh manajemen tidak mementingkan kepentingan manajemen lagi.

Teori keagenan mengemukakan beberapa cara untuk mengurangi konflik keagenan, antara lain:

a. Meningkatkan kepemilikan manajerial

Menurut Crutchley dan Hansen (1989), konflik keagenan dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak manajemen agar kedudukan manajemen dan pemegang saham menjadi sejajar. Akibat dari peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen maka manajemen termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggungjawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

b. Meningkatkan pendanaan melalui utang

Penggunaan utang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajemen. Penggunaan utang akan melibatkan pihak ketiga (*debtholders*), yang diharapkan dapat membantu melakukan pengawasan terhadap manajemen sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang.

c. Meningkatkan pembayaran dividen

Pembayaran dividen yang tinggi juga dapat mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Peningkatan DPR

(*dividend payout ratio*) akan meningkatkan kesempatan peningkatan modal dari luar perusahaan. Hal ini menyebabkan kinerja manajemen dimonitor oleh bursa, komisi sekuritas, dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja ini akan menyebabkan manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga dapat mengurangi biaya keagenan.

2. Kebijakan Utang

Utang adalah kewajiban suatu perusahaan yang timbul dari transaksi pada waktu yang lalu dan harus dibayar dengan kas, barang, atau jasa di waktu yang akan datang (Jusup 1993: 229). Menurut Brigham dan Houston (2006: 5), utang memiliki dua keunggulan penting. Pertama, bunga yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak. Kedua, kreditor akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah tetap, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan sangat baik. Namun utang juga memiliki kelemahan. Pertama, semakin tinggi rasio utang maka perusahaan tersebut akan semakin berisiko sehingga semakin tinggi pula biaya dari utang maupun ekuitas. Kedua, jika sebuah perusahaan mengalami masa-masa sulit dan laba operasi tidak cukup untuk menutupi beban bunga, para pemegang saham harus menutupi kekurangan tersebut dan jika mereka tidak dapat melakukannya maka akan terjadi kebangkrutan. Sumber pendanaan perusahaan berasal dari utang dan ekuitas. Pendanaan utang memberikan hak kontraktual kepada kreditor untuk menerima pembayaran lebih dulu daripada

pemegang saham atas pokok pinjaman dan biaya bunga secara periodik selama jangka waktu tertentu dan menerima pembayaran lebih dulu jika terjadi kebangkrutan. Kebijakan utang bertujuan menentukan sumber pendanaan antara utang dan ekuitas agar memaksimalkan nilai perusahaan dan pemegang saham. Menurut Achmad (2005), pengaruh utang untuk mengendalikan biaya keagenan dapat dilihat dari tiga aspek:

a. Utang menurunkan *free cash flow*

Utang memaksa perusahaan membayar pokok utang dan bunga sehingga mengurangi *free cash flow* dan mengurangi insentif manajer untuk berperilaku memuaskan kepentingan sendiri.

b. Utang akan mendisiplinkan manajer

Pendanaan utang memaksa manajer untuk mematuhi kesepakatan kreditur dalam perjanjian utang. Pelanggaran kesepakatan dan kegagalan pembayaran utang akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Kreditor membatasi tindakan manajer dalam penggunaan aliran kas yang menurunkan nilai perusahaan sehingga utang memiliki pengaruh pendisiplinan bagi manajer.

c. Utang meningkatkan kesejahteraan pemegang saham

Peningkatan kesejahteraan ini berasal dari penggeseran biaya pengawasan *free cash flow* dan penghematan pajak. Peningkatan utang akan meningkatkan pengawasan oleh kreditur. Pengawasan ini menimbulkan pengaruh penggeseran biaya pengawasan *free cash flow* dari pemegang saham kepada kreditur. Utang menimbulkan biaya

bunga sebagai komponen pengurang penghasilan kena pajak, sehingga menghemat pembayaran pajak. Peningkatan utang akan meningkatkan penghematan pajak.

3. Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Aliran kas bebas (*free cash flow*) dapat menimbulkan permasalahan keagenan. Aliran kas bebas merupakan kelebihan aliran kas operasi yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross et al., 2002 dalam Achmad, 2005). Istilah *free cash flow* mencerminkan bahwa manajer memiliki kebebasan untuk menggunakan kelebihan kas yang dihasilkan dari aliran kas internal perusahaan. Manajemen dapat menggunakan *free cash flow* secara bebas untuk pembayaran dividen, pembayaran utang, investasi berlebihan atau konsumsi berlebihan. *Free cash flow* yang tinggi dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Manajemen menginginkan kelebihan dana tersebut diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer. Sementara di sisi lain, pemegang saham menginginkan kelebihan dana tersebut dibagikan sebagai dividen untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

4. Kepemilikan Manjerial (*Managerial Ownership*)

Menurut Tarjo (2005), kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan

keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen akan membuat kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham menjadi sejajar. Manajer akan berusaha lebih giat untuk kemakmuran pemegang saham yaitu dirinya sendiri.

5. Pembayaran Dividen

Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada pemegang saham oleh perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba ditahan untuk kepentingan pihak perusahaan. Perusahaan berharap dengan pembayaran dividen maka di mata investor perusahaan tersebut mempunyai nilai yang tinggi. Pembayaran dividen yang dilakukan terus menerus dapat menunjukkan bahwa perusahaan mampu bertahan mendapatkan laba dan mampu memberikan hasil kepada pemegang saham.

Salah satu keuntungan dari pembayaran dividen adalah bahwa pembayaran dividen dapat mengurangi biaya keagenan. Pembayaran dividen mungkin dapat digunakan sebagai alat untuk memonitor atau mengevaluasi hasil kerja manajemen (Rozeff, 1982 dalam Weston dan Copeland 1996: 111). Pembayaran dividen akan memacu manajer untuk lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan. Manajer akan

berusaha lebih memperhatikan kepentingan pemegang saham dan mengurangi kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Akibat pembayaran dividen, pemegang saham merasa bahwa manajer telah melakukan tindakan sesuai dengan keinginan mereka sehingga dapat mengurangi konflik keagenan.

Pembayaran dividen akan mengurangi *free cash flow*. Penurunan *free cash flow* akan menurunkan kesempatan bagi manajer untuk melakukan tindakan yang mengurangi nilai perusahaan. Namun penurunan *free cash flow* dapat menimbulkan ketidakmampuan perusahaan untuk membiayai investasi. Kebutuhan dana investasi dapat diperoleh melalui pendanaan utang.

B. Pengembangan Hipotesis

1. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang perusahaan

Free cash flow merupakan kelebihan aliran kas operasi yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross et al., 2002 dalam Achmad, 2005). Jensen (1986) menjelaskan bahwa kesempatan pertumbuhan rendah akan menimbulkan biaya keagenan *free cash flow*. Perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan rendah dan *free cash flow* tinggi mendorong manajer melakukan investasi melebihi ukuran optimal. Investasi berlebihan akan berkaitan dengan peningkatan kompensasi manajer (Murphy, 1985 dalam Jensen, 1986). Akibatnya,

peningkatan *free cash flow* akan menurunkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Pemegang saham akan meningkatkan pengawasan agar *free cash flow* tidak digunakan oleh manajer untuk keperluan investasi atau konsumsi berlebihan yang menurunkan nilai perusahaan. Jadi, kesempatan pertumbuhan rendah dengan *free cash flow* tinggi menimbulkan biaya pengawasan *free cash flow* yang ditanggung pemegang saham. Biaya pengawasan *free cash flow* dapat diturunkan dengan peningkatan utang.

Tarjo (2005) menemukan bahwa hubungan *free cash flow* dengan kebijakan utang adalah positif pada perusahaan yang memiliki *investment opportunity set* (IOS) rendah. Gull dan Jaggi (1999) juga menemukan hubungan positif antara *free cash flow* dengan kebijakan utang pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah, terutama pada perusahaan besar. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa pada perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan utang untuk kegiatan pendanaan. Oleh karena itu peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha1: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan

2. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang perusahaan

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) merupakan kepemilikan saham oleh pihak manajemen. Kepemilikan manajerial membuat kepentingan antara manajer dan pemegang saham menjadi

sejajar (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer akan meningkatkan nilai perusahaan sehingga menurunkan biaya pengawasan yang ditanggung pemegang saham dan kreditur. Peningkatan (penurunan) nilai perusahaan akan berakibat peningkatan (penurunan) kekayaan manajer. Manajer akan berusaha menghindari risiko penurunan nilai perusahaan yang dapat menurunkan kekayaannya. Manajer akan mengurangi utang sehingga menurunkan risiko keuangan, yaitu risiko kesulitan uang dan kebangkrutan (Mahadwartha dan Hartono, 2002)

Tarjo menemukan bahwa kepemilikan manajerial pada perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan rendah berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Mahadwartha dan Hartono (2002) juga menemukan bahwa hubungan variabel *managerial ownership* dengan variabel kebijakan *leverage* adalah negatif dan signifikan, sesuai dengan prediksi teori keagenan bahwa *managerial ownership* mampu digunakan untuk mengendalikan biaya keagenan dari penggunaan *leverage*. Wahidahwati (2001) menemukan bukti tambahan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh dan berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Hal ini disebabkan masih sejajarnya kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Oleh karena itu peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha2: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan

3. Pengaruh rasio pembayaran dividen terhadap kebijakan utang perusahaan

Menurut teori *free cash flow*, pembayaran dividen akan mengurangi *free cash flow*. Penurunan *free cash flow* akan menurunkan kesempatan bagi manajer untuk melakukan tindakan yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Namun penurunan *free cash flow* menimbulkan ketidakmampuan perusahaan untuk membiayai investasinya. Kebutuhan dana investasi dapat diperoleh melalui utang. Easterbrook (1986) dalam Achmad (2005) berpendapat bahwa pembayaran dividen akan memaksa manajer mencari pendanaan eksternal. Pendanaan eksternal adalah penerbitan saham baru atau pendanaan utang. Penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham sehingga menghilangkan manfaat dari pembayaran dividen. Sebaliknya, pendanaan utang menimbulkan manfaat dari penghematan pajak dan peningkatan pengawasan oleh kreditur. Pendapat ini menguatkan teori *free cash flow* yang memprediksi hubungan positif antara pembayaran dividen dengan kebijakan utang. Peningkatan dividen merupakan sinyal meningkatnya profitabilitas masa depan. Sinyal ini digunakan investor untuk mengetahui peluang investasi yang dapat meningkatkan nilai ekuitas perusahaan. Kenaikan ekuitas ini menjadi insentif bagi perusahaan untuk meningkatkan utang guna mempertahankan struktur modal yang optimal.

Mahadwartha dan Hartono (2002) menemukan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan utang perusahaan dengan hubungan yang positif namun kebijakan utang tidak mempengaruhi kebijakan

dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar akan memaksa manajer untuk mencari tambahan dana eksternal melalui pendanaan utang untuk membiayai proyek investasinya. Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui utang. Achmad (2005) juga menemukan bahwa pembayaran dividen akan meningkatkan utang serta pembayaran dividen dan peningkatan utang secara simultan akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Oleh karena itu peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha3: Rasio pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Jenis penelitian

Penelitian ini merupakan suatu studi empiris yang dilakukan pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

B. Waktu dan Tempat Penelitian

1. Waktu Penelitian

Penelitian dilakukan pada bulan maret tahun 2008.

2. Tempat Penelitian

Penelitian ini dilaksanakan pada pojok Bursa Efek Indonesia (BEI) Universitas Sanata Dharma.

C. Teknik Pengambilan Sampel

Pengambilan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan publik yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia
- b. Perusahaan yang dimasukkan ke dalam sampel harus memiliki kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen
- c. Perusahaan harus melaporkan dividen dalam laporan keuangannya antara tahun 2004 sampai 2006. Perusahaan yang tidak memiliki data *dividend*

payout ratio (DPR) selama tiga tahun berturut-turut tetap dimasukkan dalam sampel.

- d. Perusahaan yang dijadikan sampel harus melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* berkaitan dengan total *debt*, total *assets*, aliran kas operasi, aktiva tetap bersih, aktiva lancar, utang lancar, persentase kepemilikan saham oleh pihak manajerial, dividen perlembar saham, dan laba perlembar saham.

D. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang dilakukan adalah penelusuran data sekunder.. Data laporan keuangan diperoleh dari Bursa Efek Indonesia yang tersedia secara *online* pada situs <http://www.idx.co.id>. *Debt*, kepemilikan manajerial, dan rasio pembayaran dividen diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.

E. Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan utang. Variabel ini diberi simbol DEBT yang diukur dengan membagi total *debt* dengan total *assets* yang sudah tersedia pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

2. Variabel independen

a. *Free Cash Flow*

Free cash flow atau aliran kas bebas adalah kas yang dimiliki oleh perusahaan setelah dikurangi dengan investasi dalam aktiva operasi (termasuk modal kerja) dengan NPV (*net present value*) positif yang digunakan dalam operasi perusahaan (Jensen, 1986) dan dapat dibagikan kepada pemegang saham atau kreditur. *Free cash flow* diprosikan dengan aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t dikurangi pengeluaran modal dan modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t .

b. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) diberi simbol OWNSP. Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen. *Managerial ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang ikut aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (Tarjo, 2005). Kepemilikan manajerial sudah tersedia pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

c. Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

Rasio pembayaran dividen (DPR) diukur dengan membagi dividen per lembar saham (DPS) dengan laba per lembar saham (EPS) yang sudah tersedia pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

F. Teknik Analisis Data

1. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis maka dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu, yaitu:

a. Uji Normalitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel independen dan variabel dependen keduanya mempunyai distribusi normal atau mendekati normal. Pada pengujian ini, normalitas data diukur dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S). Jika nilai K-S signifikan maka residual tidak normal, tetapi jika K-S tidak signifikan maka residual terdistribusi secara normal (Ghozali, 2007).

b. Uji Heteroskedastisitas

Salah satu asumsi dalam regresi berganda adalah uji heteroskedastisitas. Asumsi heteroskedastisitas ini berguna untuk menguji apakah didalam model regresi yang kita punyai mengandung perbedaan variansi residu dari kasus pengamatan satu ke kasus pengamatan yang lainnya. Jika varians residu dari pengamatan satu ke pengamatan yang lainnya mempunyai nilai tetap maka disebut homoskedastisitas. Model regresi yang baik adalah model regresi yang memiliki homoskedastisitas dan bukannya memiliki heteroskedastisitas. Untuk melihat adanya hal ini atau tidak maka digunakan metode diagram berserak atau *scatterplot*.

c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui korelasi antar pengganggu pada suatu periode (t) dengan kesalahan pada periode sebelumnya (t-1). Masalah ini sering timbul pada data *time series*. Cara mendeteksi adanya gejala autokorelasi adalah dengan melihat nilai Durbin-Waston (DW). Pengambilan keputusan bila menggunakan uji DW adalah sebagai berikut:

- 1) Nilai DW terletak diantara d_{ul} dan $4-d_{ul}$, maka autokorelasi sama dengan nol, dan dapat diartikan tidak ada autokorelasi.
- 2) Nilai DW terletak dibawah lower bound (d_l), maka akan mempunyai koefisien korelasi lebih besar dari nol dan memiliki autokorelasi positif.
- 3) Nilai $DW > (4-d_l)$, maka koefisien korelasi kurang dari nol, sehingga memiliki autokorelasi negatif.
- 4) Nilai DW terletak diantara batas atas (d_u) dan batas bawah (d_l) atau terletak antara $(4-d_u)$ dan $(4-d_l)$ sehingga hasilnya tidak dapat disimpulkan.

d. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah situasi dimana ada korelasi antara variabel bebas satu dengan yang lainnya. Multikolinearitas terjadi apabila nilai *tolerance* lebih kecil dari 0.10 atau nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) melebihi angka 10.

2. Menghitung Kebijakan Utang Perusahaan

$$DEBT = \frac{Total\ Debt_{it}}{Total\ Assets_{it}}$$

Keterangan:

Total $Debt_{it}$: Total utang perusahaan i pada tahun t

Total $Assets_{it}$: Total asset perusahaan i pada tahun t

3. Menghitung *Free Cash Flow*

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

Keterangan :

FCF_{it} : *Free Cash Flow*

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

PM_{it} : Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

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

Aliran kas operasi adalah kas 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. Sedangkan *net working capital* adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama.

Hasil tersebut kemudian dinormalkan dengan membaginya dengan total asset (Gull dan Tsui, 1998 dalam Basuki, 2004)

4. Menghitung Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial sudah tersedia pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

5. Menghitung Rasio Pembayaran Dividen (DPR)

$$\text{DPR} = \frac{\text{dividen perlembar saham}}{\text{laba perlembar saham}}$$

6. Melakukan Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis akan digunakan model sebagai berikut:

$$\text{DEBT} = \alpha + \beta_1 \text{FCF} - \beta_2 \text{OWNSP} + \beta_3 \text{DPR} + e$$

Keterangan:

DEBT : Kebijakan Utang

FCF : *Free cash flow*

OWNSP : *Manajerial ownership*

α : Konstanta

e : *Random disturbance*

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Koefisien regresi

Pengujian pada penelitian ini menggunakan regresi berganda seperti berikut ini:

a. Uji F-test

Pengujian ini dilakukan untuk menguji pengaruh ketiga variabel independen (*free cash flow*, kepemilikan manajerial dan rasio pembayaran dividen) secara bersama-sama terhadap variabel dependen (kebijakan utang). Caranya adalah dengan membandingkan nilai probabilitas dengan tingkat signifikansi (α) dan membandingkan Fhitung dengan Ftabel.

Model persamaan dapat diterima apabila nilai probabilitas < tingkat signifikansi (α) dan Fhitung > Ftabel

Model persamaan tidak dapat diterima apabila nilai probabilitas > tingkat signifikansi (α) dan Fhitung < Ftabel

b. Uji t-tests

1) Hipotesis pertama

Pengujian hipotesis pertama menggunakan uji-t, dengan langkah-langkah sebagai berikut:

a) Membuat formula hipotesis

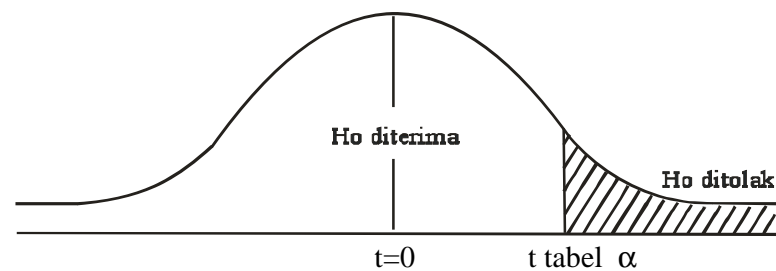
$H_0 : \beta_1 \leq 0$, artinya *free cash flow* tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

$H_a : \beta_1 > 0$, artinya *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

b) Menentukan *level of significant* (α)

Penelitian ini menggunakan α sebesar 5%

c) Menentukan kriteria pengujian satu sisi uji t



d) Membandingkan nilai probabilitas dengan tingkat signifikansi (α) dan membandingkan t hitung dengan t tabel

e) Mengambil keputusan

H_0 ditolak apabila nilai probabilitas $< \alpha$ dan t hitung $> t$ tabel

H_0 tidak ditolak apabila nilai probabilitas $> \alpha$ dan t hitung $< t$ tabel

2) Hipotesis kedua

Pengujian hipotesis kedua menggunakan uji-t, dengan langkah-langkah sebagai berikut:

a) Membuat formula hipotesis

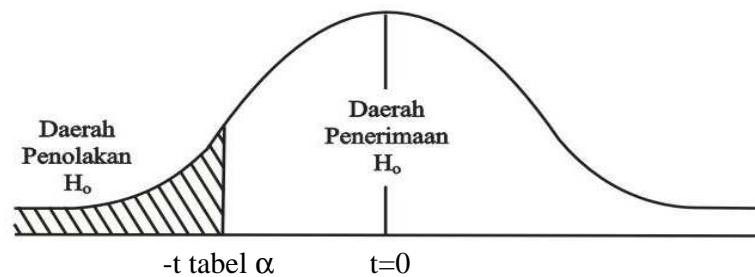
$H_0 : \beta_2 \geq 0$, artinya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

$H_a : \beta_2 < 0$, artinya kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

b) Menentukan *level of significant* (α)

Penelitian ini menggunakan α sebesar 5%

c) Menentukan kriteria pengujian satu sisi uji t



d) Membandingkan nilai probabilitas dengan tingkat signifikansi (α) dan membandingkan t hitung dengan t tabel

e) Mengambil keputusan

H_0 ditolak apabila nilai probabilitas $< \alpha$ dan t hitung $< -t \text{ tabel}$

H_0 tidak ditolak apabila nilai probabilitas $> \alpha$ dan t hitung $> -t \text{ tabel}$

3) Hipotesis ketiga

Pengujian hipotesis ketiga menggunakan uji-t, dengan langkah-langkah sebagai berikut:

a) Membuat formula hipotesis

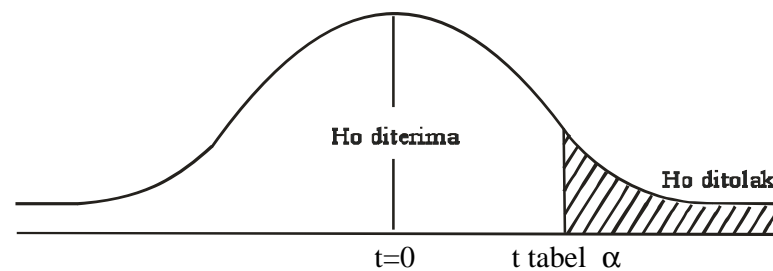
$H_0 : \beta_3 \leq 0$, artinya rasio pembayaran dividen tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

$H_a : \beta_3 > 0$, artinya rasio pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

b) Menentukan *level of significant* (α)

Penelitian ini menggunakan α sebesar 5%

c) Menentukan kriteria pengujian satu sisi uji t



d) Membandingkan nilai probabilitas dengan tingkat signifikansi (α) dan membandingkan t hitung dengan t tabel

e) Mengambil keputusan

H_0 ditolak apabila nilai probabilitas $< \alpha$ dan t hitung $> t$ tabel

H_0 tidak ditolak apabila nilai probabilitas $> \alpha$ dan t hitung $< t$ tabel

BAB IV

GAMBARAN UMUM

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*, dengan mengambil periode pada tahun 2004 sampai 2006. Dalam penelitian ini kriteria pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan publik yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia
2. Perusahaan yang dimasukkan ke dalam sampel harus memiliki kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajerial
3. Perusahaan harus melaporkan *dividend payout ratio* (DPR) dalam laporan keuangannya antara tahun 2004 sampai 2006. Perusahaan yang tidak memiliki data DPR selama tiga tahun berturut-turut tetap dimasukkan dalam sampel
4. Perusahaan harus melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* berkaitan dengan total *debt*, total *assets*, aliran kas operasi, asset tetap bersih, asset lancar, utang lancar, persentase kepemilikan saham oleh pihak manajerial, dividen perlembar saham, dan laba perlembar saham

Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh 36 perusahaan yang memenuhi sampel adalah sebagai berikut:

1. PT. AKR Corporindo Tbk.
Kode : AKRA
Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Chemical and Allied Products)*
Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 32.8%
 Tahun 2006 : 31.7%

Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Jimmy Tandyo : 0.13% (tahun 2004 dan 2006)

2. PT. Alumindo Light Metal Industry Tbk.
 Kode : ALMI
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Metal and Allied Products)*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2005 : 28.9%
 Tahun 2006 : 50%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Tahun 2005 :
 Alim Markus : 1.47%
 Gunardi : 0.09%
 Soepangkat : 0.06%
 Tahun 2006 :
 Alim Markus : 1.47%
 Gunardi : 0.09%
 Soepangkat : 0.06%
 Budi Prayogo : 0.03%

3. PT. Aneka Kemasindo Utama Tbk.
 Kode : AKKU
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Plastics and Glass Products)*
 Tahun Pembagian Dividen
 Tahun 2004 : 18.2%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Chu Chang Lie : 0.65%

4. PT. Apexindo Pratama Duta Tbk.
 Kode : APEX
 Jenis Perusahaan : *Mining and Mining Services*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2006 : 39.3%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Hertriono Kartowisastro : 0.20%

5. PT. Astra International Tbk.
 Kode : ASII
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Automotive and Allied Products)*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 20.2%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Brian Richard Keelan : 0.08%
 Budi setiadharna : 0.01%

6. PT. Astra Otoparts Tbk.
 Kode : AUTO
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Automotive and Allied Products)*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2005 : 27.6%
 Tahun 2006 : 16.4%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Tahun 2005 :
 Leonard lembong : 0.03%
 Budi Setiawan Pranoto : 0.01%
 Tahun 2006 :
 Leonard lembong : 0.04%
 Budi Setiawan Pranoto : 0.01%
7. PT. Asuransi Ramayana Tbk.
 Kode : ASRM
 Jenis Perusahaan : *Insurance*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2005 : 42%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Aloysius Winoto Doeriat : 21.30%
8. PT. Berlian Laju Tanker Tbk.
 Kode : BLTA
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Transportation Services)*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 25.4%
 Tahun 2005 : 12.9%
 Tahun 2006 : 13.8%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Widihardja Tanudjaja : 0.06% (tahun 2004 – 2006)
9. PT. Bintang Mitra Semestaraya Tbk.
 Kode : BMSR
 Jenis Perusahaan : *Real estate and property*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2006 : -59%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Richard Rahmadi Wiriahardja : 0.30%
10. PT. Branta Mulia Tbk.
 Kode : BRAM
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Automotive and Allied Products)*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 26.6%
 Tahun 2005 : 15%

