

## PENGARUH SET KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP HUBUNGAN ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN ALIRAN KAS BEBAS DENGAN TINGKAT LEVERAGE PERUSAHAAN

Endang Raino Wirjono  
Email : raino@mail.uajy.ac.id  
Universitas Atma Jaya Yogyakarta

### **Abstract**

Agency theory mentions that leverage (debt) is one of mechanism used by shareholders to minimize agency problem with manager. In this context, previous researchers show that leverage was influenced by free cash flow and insider ownership (managerial ownership). This research aims to examine the determinants of leverage in a research model and treats investment opportunity set (IOS) as moderating variable that will influence the relationship between free cash flow and managerial ownership with leverage. *By using sample consist of 38 manufacturing companies, result from moderated Regression Analysis (MRA) statistically shows evidence that IOS influences the relationship between free cash flow and leverage. This result supported Tarjo's research (2002).*

**Keywords:** *agency theory, free cash flow, investment opportunity set, leverage, managerial ownership*

### **1. PENDAHULUAN**

Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Pasar modal merupakan sarana yang efektif untuk mempercepat pembangunan suatu negara, karena pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Saat ini pasar modal Indonesia mulai menunjukkan peran yang signifikan dalam memobilisasi dana untuk menunjang keberhasilan pembangunan nasional. Gejolak perekonomian (krisis moneter) dan politik yang telah mewarnai perjalanan pasar modal (Bursa Efek) di Indonesia makin memantapkan peran pasar modal bagi perekonomian Indonesia. Pasar modal sebagai salah satu pasar asset keuangan di Indonesia merupakan aspek penting bagi kemajuan pertumbuhan ekonomi dan keuangan nasional. Dalam usia relatif muda, pasar modal Indonesia telah menjadi wahana penting di luar perbankan yang berguna bagi dunia usaha untuk memobilisasi dana melalui berbagai transaksi perdagangan saham, obligasi maupun instrumen derivatif lainnya.

Menurut Hartono (1998: 11-12), pasar modal merupakan tempat bertemu antara pembeli dan penjual dengan risiko untung dan rugi. Kebutuhan dana jangka pendek umumnya diperoleh di pasar uang (misalnya bank komersial). Pasar modal harus bersifat likuid dan efisien untuk menarik partisipasi pembeli dan penjual. Suatu pasar modal disebut likuid apabila penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat berharga dengan cepat. Pasar modal dikatakan efisien jika harga dari surat-surat berharga mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat. Apabila pasar modal bersifat efisien, harga dari surat berharga mencerminkan penilaian dari investor terhadap prospek laba perusahaan di masa mendatang serta kualitas dari manajemen. Apabila calon investor meragukan kualitas manajemen perusahaan, maka keraguan ini akan tercermin dalam harga surat berharga yang turun. Dengan demikian pasar modal dapat digunakan sebagai sarana tidak langsung untuk mengukur kualitas

**Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial  
(Endang Raino Wirjono)**

manajemen. Pemegang saham juga memiliki hak mengawasi manajemen lewat hak veto dalam pertemuan dan pemilihan manajemen. Selain itu, pasar modal juga memiliki fungsi sebagai sarana alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemberi pinjaman ke peminjam.

Pada perusahaan yang sudah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek, terdapat pemisahan antara pihak manajemen dan pemilik. Manajemen adalah pihak yang menjalankan dan mengendalikan jalannya perusahaan, sedangkan pihak pemilik perusahaan adalah pihak yang memiliki perusahaan, yang sering disebut sebagai investor. Syarat penting agar para investor bersedia menyalurkan dana ke pasar modal adalah adanya jaminan rasa aman terhadap investasi yang dilakukannya. Untuk memenuhi keinginan investor tersebut, manajemen mempunyai kewajiban untuk memberikan informasi yang jelas, wajar, dan akurat sebagai pedoman dalam pengambilan keputusan.

Pasar modal (bursa efek) sebagai pemobilisasi dana untuk menunjang keberhasilan pembangunan nasional akan terpengaruh apabila praktik-praktik tidak sehat dibiarkan begitu saja. Kesenjangan informasi antara manajer dengan investor harus dikurangi agar investor yakin untuk mengambil keputusan berinvestasi. Dengan demikian, investor memiliki gambaran akan risiko yang dihadapi dengan berinvestasi pada perusahaan tertentu.