- Tahun 2006 : 29.3%
- Susunan Kepemilikan Manajerial :
- Robby Sumampow : 17.31% (tahun 2004 dan 2005)
- Robby Sumampow : 23.52% (tahun 2006)
11. PT. Centrin Online Tbk.
- Kode : CENT
- Jenis Perusahaan : *Others*
- Tahun Pembagian Dividen :
- Tahun 2005 : 50%
- Tahun 2006 : 58.3%
- Susunan Kepemilikan Manajerial :
- Ismail Hirawan : 0.52% (tahun 2005 dan 2006)
12. PT. Citra Marga Nusaphala Persada Tbk.
- Kode : CMNP
- Jenis Perusahaan : *Others*
- Tahun Pembagian Dividen :
- Tahun 2004 : 23.3%
- Tahun 2005 : 30.5%
- Susunan Kepemilikan Manajerial :
- Levan Daniar Sumampow : 5.13% (tahun 2004 dan 2005)
13. PT. Citra Tubindo Tbk.
- Kode : CTBN
- Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Metal and Allied Products)*
- Tahun Pembagian Dividen :
- Tahun 2006 : 0.07%
- Susunan Kepemilikan Manajerial :
- | | | |
|-------------------------------|---|-------|
| Kris Tanear Wiluan | : | 0.55% |
| Suyitno Padmosukismo | : | 0.03% |
| Ingenieur Ilham Akbar Habibie | : | 0.03% |
| Hedy Wiluan | : | 0.02% |
| Frankie Setiadi | : | 0.01% |
| Herman Hermanto | : | 0.01% |
14. PT. Dynaplast Tbk.
- Kode : DYNA
- Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Plastics and Glass Products)*
- Tahun Pembagian Dividen :
- Tahun 2005 : 92.3%
- Susunan Kepemilikan Manajerial :
- Tirtadjaja Hambali : 0.48%

15. PT. Gudang Garam Tbk.
 Kode : GGRM
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Tobacco manufacturers)*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 53.8%
 Tahun 2005 : 50.9%
 Tahun 2006 : 47.7%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Tahun 2004 :
 Rachmat Halim : 0.94%
 Juni Setiawati Wonowidjojo : 0.52%
 Susilo Wonowidjojo : 0.28%
 Tahun 2005 dan 2006 :
 Rachmat Halim : 0.94%
 Juni Setiawati Wonowidjojo : 0.52%
 Sumarto Wonowidjojo : 0.32%
 Susilo Wonowidjojo : 0.28%
16. PT. Hexindo Adiperkasa Tbk.
 Kode : HEXA
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Automotive and Allied Products)*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2005 : 39.7%
 Tahun 2006 : 36.2%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Tony Endroyoso : 0.01% (tahun 2005 dan 2006)
17. PT. International Nickel Indonesia Tbk.
 Kode : INCO
 Jenis Perusahaan: *Mining and Mining Service*
 Tahun Pembagian Dividen:
 Tahun 2005 (28.13%)
 Susunan Kepemilikan Manajerial
 Peter C. Jones : 0.01%
 Peter J. Goudie : 0.02%
 Rumengan Musu : 0.01%
18. PT. INDOSAT Tbk.
 Kode : ISAT
 Jenis Perusahaan : *Telecommunication*
 Tahun Pembagian dividen :
 Tahun 2006 : 50.2%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Wahyu Wijayadi : 0.01%
 Raymond Tan Kim Eng : 0.01%

19. PT. Intan Wijaya Internasional Tbk.
Kode : INCI
Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Adhesive)*
Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 38.5%
 Tahun 2005 : 31.3%
Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Tahun 2004 dan 2005 :
 Tazran Tanmizil : 9.62%
 Marzuki Tanmizil : 8.25%
20. PT. Intraco Penta Tbk.
Kode : INTA
Jenis Perusahaan : *Manufaktur (Automotive and Allied Products)*
Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 48.4%
 Tahun 2005 : 14.6%
Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Tahun 2004 :
 Halex Halim : 3.28%
 Willy Rumandor : 0.02%
 Tahun 2005 :
 Halex Halim : 1.32 %
 Willy Rumandor : 0.01%
21. PT. Jasuindo Tiga Perkasa Tbk.
Kode : JTPE
Jenis Perusahaan : *Others*
Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : -25%
Susunan Kepemilikan Saham :
 Yongky Wijaya : 4.00%
 Oei Melinda Poerwanto : 2.00%
 Oei Allan Wibisono : 1.00 %
22. PT. Jaya Pari Steel Tbk.
Kode : JPRS
Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Metal and Allied Products)*
Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2005 : 35.2%
 Tahun 2006 : 5.03%
Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Gwie Gunawan : 2.20% (tahun 2005 dan 2006)

23. PT. Karka Yasa Profilia Tbk.

Kode : KARK

Jenis Perusahaan : *Real estate and property*

Tahun Pembagian Dividen :

Tahun 2005 : 23.8%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Wirjono : 5.25%

Prita Aryanti : 1.75%

Dwi Bagus Handhoko : 1.75%

24. PT. Lautan Luas Tbk.

Kode : LTLS

Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Chemical and Allied Products)*

Tahun Pembagian Dividen :

Tahun 2004 : 25.4%

Tahun 2005 : 25.4%

Tahun 2006 : 21.1%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Tahun 2004, 2005 dan 2006:

Joan Fudiana : 1.89%

Adyansyah Masrin : 1.02%

Indrawan Masrin : 0.57%

Jimmy Masrin : 0.16%

25. PT. Lion Metal Works Tbk.

Kode : LION

Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Metal and Allied Products)*

Tahun Pembagian Dividen :

Tahun 2004 : 22.1%

Tahun 2005 : 27.3%

Tahun 2006 : 25.2%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Tahun 2004, 2005 dan 2006 :

Cheng Yong Kim : 0.08%

Lim Tai Pong : 0.08%

Krisant Sophiaan : 0.02%

26. PT. Lionmesh Prima Tbk.

Kode : LMSH

Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Metal and Allied Products)*

Tahun Pembagian Dividen :

Tahun 2004 : 6.98%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Jusuf sutrisno : 14.09%

Lawer Soependi : 11.49%

Warno : 0.03%

27. PT. Metrodata Electronics Tbk.
 Kode : MTDL
 Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Electronic and Office Equipment)*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2005 : 37.2%
 Tahun 2006 : 29.2%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Tahun 2005 :
 Lesan Limanardja : 0.41%
 Hiskak Secakusuma : 0.30%
 Tahun 2006 :
 Hiskak Secakusuma : 1.64%
28. PT. Pelayaran Tempuran Emas Tbk.
 Kode : TMAS
 Jenis Perusahaan: *Transportation Services*
 Tahun Pembagian Dividen:
 Tahun 2004 : 30.00%
 Susunan Kepemilikan Manajerial
 Djoni Sutji : 0.06%
 Harto Khusumo : 0.02%
29. PT. Ramayana Lestari Sentosa Tbk.
 Kode : RALS
 Jenis Perusahaan : *Whole Sale and Retail Trade*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 66.7%
 Tahun 2006 : 50%
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Paulus Tumewu : 3.71% (tahun 2004)
 Paulus Tumewu : 3.68% (tahun 2006)
30. PT. Samudera Indonesia Tbk.
 Kode : SMDR
 Jenis Perusahaan : *Transportation Services*
 Tahun Pembagian Dividen :
 Tahun 2004 : 24.45%
 Tahun 2006 : 41 %
 Susunan Kepemilikan Manajerial :
 Tahun 2004 :
 Sudiarso : 1.91%
 Sri Sultan Hamengku Buwono X : 0.26%
 Randy Effendi : 0.12%

Tahun 2006 :

Sri Sultan Hamengku Buwono X : 0.26%

Randy Effendi : 0.12%

Hamdi Adnan : 0.01%

31. PT. Sorini Corporation Tbk.

Kode : SOBI

Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Chemical and Allied Products)*

Tahun Pembagian Dividen :

Tahun 2004 : 20.5%

Tahun 2006 : 39%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Tahun 2004 dan 2006 :

Haryanto Adikoesoemo : 0.04%

Jimmy Tandyo : 0.01%

32. PT. Sumi Indo Kabel Tbk.

Kode : IKBI

Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Cables)*

Tahun Pembagian Dividen :

Tahun 2004 : 29.2%

Tahun 2005 : 26.9%

Tahun 2006 : 24.1%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Sulim Herman Limbodo : 0.09% (tahun 2004- 2006)

33. PT. Summarecon Agung Tbk.

Kode : SMRA

Jenis Perusahaan : *Real estate and property*

Tahun Pembagian dividen :

Tahun 2005 : 19.5%

Tahun 2006 : 21.3%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Harto Djojo Nagaria : 0.36% (tahun 2005 dan 2006)

34. PT. Tigaraksa Satria Tbk.

Kode : TGKA

Jenis Perusahaan : *Whole Sale and Retail Trade*

Tahun Pembagian dividen :

Tahun 2006 : 62.1%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Robert Budiarto Widjaja : 0.22%

35. PT. Total Bangun Persada Tbk.

Kode : TOTL

Jenis Perusahaan : *Constructions*

Tahun Pembagian dividen :

Tahun 2006 : 40.5%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Djadjang Tanuwidjaja : 5.58%

36. PT. Tunas Baru Lampung Tbk.

Kode : TBLA

Jenis Perusahaan : *Manufacturing (Food and Beverages)*

Tahun Pembagian Dividen :

Tahun 2005 : 75%

Susunan Kepemilikan Manajerial :

Widarto : 0.04%

Santoso Winata : 0.04%

Oey Alfred : 0.02%

BAB V

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. DESKRIPSI DATA

Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder, yaitu data yang sudah diolah dan dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan publik yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia
- b. Perusahaan publik yang memiliki kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajerial
- c. Perusahaan harus melaporkan dividen dalam laporan keuangannya pada tahun 2004 sampai 2006. Perusahaan yang tidak memiliki data *dividend payout ratio* (DPR) selama tiga tahun berturut-turut tetap dimasukkan dalam sampel.
- d. Perusahaan-perusahaan harus melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* berkaitan dengan total *debt*, total *assets*, aliran kas operasi, aktiva tetap bersih, aktiva lancar, utang lancar, persentase kepemilikan saham oleh pihak manajerial, dividen perlembar saham, dan laba perlembar saham.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Tahun 2004 terdapat 330 perusahaan publik yang terdaftar

di BEI (Bursa Efek Indonesia). Perusahaan yang akan dipilih menjadi sampel adalah perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) sehingga 330 perusahaan publik tersebut akan dikurangi dengan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dan *dividend payout ratio*. Hasil pengamatan data pada ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) diperoleh 243 perusahaan tidak memiliki kepemilikan manajerial maka jumlah perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial sebanyak 87 perusahaan. Jumlah perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial tersebut akan dikurangi dengan jumlah perusahaan yang tidak memiliki data *dividend payout ratio* sebanyak 69 perusahaan. Oleh karena itu, diperoleh jumlah perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan *dividend payout ratio* yang menjadi sampel sebanyak 18 perusahaan. Hasil pemilihan sampel dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1 Hasil Pemilihan Perusahaan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan		
	Tahun 2004	Tahun 2005	Tahun 2006
Perusahaan publik yang terdaftar di BEI	330	339	343
Tidak memiliki kepemilikan manajerial	(243)	(239)	(247)
Perusahaan publik yang memiliki kepemilikan manajerial	87	100	96
Tidak memiliki data <i>dividend payout ratio</i>	(69)	(79)	(73)
Jumlah perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan <i>dividend payout ratio</i> yang menjadi sampel	18	21	23

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan data tahun 2004, yang memiliki *dividend payout ratio* (DPR) tertinggi adalah RALS sebesar 66,667% sedangkan yang terendah adalah LMSH sebesar 6,981%. Rata-rata DPR sebesar 27,073%. Data kepemilikan

manajerial (OWNSP) tertinggi adalah LMSH sebesar 25,61% sedangkan yang terendah adalah SOBI sebesar 0,05%. Rata-rata OWNSP sebesar 4,90%. Data OWNSP dan DPR pada perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2 Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006

No.	Kode	Tahun 2004		Tahun 2005		Tahun 2006	
		DPR (%)	OWNSP (%)	DPR (%)	OWNSP (%)	DPR (%)	OWNSP (%)
1	AKKU	18,182	0,65	-	-	-	-
2	AKRA	32,787	0,13	-	-	31,707	0,13
3	ALMI	-	-	28,926	1,62	50,000	1,65
4	APEX	-	-	-	-	39,310	0,20
5	ASII	20,225	0,09	-	-	-	-
6	ASRM	-	-	42,045	21,30	-	-
7	AUTO	-	-	27,624	0,04	16,393	0,05
8	BLTA	25,424	0,06	12,903	0,06	13,793	0,06
9	BMSR	-	-	-	-	58,890	0,30
10	BRAM	26,596	17,31	15,038	17,31	29,268	23,52
11	CENT	-	-	50,000	0,52	58,333	0,52
12	CMNP	23,256	5,13	30,488	5,13	-	-
13	CTBN	-	-	-	-	0,069	0,65
14	DYNA	-	-	92,308	0,48	-	-
15	GGRM	53,763	1,74	50,916	2,06	47,710	2,06
16	HEXA	-	-	39,655	0,01	36,170	0,01
17	IKBI	29,167	0,09	26,923	0,09	24,138	0,09
18	INCI	38,462	17,87	31,250	17,91	-	-
19	INCO	-	-	28,130	0,04	-	-
20	INTA	48,387	3,30	14,563	1,33	-	-
21	ISAT	-	-	-	-	50,193	0,02
22	JPRS	-	-	35,242	2,20	5,028	2,20
23	JTPE	25,000	7,00	-	-	-	-
24	KARK	-	-	23,81	8,75	-	-
25	LION	22,075	0,18	27,322	0,18	25,189	0,18
26	LMSH	6,981	25,61	-	-	-	-
27	LTLS	25,373	2,93	25,373	2,93	21,053	3,64
28	MTDL	-	-	37,175	0,71	29,183	1,64
29	RALS	66,667	3,71	-	-	50,000	3,68
30	SMDR	24,450	2,29	-	-	40,984	0,39
31	SMRA	-	-	19,481	0,36	21,311	0,36
32	SOBI	20,513	0,05	-	-	38,961	0,05
33	TBLA	-	-	75,000	0,10	-	-
34	TGKA	-	-	-	-	62,069	0,22
35	TMAS	30,000	0,08	-	-	-	-
36	TOTL	-	-	-	-	40,541	5,58

Sumber: Data diolah

B. ANALISIS DATA

1. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis maka dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu, yaitu:

a) Uji Normalitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel independen dan variabel dependen keduanya mempunyai distribusi normal atau mendekati normal. Pada pengujian ini, normalitas data diukur dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S). Jika nilai K-S signifikan maka residual tidak normal, tetapi jika K-S tidak signifikan maka residual terdistribusi secara normal (Ghozali, 2007).

Tabel 3 One-Sample kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		62
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.17574702
Most Extreme Differences	Absolute	.079
	Positive	.079
	Negative	-.068
Kolmogorov-Smirnov Z		.622
Asymp. Sig. (2-tailed)		.835

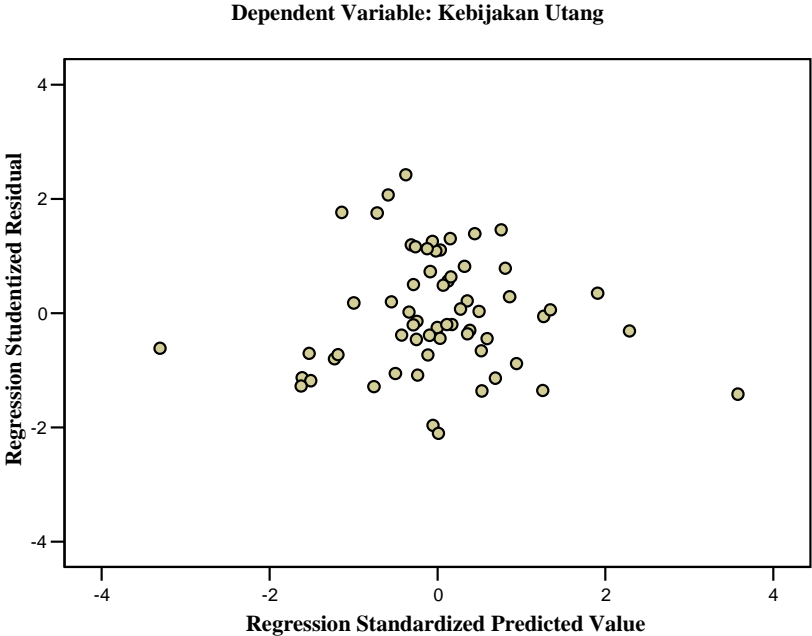
a Test distribution is Normal.
b Calculated from data.

Tampilan output SPSS pada tabel 3 menunjukkan nilai *kolmogorov-smirnov* sebesar 0,622 dan tidak signifikan pada 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa residual terdistribusi secara normal.

b) Uji Heteroskedastisitas

Asumsi heteroskedastisitas ini berguna untuk menguji apakah didalam model regresi yang kita punyai mengandung perbedaan variansi residu dari kasus pengamatan satu ke kasus pengamatan yang lainnya. Jika varians residu dari pengamatan satu ke pengamatan yang lainnya mempunyai nilai tetap maka disebut homoskedastisitas. Model regresi yang baik adalah model regresi yang memiliki homoskedastisitas dan bukannya memiliki heteroskedastisitas.. Untuk melihat adanya hal ini atau tidak maka digunakan metode diagram berserak atau *scatterplot*.

Scatterplot



Gambar 1: Scatterplot

Gambar 1 *Scatterplot* menunjukkan tidak adanya pola yang sistematis. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas dalam penelitian ini.

c) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui korelasi antar pengganggu pada suatu periode (t) dengan kesalahan pada periode sebelumnya (t-1). Masalah ini sering timbul pada data *time series*. Cara mendeteksi adanya gejala autokorelasi adalah dengan melihat nilai Durbin-Waston (DW). Pengambilan keputusan bila menggunakan uji DW adalah sebagai berikut:

- 1) Nilai DW terletak diantara d_{ud} dan $4-d_{ud}$, maka autokorelasi sama dengan nol, dan dapat diartikan tidak ada autokorelasi.
- 2) Nilai DW terletak dibawah lower bound (d_l), maka akan mempunyai koefisien korelasi lebih besar dari nol dan memiliki autokorelasi positif.
- 3) Nilai $DW > (4-d_l)$, maka koefisien korelasi kurang dari nol, sehingga memiliki autokorelasi negatif.
- 4) Nilai DW terletak diantara batas atas (d_u) dan batas bawah (d_l) atau terletak antara $(4-d_u)$ dan $(4-d_l)$ sehingga hasilnya tidak dapat disimpulkan.

Tabel 4 Model Summary Durbin-Watson

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.427(a)	.183	.140	.180235	1.746

a Predictors: (Constant), Dividend Payout Ratio, Managerial Ownership, Free Cash Flow

b Dependent Variable: Leverage

Berdasarkan tabel 4, diperoleh nilai Durbin-Watson sebesar 1,746. Bila dilihat dari tabel Durbin-Watson untuk 3 variabel independen dengan jumlah sampel adalah 62, maka nilai $dL = 1,490$ dan nilai $dU = 1,692$. Oleh karena nilai Durbin-Watson 1,746 lebih besar dari batas atas (dU) 1,692 dan kurang dari $4 - 1,692$ ($4 - dU$) atau $1,692 < 1,746 < 2,308$, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi.

d) Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah situasi dimana ada korelasi antara variabel bebas satu dengan yang lainnya. Multikolinearitas terjadi apabila nilai *tolerance* lebih kecil dari 0.10 atau nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) melebihi angka 10.

Tabel 5 Coefficients Variance Inflation Factor

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 Free Cash Flow	.978	1.023
Managerial Ownership	.978	1.022
Dividend Payout Ratio	.982	1.018

Berdasarkan tabel 5, dapat dilihat bahwa nilai *tolerance* untuk semua variabel independen tidak ada yang kurang dari 0,10 atau nilai *variance inflation factor* (VIF) tidak ada yang lebih besar dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam penelitian ini atau tidak ada korelasi antar variabel-variabel independent (*free cash flow*, kepemilikan manajerial dan rasio pembayaran dividen).

2. Perhitungan Kebijakan Utang

Kebijakan utang dalam penelitian ini merupakan variabel dependen yang diberi simbol DEBT.

$$DEBT = \frac{Total\ Debt_{it}}{Total\ Assets_{it}}$$

Tabel 6 menjelaskan besarnya kebijakan utang pada perusahaan sampel yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) tahun 2004 sampai tahun 2006 dengan contoh perhitungan pada perusahaan AKKU tahun 2004.

Contoh perhitungan pada AKKU tahun 2004:

Total Debt = Rp3.681.000.000,00

Total Assets = Rp37.628.000.000,00

$DEBT = \frac{Rp3.681.000.000,00}{Rp37.628.000.000,00} = 0,098$ (perhitungan DEBT dapat dilihat

pada lampiran 1).

Tabel 6 Kebijakan Utang pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006

No.	Kode	DEBT		
		Tahun 2004	Tahun 2005	Tahun 2006
1	AKKU	0,098	-	-
2	AKRA	0,399	-	0,475
3	ALMI	-	0,523	0,635
4	APEX	-	-	0,521
5	ASII	0,496	-	-
6	ASRM	-	0,590	-
7	AUTO	-	0,383	0,352
8	BLTA	0,621	0,746	0,618
9	BMSR	-	-	0,102
10	BRAM	0,491	0,417	0,332
11	CENT	-	0,076	0,061
12	CMNP	0,296	0,283	-
13	CTBN	-	-	0,529
14	DYNA	-	0,567	-

Tabel 6 Kebijakan Utang pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006 (Lanjutan)

No.	Kode	DEBT		
		Tahun 2004	Tahun 2005	Tahun 2006
15	GGRM	0,408	0,407	0,394
16	HEXA	-	0,678	0,713
17	IKBI	0,288	0,383	0,368
18	INCI	0,147	0,105	-
19	ANCO	-	0,215	-
20	INTA	0,825	0,645	-
21	ISAT	-	-	0,550
22	JPRS	-	0,199	0,055
23	JTPE	0,375	-	-
24	KARK	-	0,325	-
25	LION	0,179	0,186	0,202
26	LMSH	0,591	-	-
27	LTLS	0,629	0,648	0,674
28	MTDL	-	0,540	0,614
29	RALS	0,353	-	0,230
30	SMDR	0,351	-	0,403
31	SMRA	-	0,550	0,554
32	SOBI	0,355	-	0,402
33	TBLA	-	0,646	-
34	TGKA	-	-	0,747
35	TMAS	0,464	-	-
36	TOTL	-	-	0,551

Sumber: Data diolah

3. Perhitungan *Free Cash Flow*

Free cash flow (aliran kas bebas) adalah kas yang berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal dihitung dengan mengurangi asset tetap bersih akhir periode dan asset tetap bersih pada awal periode. Sedangkan *net working capital* adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

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

Hasil tersebut kemudian dinormalkan dengan membaginya dengan total asset. (Gull dan Tsui, 1998 dalam Basuki, 2004)

Tabel 7 menjelaskan besarnya *free cash flow* pada perusahaan sampel yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) tahun 2004 sampai tahun 2006 dengan contoh perhitungan pada perusahaan AKKU tahun 2004.

Contoh perhitungan pada AKKU tahun 2004:

Aliran kas operasi = -Rp3.243.000.000,00

Asset tetap bersih tahun 2004 = Rp14.132.000.000,00

Asset tetap bersih tahun 2003 = Rp11.076.000.000,00

Asset lancar = Rp20.238.000.000,00

Utang lancar = Rp2.684.000.000,00

Total Asset = Rp37.628.000.000,00

PM = Rp14.132.000.000,00 - Rp11.076.000.000,00

= Rp3.056.000.000,00 (perhitungan pengeluaran modal dapat dilihat pada lampiran 2)

NWC = Rp20.238.000.000,00 - Rp2.684.000.000,00

= Rp17.554.000.000,00 (perhitungan *net working capital* dapat dilihat pada lampiran 3)

FCF = -Rp3.243.000.000,00 - (Rp3.056.000.000,00) -

(Rp17.554.000.000,00)

= -Rp23.853.000.000 (perhitungan *free cash flow* dapat dilihat pada lampiran 4)

$$\frac{\text{FCF}}{\text{Total Asset}} = \frac{-\text{Rp}23.853.000.000,00}{\text{Rp}37.628.000.000,00} = -0.634 \text{ (perhitungan free cash}$$

flow/total asset dapat dilihat pada lampiran 5)

Tabel 7 Free Cash Flow (FCF) pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006

No.	Kode	Free Cash Flow/Total Asset		
		Tahun 2004	Tahun 2005	Tahun 2006
1	AKKU	-0,634	-	-
2	AKRA	-0,012	-	-0,036
3	ALMI	-	0,247	-0,078
4	APEX	-	-	-0,241
5	ASII	0,011	-	-
6	ASRM	-	-0,161	-
7	AUTO	-	-0,170	-0,067
8	BLTA	-0,158	-0,247	-0,098
9	BMSR	-	-	-0,012
10	BRAM	-0,243	-0,238	-0,248
11	CENT	-	-0,369	-0,414
12	CMNP	0,292	0,044	-
13	CTBN	-	-	1,260
14	DYNA	-	0,075	-
15	GGRM	-0,322	-0,227	-0,211
16	HEXA	-	-0,509	-0,089
17	IKBI	-0,220	-0,246	-0,238
18	INCI	-0,498	-0,692	-
19	INCO	-	-0,253	-
20	INTA	-0,463	-0,446	-
21	ISAT	-	-	0,100
22	JPRS	-	-0,398	-1,096
23	JTPE	-0,071	-	-
24	KARK	-	-0,275	-
25	LION	-0,638	-0,579	-0,548
26	LMSH	-0,086	-	-
27	LTLS	-0,137	-0,169	-0,061
28	MTDL	-	-0,203	-0,269
29	RALS	-0,167	-	-0,170
30	SMDR	-0,173	-	-0,391
31	SMRA	-	0,187	-0,064
32	SOBI	0,064	-	-0,223
33	TBLA	-	0,088	-
34	TGKA	-	-	-0,194
35	TMAS	-0,096	-	-
36	TOTL	-	-	-0,299

Sumber: Data diolah

b) Perhitungan Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)

Managerial Ownership (OWNSP) adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang ikut aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan. Data kepemilikan manajerial sudah tersedia pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Tabel 8 menjelaskan besarnya *managerial ownership* (OWNSP) pada perusahaan sampel yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) tahun 2004 sampai tahun 2006.