Seringkali muncul benturan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mendahulukan kepentingan pribadi. Di lain pihak, pemegang saham juga menginginkan kesejahteraan. Benturan atau konflik ini disebut dengan konflik keagenan.

Dalam teori keagenan disebutkan bahwa adanya pemisahan antara fungsi pembuat keputusan (agen) dengan fungsi yang menanggung risiko (prinsipal) menyebabkan munculnya konflik keagenan. Manajer perusahaan sebagai agen memiliki kecenderungan untuk berperilaku oportunistik demi kepentingannya sendiri, yang sering tidak sejalan dengan kepentingan prinsipal. Tindakan manajer ini dapat berakibat pada tingginya biaya perusahaan sehingga mengurangi kesejahteraan pemegang saham (Karsana dan Supriyadi, 2004:234).

Pembatasan tindakan oportunistik manajer dapat dilakukan oleh para pemegang saham dengan cara *monitoring* (pemantauan). Pemantauan oleh pemegang saham akan menimbulkan biaya yang disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*). Semakin besar perusahaan, biaya keagenan akan semakin besar pula. Oleh karena itu, pemegang saham memerlukan mekanisme yang dapat meminimumkan biaya keagenan tersebut.

Perilaku *monitoring* dan pengendalian yang dilakukan oleh para pemegang saham tersebut lebih termotivasi untuk mengamankan berbagai kepentingan mereka, antara lain meningkatkan kesejahteraan dalam jangka panjang yang terwujud melalui peningkatan harga saham. Perilaku tersebut didukung oleh *traditional theory of the firm* atau *classical theory of the firm* yang mengasumsikan bahwa individu dalam mengoperasikan dan mengendalikan perusahaan bisnis lebih dimotivasi oleh kepentingannya sendiri dengan tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan keuntungan (Monsen dan Down, 1965).

Jensen (1986) menyatakan bahwa tingkat *leverage* perusahaan dipengaruhi oleh tingginya aliran kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan. Aliran kas bebas (*free cash flows*) merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aktiva tetap. Pihak pemegang saham cenderung menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer berkeinginan agar dana yang tersedia digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan.

Salah satu mekanisme untuk mengurangi inefisiensi manajer terhadap aliran kas bebas adalah dengan kebijakan utang. Jensen (1986) berpendapat bahwa utang dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan aliran kas bebas dalam kegiatan-kegiatan yang tidak optimal (*non maximizing value*) karena manajer perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas pokok dan bunga pinjaman serta mematuhi ketentuan pada perjanjian utang (*debt covenant*). Adanya perjanjian utang akan membuat manajer merasa diawasi dan dibatasi aktivitasnya sehingga cenderung lebih berhati-hati menggunakan aliran kas bebas yang menjadi tanggungjawabnya.

Sementara itu, Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan adalah kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity set*). Perusahaan yang memiliki IOS tinggi berarti nilai perusahaan lebih banyak ditentukan oleh aktiva tak berwujud dibandingkan dengan aktiva riilnya. Perusahaan jenis ini umumnya memiliki keterbatasan dalam mendapatkan utang karena kurang memiliki aktiva riil yang dapat

digunakan sebagai jaminan utang.

Fenomena lain yang menarik adalah munculnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan go publik. Manajer sekaligus menjadi pemegang saham sebuah perusahaan (emiten). Ross *et al.* (2000) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajemen pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang sekaligus dirinya sendiri (Hartono, 1998:278).

*Theory of large managerial firm* mengungkapkan arti penting pemisahan kedua macam fungsi yakni pemilik perusahaan dipisahkan dengan pihak manajemen, dan manajemen itu sendiri terdiri atas hierarki birokratik dengan berbagai tingkatan manajemen. Menurut konsep ini pemilik perusahaan yang bertindak sebagai *principal* mempekerjakan manajer (*agent*) untuk mengelola dan mengoperasikan kegiatan perusahaan sehari-hari dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan yaitu para pemegang saham. Pemisahan ini memunculkan konflik kepentingan (*agency conflict*) antara manajer dengan pemilik perusahaan (*owners*) dimana pemilik perusahaan yang berkepentingan terhadap deviden dan kenaikan harga saham perusahaan sedangkan manajer sebagai "*economic man*" menginginkan untuk memaksimalkan "*lifetime income*" termasuk didalamnya *monetary* dan *non-monetary elements*. Perbedaan kepentingan maupun kesenjangan informasi (*asymetrics information*) antara pemilik perusahaan dan manajer akan menimbulkan perbedaan perilaku perusahaan dalam *profit maximization*. Oleh karena itu, pemilik perusahaan membayar sejumlah biaya *monitoring* atau yang dikenal dengan *agency cost* untuk mengendalikan perilaku manajer agar bertindak sebagai wakil *principal* dalam meningkatkan kesejahteraannya.

Manajer perusahaan yang diangkat oleh para pemegang saham seyogyanya akan bertindak mewakili kepentingan para pemilik perusahaan yaitu para pemegang saham. Akan tetapi, manajer yang memiliki pengetahuan tentang situasi perusahaan yang cepat dan akurat seringkali tidak secara penuh bertindak mewakili kepentingan para pemilik perusahaan. Para manajer berperilaku lebih didasarkan pada pemenuhan kepentingan individu manajer itu sendiri. Selain beberapa hal tersebut, adanya kesenjangan informasi yang dimiliki oleh kedua belah pihak, yakni manajer memiliki informasi yang lebih lengkap dan akurat mengenai situasi perusahaan dibandingkan *stakeholder* yang lain, menjadi hal yang mendasari timbulnya *agency conflict* atau *agency problem*.

Salah satu tindakan yang dilakukan *shareholder* guna mengamankan kepentingannya dan meminimalkan biaya-biaya *monitoring* (*agency cost*) yang tidak efisien antara lain dengan meningkatkan derajat kepemilikan saham perusahaan oleh manajer (*managerial ownership*). Melalui peningkatan derajat kepemilikan saham manajerial, posisi manajer merangkap sebagai pemilik perusahaan sehingga semakin banyak manajer yang menguasai saham perusahaan. Dengan demikian, manajer tersebut akan berperilaku sebagai pemilik perusahaan dalam meningkatkan kesejahteraannya yang tercermin dalam peningkatan harga saham. Jensen dan Murphy dalam Jensen (1986) juga mengungkapkan dukungannya melalui pernyataan bahwa "dengan menguasai atau mengendalikan persentase saham yang cukup berarti di dalam perusahaan, manajer senior akan mendapatkan *feedback* langsung dan *powerful* dengan adanya perubahan *market value*".

Jensen *et al.* (1992) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang dan kebijakan dividen. Holthausen dan Larcker (1991) dalam Jensen *et al.* menemukan bukti bahwa *financial leverage*, kepemilikan manajerial dan sensitivitas kinerja pembayaran ditentukan secara simultan. Penelitian memfokuskan pada tipe perusahaan *managerial firms* sehingga untuk meningkatkan kegiatan *monitoring*, mengurangi *agency cost* dan *asymetrics information* dapat ditempuh dengan meningkatkan derajat *managerial ownership* atau meningkatkan derajat kepemilikan perusahaan oleh manajer. Hal ini dilakukan dengan harapan manajer akan berperilaku tidak hanya didorong oleh pemenuhan kepentingannya sendiri namun juga pemenuhan kepentingan pemilik perusahaan.

Magginson (1997) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam hubungannya dengan kebijakan utang mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham. *Leverage* yang rendah diharapkan mengurangi risiko kebangkrutan dan *financial distress*.

Penelitian ini akan membuktikan pengaruh kepemilikan manajerial dalam perusahaan yang memiliki aliran kas bebas, dengan memasukkan variabel *investment opportunity set* sebagai variabel pemoderasi, dalam kaitannya dengan kegiatan *monitoring* yang dilakukan oleh pemegang saham. *Monitoring* dilakukan dengan cara kebijakan

utang (*leverage*) yang ada dalam perusahaan.