Tabel 8 *Managerial Ownership* (OWNSP) pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006

No.	Kode	Managerial Ownership (%)		
		Tahun 2004	Tahun 2005	Tahun 2006
1	AKKU	0,65	-	-
2	AKRA	0,13	-	0,13
3	ALMI	-	1,62	1,65
4	APEX	-	-	0,20
5	ASII	0,09	-	-
6	ASRM	-	21,30	-
7	AUTO	-	0,04	0,05
8	BLTA	0,06	0,06	0,06
9	BMSR	-	-	0,30
10	BRAM	17,31	17,31	23,52
11	CENT	-	0,52	0,52
12	CMNP	5,13	5,13	-
13	CTBN	-	-	0,65
14	DYNA	-	0,48	-
15	GGRM	1,74	2,06	2,06
16	HEXA	-	0,01	0,01
17	IKBI	0,09	0,09	0,09
18	INCI	17,87	17,91	-
19	INCO	-	0,04	-
20	INTA	3,30	1,33	-
21	ISAT	-	-	0,02
22	JPRS	-	2,20	2,20
23	JTPE	7,00	-	-
24	KARK	-	8,75	-
25	LION	0,18	0,18	0,18
26	LMSH	25,61	-	-

Tabel 8 *Managerial Ownership* (OWNSP) pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006 (Lanjutan)

No.	Kode	Managerial Ownership (%)		
		Tahun 2004	Tahun 2005	Tahun 2006
27	LTLS	2,93	2,93	3,64
28	MTDL	-	0,71	1,64
29	RALS	3,71	-	3,68
30	SMDR	2,29	-	0,39
31	SMRA	-	0,36	0,36
32	SOBI	0,05	-	0,05
33	TBLA	-	0,10	-
34	TGKA	-	-	0,22
35	TMAS	0,08	-	-
36	TOTL	-	-	5,58

Sumber: Data diolah

c) Perhitungan *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Dividend Payout Ratio (DPR) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{dividen perlembar saham}}{\text{laba perlembar saham}}$$

Tabel 9 menjelaskan besarnya *dividend payout ratio* pada perusahaan sampel yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) tahun 2004 sampai tahun 2006 dengan contoh perhitungan pada perusahaan AKKU tahun 2004.

Contoh perhitungan pada AKKU tahun 2004:

$$\text{Dividend Per Share (DPS)} = \text{Rp}2,00$$

$$\text{Earnings Per Share (EPS)} = \text{Rp}11,00$$

$$\text{DPR} = \frac{\text{Rp}2,00}{\text{Rp}11,00} = 18,182\% \text{ (perhitungan } \textit{Dividend Payout Ratio} \text{ dapat}$$

dilihat pada lampiran 6)

Tabel 9 Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006

No.	Kode	Dividend Payout Ratio (%)		
		Tahun 2004	Tahun 2005	Tahun 2006
1	AKKU	18,182	-	-
2	AKRA	32,787	-	31,707
3	ALMI	-	28,926	50,000
4	APEX	-	-	39,310
5	ASII	20,225	-	-
6	ASRM	-	42,045	-
7	AUTO	-	27,624	16,393
8	BLTA	25,424	12,903	13,793
9	BMSR	-	-	58,890
10	BRAM	26,596	15,038	29,268
11	CENT	-	50,000	58,333
12	CMNP	23,256	30,488	-
13	CTBN	-	-	0,069
14	DYNA	-	92,308	-
15	GGRM	53,763	50,916	47,710
16	HEXA	-	39,655	36,170
17	IKBI	29,167	26,923	24,138
18	INCI	38,462	31,250	-
19	INCO	-	28,130	-
20	INTA	48,387	14,563	-
21	ISAT	-	-	50,193
22	JPRS	-	35,242	5,028
23	JTPE	25,000	-	-
24	KARK	-	23,810	-
25	LION	22,075	27,322	25,189
26	LMSH	6,981	-	-
27	LTLS	25,373	25,373	21,053
28	MTDL	-	37,175	29,183
29	RALS	66,667	-	50,000
30	SMDR	24,450	-	40,984
31	SMRA	-	19,481	21,311
32	SOBI	20,513	-	38,961
33	TBLA	-	75,000	-
34	TGKA	-	-	62,069
35	TMAS	30,000	-	-
36	TOTL	-	-	40,541

Sumber: Data diolah

6. Melakukan Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini terdapat empat variabel penelitian, yaitu kebijakan utang sebagai variabel dependen serta *free cash flow*, *managerial ownership*, dan *dividend payout ratio* sebagai variabel independen.

Pengujian pada penelitian ini menggunakan regresi berganda seperti berikut ini:

a. Uji F

Tabel 10 Anova

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.421	3	.140	4.321	.008(a)
	Residual	1.884	58	.032		
	Total	2.305	61			

a Predictors: (Constant), Dividend Payout Ratio, Managerial Ownership, Free Cash Flow

Hasil uji F pada tabel 10 menunjukkan bahwa nilai probabilitas 0,008 lebih kecil dari tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05 dan Fhitung sebesar 4,321 lebih besar dari Ftabel sebesar 3,183. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan rasio pembayaran dividen secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang.

b. Uji t

Tabel 11 Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.415	.044		9.413	.000
	Free Cash Flow	.247	.077	.384	3.202	.002
	Managerial Ownership	-.019	.368	-.006	-.053	.958
	Dividend Payout Ratio	.201	.108	.222	1.857	.048

a Dependent Variable: Kebijakan Utang

Persamaan regresi:

$$\mathbf{DEBT = 0.415 + 0.247FCF - 0.019OWNSP + 0.201DPR + 0.044}$$

Hasil analisis model regresi berganda pada tabel 11 menggunakan tingkat signifikansi (α) = 5% dan t tabel sebesar 1,670 menunjukkan hasil sebagai berikut:

- 1) Hasil uji t untuk variabel *free cash flow* terhadap kebijakan utang diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,002 dan t hitung sebesar 3,202. Nilai probabilitas (0,002) < tingkat signifikansi (0,05) dan t hitung (3,202) > t tabel (1,670). Oleh karena itu H_0 ditolak, yang berarti bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang.
- 2) Hasil uji t untuk variabel kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) terhadap kebijakan utang diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,958 dan t hitung sebesar -0,053. Nilai probabilitas (0,958) > tingkat signifikansi (0,05) dan t hitung (-0,053) > -t tabel (-1,670). Oleh karena itu H_0 tidak ditolak, yang berarti bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.
- 3) Hasil uji t untuk variabel rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) terhadap kebijakan utang diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,048 dan t hitung sebesar 1,857. Nilai probabilitas (0,048) < tingkat signifikansi (0,05) atau t hitung (1,857) > t tabel (1,670). Oleh karena itu H_0 ditolak, yang berarti bahwa rasio pembayaran dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang.

C. PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil pengujian regresi berganda dengan *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan rasio pembayaran dividen sebagai variabel independen dan kebijakan utang sebagai variabel dependen, dapat diketahui bahwa:

1. Hipotesis pertama menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang perusahaan. Berdasarkan tabel 11, diperoleh nilai probabilitas (0,002) lebih kecil dari tingkat signifikansi (0,05) dan t hitung (3,202) lebih besar dari t tabel (1,670). Oleh karena itu dapat dinyatakan bahwa H_0 ditolak, yang berarti *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang. Nilai t hitung adalah positif yang menunjukkan arah hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan utang.

Hasil ini menunjukkan bahwa pada perusahaan yang mempunyai *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan utang untuk kegiatan pendanaan. *Free cash flow* yang tinggi akan mengakibatkan konflik keagenan. Pihak manajemen lebih memilih menahan *free cash flow* untuk investasi daripada membayarkan *free cash flow* tersebut sebagai dividen kepada pemegang saham. Konflik keagenan dapat dikurangi dengan cara peningkatan pengawasan dari pihak luar, salah satunya adalah peningkatan pengawasan dari pihak kreditur melalui utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Tarjo (2005) dan Gull dan Jaggi (1999) yang menyatakan bahwa ada hubungan positif antara *free cash flow* dengan kebijakan utang. Perusahaan dengan *free*

cash flow tinggi cenderung menggunakan utang untuk mendanai aktivitasnya.

2. Hipotesis kedua menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang perusahaan. Berdasarkan tabel 11, diperoleh nilai probabilitas (0,958) lebih besar dari tingkat signifikansi (0,05) dan t hitung (-0,053) lebih besar dari $-t$ tabel (-1,670). Oleh karena itu dapat dinyatakan bahwa H_0 tidak ditolak, yang berarti kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang mengemukakan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang namun penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Losdy (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

3. Hipotesis ketiga menguji pengaruh rasio pembayaran dividen terhadap kebijakan utang perusahaan. Berdasarkan tabel 11, diperoleh nilai probabilitas (0,048) lebih kecil dari tingkat signifikansi (0,05) dan t hitung (1,857) lebih besar dari t tabel (1,670). Oleh karena itu dapat dinyatakan bahwa H_0 ditolak, yang berarti rasio pembayaran dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang. Nilai t hitung adalah positif yang menunjukkan arah hubungan antara rasio pembayaran dividen dengan kebijakan utang.

Hasil ini menunjukkan bahwa pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar cenderung memerlukan tambahan dana untuk membiayai investasi melalui kebijakan utang. Oleh karena itu dividen

mempengaruhi kebijakan utang secara searah. Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002) dan Achmad (2005) yang menyatakan bahwa dividen mempengaruhi utang dengan hubungan positif. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar akan menggunakan tambahan dana melalui utang untuk membiayai investasinya.

BAB VI

PENUTUP

A. KESIMPULAN

1. Hasil analisis variabel *free cash flow* terhadap kebijakan utang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan utang untuk kegiatan pendanaan.
2. Hasil analisis variabel kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.
3. Hasil analisis variabel rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) terhadap kebijakan utang menunjukkan bahwa rasio pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia ketika rasio pembayaran dividen tinggi cenderung mencari tambahan dana untuk investasi melalui kebijakan utang.

B. KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan, antara lain:

1. Jumlah sampel yang didapat dari hasil penelitian sangat sedikit. Hal ini disebabkan terbatasnya jumlah perusahaan di Indonesia yang membayarkan dividen dan mempunyai kepemilikan saham oleh pihak manajerial.
2. Penelitian ini hanya menguji *free cash flow*, kepemilikan manajerial, dan rasio pembayaran dividen dalam kaitannya dengan kebijakan utang. Kemungkinan terdapat hasil yang berbeda apabila ditambah dengan variabel lain yang juga mempengaruhi kebijakan utang. Misalnya, ukuran perusahaan, *institutional ownership*, *growth*, profitabilitas, pajak dan lain sebagainya.

C. SARAN

Berdasarkan hasil penelitian, ada beberapa saran bagi pihak-pihak yang membutuhkan, antara lain:

1. *Free cash flow* dan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) perlu dipertimbangkan oleh perusahaan dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan utang karena variabel tersebut mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.
2. Nilai koefisien determinasi dari penelitian ini masih rendah yaitu 14,0%. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyak faktor-faktor lain yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan yang belum dimasukkan

dalam penelitian ini. Penelitian berikutnya diharapkan dapat memasukkan variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Misalnya, ukuran perusahaan, *institutional ownership*, *growth*, profitabilitas, pajak dan lain sebagainya.

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, Komarudin. 2005. Pengaruh Pembayaran Dividen dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang: Pengujian Teori Aliran Kas Bebas. *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada
- Basuki, Hendro. 2004. Hubungan aliran Kas Bebas dan kebijakan Dividen: Set Kesempatan Investasi sebagai Variabel Pemoderasi. *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada
- Brigham, E.F. dan Gapenski. 1985. *Intermediate Financial Management*. The Dryden press, New York.
- Brigham, E.F. dan Houston, J.F. 2006. *Fundamentals of Financial Managemen Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Jakarta: Salemba Empat.
- Cruthley, C.E. dan Hansen, R.S. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*, 36-45.
- Fauzan. 2002. Hubungan Biaya keagenan, Risiko Pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen. *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada
- Ghozali, Imam. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gull, Ferdinand dan Jaggi, Bikki. 1999. An Analysis of Joint Effect of Investment Opportunity Set, Free cash Flows and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 12, 371-381
- Gull, Ferdinand dan Tsui, Judy. 1999. Free Cash Flow, Debt Monitoring and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership. *Journal of Accounting and Economics*.
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Cost and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, 323-329.

- Jusup, Haryono. 1999. *Dasar-dasar Akuntansi*. Edisi Keenam. Yogyakarta: Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN.
- Losdy, Ronalia, Kartika. 2007. *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik*. *Skripsi*. Yogyakarta: Universitas Sanata Dharma.
- Mahadwartha, Putu Anom dan Hartono, Jogiyanto. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Symposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia*, 635-647.
- Meythi, 2005. Konflik keagenan: Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, Vol. 5, No. 2, 1-17.
- Prihandoko, Fx. 2007. Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen dan Kepemilikan *Insider* dalam Mengontrol konflik Keagenan. *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada
- Putri, I.F dan Nasir, M. 2006. Analisis Persamaan Simultan kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Symposium Nasional Akuntansi IX Ikatan Akuntan Indonesia*, 1-15.
- Santoso, Purbayu, Budi. 2000. *Menguasai SPSS 13 untuk Statistik*. Semarang: Salemba Empat.
- Tarjo. 2005. *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, 82-104.
- Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agensi. *Symposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia*, 1084-1107.
- Weston, Fred dan Copeland, Thomas. 1996. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua. Jakarta: Erlangga.

LAMPIRAN

**Lampiran 1 Kebijakan Utang pada Perusahaan Sampel yang
Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006**

No.	Kode	Tahun	Debt (Rp)	Asset (Rp)	DEBT
1	AKKU	2004	3.681.000.000	37.628.000.000	0,098
2	AKRA	2004	673.720.000.000	1.690.251.000.000	0,399
		2006	1.129.611.000.000	2.377.340.000.000	0,475
3	ALMI	2005	421.649.000.000	805.745.000.000	0,523
		2006	793.180.000.000	1.249.710.000.000	0,635
4	APEX	2006	2.106.058.000.000	4.043.663.000.000	0,521
5	ASII	2004	19.425.440.000.000	39.145.053.000.000	0,496
6	ASRM	2005	120.573.000.000	204.318.000.000	0,590
7	AUTO	2005	1.160.179.000.000	3.028.465.000.000	0,383
		2006	1.066.929.000.000	3.028.160.000.000	0,352
8	BLTA	2004	2.728.454.000.000	4.393.914.000.000	0,621
		2005	5.900.202.000.000	7.908.587.000.000	0,746
		2006	5.074.796.000.000	8.205.956.000.000	0,618
9	BMSR	2006	21.120.000.000	206.456.000.000	0,102
10	BRAM	2004	839.159.000.000	1.710.352.000.000	0,491
		2005	712.179.000.000	1.709.355.000.000	0,417
		2006	508.484.000.000	1.530.173.000.000	0,332
11	CENT	2005	6.484.000.000	84.768.000.000	0,076
		2006	5.410.000.000	89.417.000.000	0,061
12	CMNP	2004	478.887.000.000	1.618.707.000.000	0,296
		2005	476.894.000.000	1.682.373.000.000	0,283
13	CTBN	2006	836.247.000.000	1.580.619.000.000	0,529
14	DYNA	2005	6.090.64.000.000	1.073.712.000.000	0,567
15	GGRM	2004	8.394.061.000.000	20.591.389.000.000	0,408
		2005	9.001.696.000.000	22.128.851.000.000	0,407
		2006	8.558.428.000.000	21.733.034.000.000	0,394
16	HEXA	2005	724.753.000.000	1.069.514.000.000	0,678
		2006	858.554.000.000	1.204.104.000.000	0,713
17	IKBI	2004	128.348.000.000	445.145.000.000	0,288
		2005	209.840.000.000	548.245.000.000	0,383
		2006	217.003.000.000	590.296.000.000	0,368
18	INCI	2004	26.492.000.000	179.910.000.000	0,147
		2005	18.729.000.000	179.211.000.000	0,105
19	INCO	2005	3.474.593.000.000	16.159.976.000.000	0,215
20	INTA	2004	643.812.000.000	780.040.000.000	0,825
		2005	572.194.000.000	887.644.000.000	0,645
21	ISAT	2006	18.826.293.000.000	34.228.658.000.000	0,550
22	JPRS	2005	407.38.000.000	204.990.000.000	0,199
		2006	10.337.000.000	189.384.000.000	0,055

**Lampiran 1 Kebijakan Utang pada Perusahaan Sampel yang
Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006
(Lanjutan)**

No.	Kode	Tahun	Debt (Rp)	Asset (Rp)	DEBT
23	JTPE	2004	33.054.000.000	88.029.000.000	0,375
24	KARK	2005	24.503.000.000	75.432.000.000	0,325
25	LION	2004	26.193.000.000	146.703.000.000	0,179
		2005	30.698.000.000	165.030.000.000	0,186
		2006	37.917.000.000	187.689.000.000	0,202
26	LMSH	2004	25.268.000.000	42.748.000.000	0,591
27	LTLS	2004	896.453.000.000	1.424.973.000.000	0,629
		2005	1.042.374.000.000	1.608.866.000.000	0,648
		2006	1.233.125.000.000	1.830.516.000.000	0,674
28	MTDL	2005	353.759.000.000	655.698.000.000	0,540
		2006	454.759.000.000	740.800.000.000	0,614
29	RALS	2004	902.096.000.000	2.558.668.000.000	0,353
		2006	582.344.000.000	2.527.942.000.000	0,230
30	SMDR	2004	906.036.000.000	2.579.716.000.000	0,351
		2006	1.404.989.000.000	3.482.429.000.000	0,403
31	SMRA	2005	1.026.141.000.000	1.864.759.000.000	0,550
		2006	1.215.084.000.000	2.191.817.000.000	0,554
32	SOBI	2004	189.423.000.000	533.484.000.000	0,355
		2006	258.060.000.000	642.315.000.000	0,402
33	TBLA	2005	938.257.000.000	1.451.439.000.000	0,646
34	TGKA	2006	797.399.000.000	1.067.119.000.000	0,747
35	TMAS	2004	192.962.000.000	415.915.000.000	0,464
36	TOTL	2006	551.135.000.000	1.000.386.000.000	0,551

Keterangan:

$$DEBT = \frac{\text{Total Debt}_t}{\text{Total Asset}_t}$$

**Lampiran 2 Pengeluaran Modal (PM) pada Perusahaan Sampel yang
Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006**

No.	Kode	Tahun	Asset Tetap (Rp)		PM (Rp)
			Awal	Akhir	
1	AKKU	2004	11.076.000.000	14.132.000.000	3.056.000.000
2	AKRA	2004	682.417.000.000	767.100.000.000	84.683.000.000
		2006	803.553.000.000	1.002.838.000.000	199.285.000.000
3	ALMI	2005	339.424.000.000	303.337.000.000	-36.087.000.000
		2006	303.337.000.000	289.164.000.000	-14.173.000.000
4	APEX	2006	2.313.918.000.000	3.062.002.000.000	748.084.000.000
5	ASII	2004	6.079.902.000.000	8.548.140.000.000	2.468.238.000.000
6	ASRM	2005	18.608.000.000	19.834.000.000	1.226.000.000
7	AUTO	2005	662.876.000.000	798.249.000.000	135.373.000.000
		2006	798.249.000.000	719.140.000.000	-79.109.000.000
8	BLTA	2004	2.175.580.000.000	2.944.327.000.000	768.747.000.000
		2005	2.944.327.000.000	5.184.774.000.000	2.240.447.000.000
		2006	5.184.774.000.000	5.903.932.000.000	719.158.000.000
9	BMSR	2006	202.000.000	66.000.000	-136.000.000
10	BRAM	2004	848.545.000.000	814.269.000.000	-34.276.000.000
		2005	814.269.000.000	742.770.000.000	-71.499.000.000
		2006	742.770.000.000	687.877.000.000	-54.893.000.000
11	CENT	2005	28.061.000.000	25.797.000.000	-2.264.000.000
		2006	25.797.000.000	19.843.000.000	-5.954.000.000
12	CMNP	2004	1.489.045.000.000	1.472.697.000.000	-16.348.000.000
		2005	1.472.697.000.000	1.454.237.000.000	-18.460.000.000
13	CTBN	2006	193.862.000.000	259.449.000.000	65.587.000.000
14	DYNA	2005	627.372.000.000	698.914.000.000	71.542.000.000
15	GGRM	2004	4.936.413.000.000	6.927.897.000.000	1.991.484.000.000
		2005	6.927.897.000.000	7.314.532.000.000	386.635.000.000
		2006	7.314.532.000.000	6.841.100.000.000	-473.432.000.000
16	HEXA	2005	105.021.000.000	200.104.000.000	95.083.000.000
		2006	200.104.000.000	352.771.000.000	152.667.000.000
17	IKBI	2004	192.082.000.000	176.834.000.000	-15.248.000.000
		2005	176.834.000.000	169.853.000.000	-6.981.000.000
		2006	169.853.000.000	146.120.000.000	-23.733.000.000
18	INCI	2004	46.965.000.000	46.705.000.000	-260.000.000
		2005	46.705.000.000	42.585.000.000	-4.120.000.000
19	INCO	2005	10.777.559.000.000	11.591.707.000.000	814.148.000.000
20	INTA	2004	74.580.000.000	63.643.000.000	-10.937.000.000
		2005	63.643.000.000	57.703.000.000	-5.940.000.000
21	ISAT	2006	21.564.781.000.000	24.963.030.000.000	3.398.249.000.000
22	JPRS	2005	25.731.000.000	24.070.000.000	-1.661.000.000
		2006	24.070	21.896.000.000	-2.174.000.000
23	JTPE	2004	48.856.000.000	48.107.000.000	-749.000.000

**Lampiran 2 Pengeluaran Modal (PM) pada Perusahaan Sampel yang
Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006
(Lanjutan)**

No.	Kode	Tahun	Asset Tetap (Rp)		PM (Rp)
			Awal	Akhir	
24	KARK	2005	756.000.000	642.000.000	-114.000.000
25	LION	2004	15.420.000.000	18.225.000.000	2.805.000.000
		2005	18.225.000.000	17.433.000.000	-792.000.000
		2006	17.433.000.000	16.516.000.000	-917.000.000
26	LMSH	2004	12.653.000.000	11.749.000.000	-904.000.000
27	LTLS	2004	379.413.000.000	442.133.000.000	62.720.000.000
		2005	442.133.000.000	475.495.000.000	33.362.000.000
		2006	475.495.000.000	527.490.000.000	51.995.000.000
28	MTDL	2005	54.819.000.000	35.124.000.000	-19.695.000.000
		2006	35.124.000.000	31.382.000.000	-3.742.000.000
29	RALS	2004	508.011.000.000	462.563.000.000	-45.448.000.000
		2006	554.464.000.000	603.411.000.000	48.947.000.000
30	SMDR	2004	1.057.876.000.000	968.158.000.000	-89.718.000.000
		2006	1.032.903.000.000	1.557.976.000.000	525.073.000.000
31	SMRA	2005	668.393.000.000	754.987.000.000	86.594.000.000
		2006	754.987.000.000	860.553.000.000	105.566.000.000
32	SOBI	2004	249.050.000.000	256.540.000.000	7.490.000.000
		2006	223.519.000.000	240.954.000.000	17.435.000.000
33	TBLA	2005	494.964.000.000	570.501.000.000	75.537.000.000
34	TGKA	2006	97.464.000.000	85.309.000.000	-12.155.000.000
35	TMAS	2004	221.159.000.000	264.540.000.000	43.381.000.000
36	TOTL	2006	106.556.000.000	102.588.000.000	-3.968.000.000

Keterangan:

Pengeluaran Modal = Asset Tetap Bersih Akhir Periode - Asset Tetap Bersih Awal Periode

Lampiran 3 *Net Working Capital (NWC)* pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006 (dlm jutaan rupiah)

No.	Kode	Tahun	AL (Rp)	UL (Rp)	NWC (Rp)
1	AKKU	2004	20.238.000.000	2.684.000.000	17.554.000.000
2	AKRA	2004	803.424.000.000	635.189.000.000	168.235.000.000
		2006	1.112.364.000.000	988.142.000.000	124.222.000.000
3	ALMI	2005	418.185.000.000	383.783.000.000	34.402.000.000
		2006	730.671.000.000	770.684.000.000	-40.013.000.000
4	APEX	2006	891.518.000.000	192.506.000.000	699.012.000.000
5	ASII	2004	13.576.532.000.000	13.235.465.000.000	341.067.000.000
6	ASRM	2005	99.339.000.000	47.339.000.000	52.000.000.000
7	AUTO	2005	1.370.108.000.000	801.595.000.000	568.513.000.000
		2006	1.288.865.000.000	737.514.000.000	551.351.000.000
8	BLTA	2004	1.134.830.000.000	873.962.000.000	260.868.000.000
		2005	2.008.839.000.000	1.375.452.000.000	633.387.000.000
		2006	1.972.477.000.000	1.286.463.000.000	686.014.000.000
9	BMSR	2006	1.177.000.000	1.330.000.000	-153.000.000
10	BRAM	2004	885.767.000.000	327.977.000.000	557.790.000.000
		2005	963.197.000.000	336.923.000.000	626.274.000.000
		2006	837.970.000.000	212.991.000.000	624.979.000.000
11	CENT	2005	51.204.000.000	3.822.000.000	47.382.000.000
		2006	60.997.000.000	3.312.000.000	57.685.000.000
12	CMNP	2004	67.036.000.000	314.811.000.000	-247.775.000.000
		2005	123.922.000.000	102.009.000.000	21.913.000.000
13	CTBN	2006	1.155.617.000.000	764.054.000.000	391.563.000.000
14	DYNA	2005	307.467.000.000	366.467.000.000	-59.000.000.000
15	GGRM	2004	13.490.458.000.000	8.006.773.000.000	5.483.685.000.000
		2005	14.709.465.000.000	8.488.549.000.000	6.220.916.000.000
		2006	14.815.847.000.000	7.855.005.000.000	6.960.842.000.000
16	HEXA	2005	838.826.000.000	635.092.000.000	203.734.000.000
		2006	777.234.000.000	699.476.000.000	77.758.000.000
17	IKBI	2004	251.725.000.000	125.078.000.000	126.647.000.000
		2005	361.155.000.000	204.348.000.000	156.807.000.000
		2006	424.412.000.000	210.440.000.000	213.972.000.000
18	INCI	2004	132.162.000.000	25.271.000.000	106.891.000.000
		2005	135.674.000.000	17.584.000.000	118.090.000.000
19	INCO	2005	4.513.077.000.000	1.238.069.000.000	3.275.008.000.000
20	INTA	2004	690.073.000.000	312.438.000.000	377.635.000.000
		2005	802.687.000.000	402.547.000.000	400.140.000.000
21	ISAT	2006	5.665.432.000.000	6.803.205.000.000	-1.137.773.000.000
22	JPRS	2005	180.399.000.000	34.277.000.000	146.122.000.000
		2006	166.940.000.000	4.860.000.000	162.080.000.000
23	JTPE	2004	37.301.000.000	28.345.000.000	8.956.000.000
24	KARK	2005	40.876.000.000	23.454.000.000	17.422.000.000

Lampiran 3 *Net Working Capital (NWC)* pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006 (Lanjutan)

No.	Kode	Tahun	AL (Rp)	UL (Rp)	NWC (Rp)
25	LION	2004	115.834.000.000	18.790.000.000	97.044.000.000
		2005	133.365.000.000	21.360.000.000	112.005.000.000
		2006	155.926.000.000	25.719.000.000	130.207.000.000
26	LMSH	2004	30.293.000.000	18.547.000.000	11.746.000.000
27	LTLS	2004	829.377.000.000	601.953.000.000	227.424.000.000
		2005	944.555.000.000	771.136.000.000	173.419.000.000
		2006	1.054.775.000.000	950.826.000.000	103.949.000.000
28	MTDL	2005	540.733.000.000	313.599.000.000	227.134.000.000
		2006	629.601.000.000	415.005.000.000	214.596.000.000
29	RALS	2004	1.574.488.000.000	719.995.000.000	854.493.000.000
		2006	1.499.365.000.000	474.855.000.000	1.024.510.000.000
30	SMDR	2004	1.474.496.000.000	593.913.000.000	880.583.000.000
		2006	1.575.750.000.000	711.882.000.000	863.868.000.000
31	SMRA	2005	806.342.000.000	857.130.000.000	-50.788.000.000
		2006	833.720.000.000	973.648.000.000	-139.928.000.000
32	SOBI	2004	258.484.000.000	174.258.000.000	84.226.000.000
		2006	372.348.000.000	212.376.000.000	159.972.000.000
33	TBLA	2005	352.676.000.000	335.537.000.000	17.139.000.000
34	TGKA	2006	927.019.000.000	685.949.000.000	241.070.000.000
35	TMAS	2004	89.964.000.000	83.734.000.000	6.230.000.000
36	TOTL	2006	818.408.000.000	503.202.000.000	315.206.000.000

Keterangan:

Net Working Capital (NWC) = Asset Lancar (AL) - Utang Lancar (UL)

**Lampiran 4 *Free Cash Flow* (FCF) pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar
di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006**

No.	Kode	Tahun	AKO (Rp)	PM (Rp)	NWC (Rp)	FCF (Rp)
1	AKKU	2004	-3.243.000.000	3.056.000.000	17.554.000.000	-23.853.000.000
2	AKRA	2004	232.667.000.000	84.683.000.000	168.235.000.000	-20.251.000.000
		2006	237.796.000.000	199.285.000.000	124.222.000.000	-85.711.000.000
3	ALMI	2005	197.197.000.000	-36.087.000.000	34.402.000.000	198.882.000.000
		2006	-152.054.000.000	-14.173.000.000	-40.013.000.000	-97.868.000.000
4	APEX	2006	471.705.000.000	748.084.000.000	699.012.000.000	-975.391.000.000
5	ASII	2004	3.224.415.000.000	2.468.238.000.000	341.067.000.000	415.110.000.000
6	ASRM	2005	20.240.000.000	1.226.000.000	52.000.000.000	-32.986.000.000
7	AUTO	2005	189.883.000.000	135.373.000.000	568.513.000.000	-514.003.000.000
		2006	268.303.000.000	-79.109.000.000	551.351.000.000	-203.939.000.000
8	BLTA	2004	336.304.000.000	768.747.000.000	260.868.000.000	-693.311.000.000
		2005	920.825.000.000	2.240.447.000.000	633.387.000.000	-1.953.009.000.000
		2006	601.878.000.000	719.158.000.000	686.014.000.000	-803.294.000.000
9	BMSR	2006	-2.731.000.000	-136.000.000	-153.000.000	-2.442.000.000
10	BRAM	2004	107.053.000.000	-34.276.000.000	557.790.000.000	-416.461.000.000
		2005	148.741.000.000	-71.499.000.000	626.274.000.000	-406.034.000.000
		2006	189.866.000.000	-54.893.000.000	624.979.000.000	-380.220.000.000
11	CENT	2005	13.873.000.000	-2.264.000.000	47.382.000.000	-31.245.000.000
		2006	14.687.000.000	-5.954.000.000	57.685.000.000	-37.044.000.000
12	CMNP	2004	208.629.000.000	-16.348.000.000	-247.775.000.000	472.752.000.000
		2005	76.706.000.000	-18.460.000.000	21.913.000.000	73.253.000.000
13	CTBN	2006	2.447.930.000.000	65.587.000.000	391.563.000.000	1.990.780.000.000
14	DYNA	2005	92.682.000.000	71.542.000.000	-59.000.000.000	80.140.000.000
15	GGRM	2004	834.682.000.000	1.991.484.000.000	5.483.685.000.000	-6.640.487.000.000
		2005	1.582.883.000.000	386.635.000.000	6.220.916.000.000	-5.024.668.000.000
		2006	1.905.618.000.000	-473.432.000.000	6.960.842.000.000	-4.581.792.000.000
16	HEXA	2005	-245.242.000.000	95.083.000.000	203.734.000.000	-544.059.000.000
		2006	122.953.000.000	152.667.000.000	77.758.000.000	-107.472.000.000
17	IKBI	2004	13.401.000.000	-15.248.000.000	126.647.000.000	-97.998.000.000
		2005	15.097.000.000	-6.981.000.000	156.807.000.000	-134.729.000.000
		2006	50.034.000.000	-23.733.000.000	213.972.000.000	-140.205.000.000
18	INCI	2004	17.072.000.000	-260.000.000	106.891.000.000	-89.559.000.000
		2005	-10.051.000.000	-4.120.000.000	118.090.000.000	-124.021.000.000
19	INCO	2005	2.804.000.000	814.148.000.000	3.275.008.000.000	-4.086.352.000.000
20	INTA	2004	5.897.000.000	-10.937.000.000	377.635.000.000	-360.801.000.000
		2005	-1.320.000.000	-5.940.000.000	400.140.000.000	-395.520.000.000
21	ISAT	2006	5.669.623.000.000	3.398.249.000.000	-1.137.773.000.000	3.409.147.000.000

**Lampiran 4 *Free Cash Flow* (FCF) pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar
di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006 (Lanjutan)**

No.	Kode	Tahun	AKO (Rp)	PM (Rp)	NWC (Rp)	FCF (Rp)
22	JPRS	2005	62.839.000.000	-1.661.000.000	146.122.000.000	-81.622.000.000
		2006	-47.642.000.000	-2.174.000.000	162.080.000.000	-207.548.000.000
23	JTPE	2004	1.958.000.000	-749.000.000	8.956.000.000	-6.249.000.000
24	KARK	2005	-3.430.000.000	-114.000.000	17.422.000.000	-20.738.000.000
25	LION	2004	6.245.000.000	2.805.000.000	97.044.000.000	-93.604.000.000
		2005	15.645.000.000	-792.000.000	112.005.000.000	-95.568.000.000
		2006	26.486.000.000	-917.000.000	130.207.000.000	-102.804.000.000
26	LMSH	2004	7.150.000.000	-904.000.000	11.746.000.000	-3.692.000.000
27	LTLS	2004	95.121.000.000	62.720.000.000	227.424.000.000	-195.023.000.000
		2005	-64.582.000.000	33.362.000.000	173.419.000.000	-271.363.000.000
		2006	43.467.000.000	51.995.000.000	103.949.000.000	-112.477.000.000
28	MTDL	2005	74.039.000.000	-19.695.000.000	227.134.000.000	-133.400.000.000
		2006	11.796.000.000	-3.742.000.000	214.596.000.000	-199.058.000.000
29	RALS	2004	381.301.000.000	-45.448.000.000	854.493.000.000	-427.744.000.000
		2006	642.443.000.000	48.947.000.000	1.024.510.000.000	-431.014.000.000
30	SMDR	2004	344.542.000.000	-89.718.000.000	880.583.000.000	-446.323.000.000
		2006	25.891.000.000	525.073.000.000	863.868.000.000	-1.363.050.000.000
31	SMRA	2005	384.061.000.000	86.594.000.000	-50.788.000.000	348.255.000.000
		2006	-174.105.000.000	105.566.000.000	-139.928.000.000	-139.743.000.000
32	SOBI	2004	126.014.000.000	7.490.000.000	84.226.000.000	34.298.000.000
		2006	33.869.000.000	17.435.000.000	159.972.000.000	-143.538.000.000
33	TBLA	2005	219.647.000.000	75.537.000.000	17.139.000.000	126.971.000.000
34	TGKA	2006	22.247.000.000	-12.155.000.000	241.070.000.000	-206.668.000.000
35	TMAS	2004	9.693.000.000	43.381.000.000	6.230.000.000	-39.918.000.000
36	TOTL	2006	12.523.000.000	-3.968.000.000	315.206.000.000	-298.715.000.000

Keterangan:

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

Lampiran 5 Free Cash Flow/Total Asset pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006

No.	Kode	Tahun	Free Cash Flow (Rp)	Total Asset (Rp)	FCF/Total Asset
1	AKKU	2004	-23.853.000.000	37.628.000.000	-0,634
2	AKRA	2004	-20.251.000.000	1.690.251.000.000	-0,012
		2006	-85.711.000.000	2.377.340.000.000	-0,036
3	ALMI	2005	198.882.000.000	805.745.000.000	0,247
		2006	-97.868.000.000	1.249.710.000.000	-0,078
4	APEX	2006	-975.391.000.000	4.043.663.000.000	-0,241
5	ASII	2004	415.110.000.000	39.145.053.000.000	0,011
6	ASRM	2005	-32.986.000.000	204.318.000.000	-0,161
7	AUTO	2005	-514.003.000.000	3.028.465.000.000	-0,170
		2006	-203.939.000.000	3.028.160.000.000	-0,067
8	BLTA	2004	-693.311.000.000	4.393.914.000.000	-0,158
		2005	-1.953.009.000.000	7.908.587.000.000	-0,247
		2006	-803.294.000.000	8.205.956.000.000	-0,098
9	BMSR	2006	-2.442.000.000	206.456.000.000	-0,012
10	BRAM	2004	-416.461.000.000	1.710.352.000.000	-0,243
		2005	-406.034.000.000	1.709.355.000.000	-0,238
		2006	-380.220.000.000	1.530.173.000.000	-0,248
11	CENT	2005	-31.245.000.000	84.768.000.000	-0,369
		2006	-37.044.000.000	89.417.000.000	-0,414
12	CMNP	2004	472.752.000.000	1.618.707.000.000	0,292
		2005	73.253.000.000	1.682.373.000.000	0,044
13	CTBN	2006	1.990.780.000.000	1.580.619.000.000	1,260
14	DYNA	2005	80.140.000.000	1.073.712.000.000	0,075
15	GGRM	2004	-6.640.487.000.000	20.591.389.000.000	-0,322
		2005	-5.024.668.000.000	22.128.851.000.000	-0,227
		2006	-4.581.792.000.000	21.733.034.000.000	-0,211
16	HEXA	2005	-544.059.000.000	1.069.514.000.000	-0,509
		2006	-107.472.000.000	1.204.104.000.000	-0,089
17	IKBI	2004	-97.998.000.000	445.145.000.000	-0,220
		2005	-134.729.000.000	548.245.000.000	-0,246
		2006	-140.205.000.000	590.296.000.000	-0,238
18	INCI	2004	-89.559.000.000	179.910.000.000	-0,498
		2005	-124.021.000.000	179.211.000.000	-0,692
19	INCO	2005	-4.086.352.000.000	16.159.976.000.000	-0,253
20	INTA	2004	-360.801.000.000	780.040.000.000	-0,463
		2005	-395.520.000.000	887.644.000.000	-0,446
21	ISAT	2006	3.409.147.000.000	34.228.658.000.000	0,100
22	JPRS	2005	-81.622.000.000	204.990.000.000	-0,398
		2006	-207.548.000.000	189.384.000.000	-1,096
23	JTPE	2004	-6.249.000.000	88.029.000.000	-0,071
24	KARK	2005	-20.738.000.000	75.432.000.000	-0,275

Lampiran 5 *Free Cash Flow*/Total Asset pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006 (Lanjutan)

No.	Kode	Tahun	Free Cash Flow (Rp)	Total Asset (Rp)	FCF/Total Asset
25	LION	2004	-93.604.000.000	146.703.000.000	-0,638
		2005	-95.568.000.000	165.030.000.000	-0,579
		2006	-102.804.000.000	187.689.000.000	-0,548
26	LMSH	2004	-3.692.000.000	42.748.000.000	-0,086
27	LTLS	2004	-195.023.000.000	1.424.973.000.000	-0,137
		2005	-271.363.000.000	1.608.866.000.000	-0,169
		2006	-112.477.000.000	1.830.516.000.000	-0,061
28	MTDL	2005	-133.400.000.000	655.698.000.000	-0,203
		2006	-199.058.000.000	740.800.000.000	-0,269
29	RALS	2004	-427.744.000.000	2.558.668.000.000	-0,167
		2006	-431.014.000.000	2.527.942.000.000	-0,170
30	SMDR	2004	-446.323.000.000	2.579.716.000.000	-0,173
		2006	-1.363.050.000.000	3.482.429.000.000	-0,391
31	SMRA	2005	348.255.000.000	1.864.759.000.000	0,187
		2006	-139.743.000.000	2.191.817.000.000	-0,064
32	SOBI	2004	34.298.000.000	533.484.000.000	0,064
		2006	-143.538.000.000	642.315.000.000	-0,223
33	TBLA	2005	126.971.000.000	1.451.439.000.000	0,088
34	TGKA	2006	-206.668.000.000	1.067.119.000.000	-0,194
35	TMAS	2004	-39.918.000.000	415.915.000.000	-0,096
36	TOTL	2006	-298.715.000.000	1.000.386.000.000	-0,299

Lampiran 6 *Dividend Payout Ratio* pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006

No.	Kode	Tahun	DPS (%)	EPS (%)	DPR (%)
1	AKKU	2004	2	11	18,182
2	AKRA	2004	40	122	32,787
		2006	65	205	31,707
3	ALMI	2005	35	121	28,926
		2006	135	270	50,000
4	APEX	2006	57	145	39,310
5	ASII	2004	270	1.335	20,225
6	ASRM	2005	111	264	42,045
7	AUTO	2005	100	362	27,624
		2006	60	366	16,393
8	BLTA	2004	15	59	25,424
		2005	20	155	12,903
		2006	40	290	13,793
9	BMSR	2006	5,3	9	58,889
10	BRAM	2004	25	94	26,596
		2005	40	266	15,038
		2006	12	41	29,268
11	CENT	2005	3	6	50,000
		2006	7	12	58,333
12	CMNP	2004	10	43	23,256
		2005	12,5	41	30,488
13	CTBN	2006	1,81	2.640	0,100
14	DYNA	2005	60	65	92,308
15	GGRM	2004	500	930	53,763
		2005	500	982	50,916
		2006	250	524	47,710
16	HEXA	2005	46	116	39,655
		2006	17	47	36,170
17	IKBI	2004	7	24	29,167
		2005	21	78	26,923
		2006	35	145	24,138
18	INCI	2004	25	65	38,462
		2005	20	64	31,250
19	INCO	2005	746	2.652	28,130
20	INTA	2004	15	31	48,387
		2005	15	103	14,563
21	ISAT	2006	130	259	50,193
22	JPRS	2005	80	227	35,242
		2006	9	179	5,028
23	JTPE	2004	1	4	25,000
24	KARK	2005	0,1	0,42	23,810
25	LION	2004	100	453	22,075
		2005	100	366	27,322
		2006	100	397	25,189

Lampiran 6 *Dividend Payout Ratio* pada Perusahaan Sampel yang Terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006 (Lanjutan)

No.	Kode	Tahun	DPS (%)	EPS (%)	DPR (%)
26	LMSH	2004	40	573	6,981
27	LTLS	2004	17	67	25,373
		2005	17	67	25,373
		2006	8	38	21,053
28	MTDL	2005	3	8,07	37,175
		2006	3	10,28	29,183
29	RALS	2004	30	45	66,667
		2006	22	44	50,000
30	SMDR	2004	300	1.227	24,450
		2006	150	366	40,984
31	SMRA	2005	15	77	19,481
		2006	13	61	21,311
32	SOBI	2004	40	195	20,513
		2006	60	154	38,961
33	TBLA	2005	3	4	75,000
34	TGKA	2006	18	29	62,069
35	TMAS	2004	36	120	30,000
36	TOTL	2006	15	37	40,541

Keterangan:

$$\text{DPR} = \frac{\text{dividen perlembar saham}}{\text{laba perlembar saham}}$$

Lampiran 7 Tabel dan Gambar Output SPSS 12 pada Perusahaan Sampel yang terdaftar di BEI tahun 2004 sampai tahun 2006

a. Tabel One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

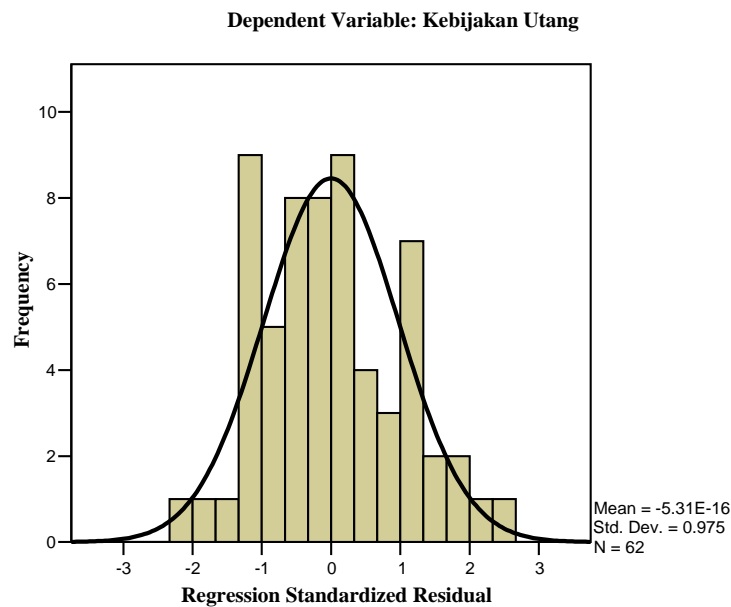
		Unstandardized Residual
N		62
Normal Parameters(a,b)	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.17574702
Most Extreme Differences	Absolute	.079
	Positive	.079
	Negative	-.068
Kolmogorov-Smirnov Z		.622
Asymp. Sig. (2-tailed)		.835

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

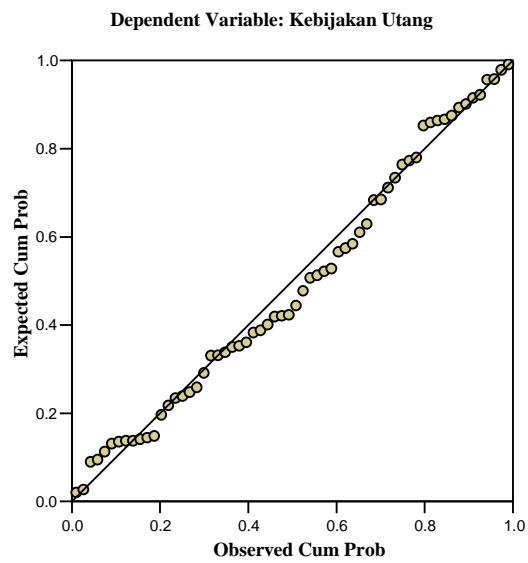
b. Gambar Histogram

Histogram

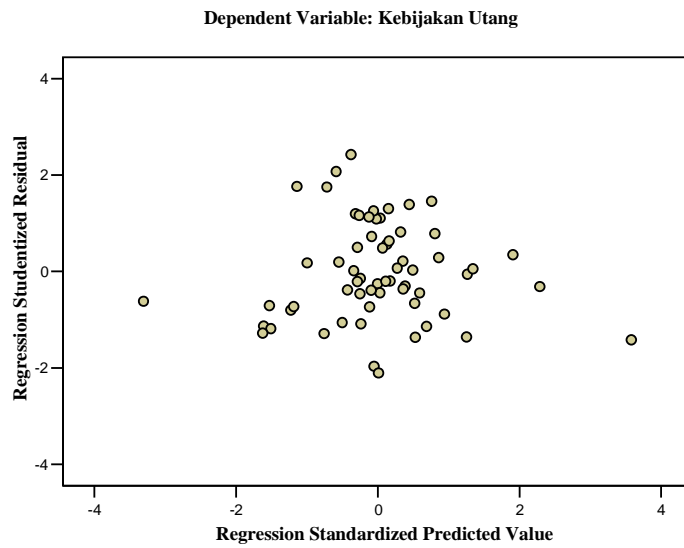


c. Gambar Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

**d. Gambar Scatterplot**

Scatterplot



e. Tabel Coefficients Variance Inflation Factor

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Free Cash Flow	.978	1.023
	Managerial Ownership	.978	1.022
	Dividend Payout Ratio	.982	1.018

f. Tabel Summary Durbin-Watson

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.427(a)	.183	.140	.180235	1.746

a Predictors: (Constant), Dividend Payout Ratio, Managerial Ownership, Free Cash Flow

b Dependent Variable: Kebijakan Utang

g. Tabel Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kebijakan Utang	62	.055	.825	.42838	.194399
Free Cash Flow	62	-1.096	1.259	-.19003	.302589
Managerial Ownership	62	.0001	.2561	.035250	.0633601
Dividend Payout Ratio	62	0.0007	.9231	.332544	.1697049
Valid N (listwise)	62				

**h. Tabel Variables Entered/Removed
Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Dividend Payout Ratio, Managerial Ownership, Free Cash Flow(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Kebijakan Utang

i. Tabel ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.421	3	.140	4.321	.008(a)
	Residual	1.884	58	.032		
	Total	2.305	61			

a Predictors: (Constant), Dividend Payout Ratio, Managerial Ownership, Free Cash Flow

j. Tabel Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.415	.044		9.413	.000
	Free Cash Flow	.247	.077	.384	3.202	.002
	Managerial Ownership	-.019	.368	-.006	-.053	.958
	Dividend Payout Ratio	.201	.108	.222	1.857	.048

a. Dependent Variable: Kebijakan Utang