## **2. TINJAUAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **2.1 Teori Keagenan**

Hubungan antara prinsipal dan agen dapat dijelaskan dengan teori keagenan. Wolk *et al.* (2000) dalam Karsana dan Supriyadi (2004) menjelaskan bahwa teori keagenan menyusun perusahaan sebagai *nexus* hubungan agensi dan memahami perilaku organisasional melalui pengujian bagaimana pihak-pihak yang berhubungan dengan agensi dalam perusahaan dapat memaksimalkan utilitas yang dimiliki.

Jensen dan Meckling (1976) dalam Karsana dan Supriyadi (2004) mendefinisikan hubungan agensi sebagai suatu kontrak antar satu atau lebih prinsipal yang meminta orang lain (agen) untuk melakukan beberapa pelayanan dalam kepentingannya dan memasukkan pendelegasian beberapa kewenangan pembuatan keputusan untuk agen. Dalam kontrak antara manajer dengan para pemegang saham maka *owner manager* sebagai agen dan para pemegang saham sebagai prinsipal.

Teori keagenan memaparkan adanya kepentingan antara pemegang saham, *debtholders* dan pihak manajemen. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa adanya pemisahan antara fungsi pembuat keputusan (agen) dengan fungsi penanggung risiko (prinsipal) menimbulkan konflik keagenan. Para pemegang saham sebagai pihak prinsipal sangat berkepentingan dengan nilai perusahaan, sedangkan manajer perusahaan sebagai agen memiliki kecenderungan untuk bersikap oportunistik demi kepentingannya sendiri.

Pengendalian atau cara untuk mengurangi konflik keagenan dapat dilakukan dengan mengeluarkan biaya keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) biaya keagenan meliputi pengeluaran *monitoring*, pengeluaran *bonding* dan *residual loss*. Pengeluaran *monitoring* merupakan pengeluaran oleh prinsipal untuk mengawasi kegiatan dan perilaku manajer, sebagai contoh: biaya audit laporan keuangan. Pengeluaran *bonding* adalah pengeluaran manajemen untuk memberi jaminan kepada pemilik bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Di lain pihak, pada kondisi tertentu, prinsipal dapat mengeluarkan biaya untuk mempengaruhi manajer agar memaksimalkan kemakmuran prinsipal (*residual loss*).

Selain itu, dalam teori keagenan dikenal beberapa mekanisme untuk mengendalikan biaya keagenan yaitu: meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, meningkatkan *dividend payout ratio*, dan meningkatkan pendanaan melalui utang. Jensen (1986) menyatakan bahwa utang dapat mendisiplinkan manajer dalam menggunakan sumber daya perusahaan. Selain itu, utang juga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan risiko *job loss* bagi manajer. Dengan adanya risiko ini akan memaksa para manajer melakukan pengurangan terhadap pengeluaran untuk kegiatan yang tidak perlu.

Menurut Putri dan Nasir (2006), ada beberapa pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengurangi biaya keagenan, yaitu:

1. Meningkatkan kepemilikan dari dalam (*insider ownership*) atau kepemilikan manajerial sesuai dengan pendapat Jensen dan Meckling (1976) bahwa penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk menyejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham.
2. Menggunakan kebijakan utang, karena pemegang saham akan melakukan *monitoring* terhadap manajemen namun bila biaya *monitoring* tersebut terlalu tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* dan atau *bondholders*) untuk membantu mereka melakukan *monitoring* (Easterbrook dalam Agus, 2001). *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut.
3. Peningkatan *Dividend Payout Ratio* (DPR) atau rasio dividen terhadap laba bersih. Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen.
4. Mengaktifkan *monitoring* melalui investor-investor institusional. Adanya kepemilikan oleh institusional investor seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusional lainnya akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap

keberadaan manajemen.

## 2.2 Aliran Kas Bebas

Aliran kas bebas atau *free cash flow* adalah aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk kelangsungan usahanya. Sartono (2001). menyatakan bahwa aliran kas bebas adalah kas tersedia yang melebihi kebutuhan investasi yang menguntungkan.

Aliran kas bebas sebenarnya merupakan hak pemegang saham. Kallapur (1994) menyatakan bahwa aliran kas bebas terjadi karena pertumbuhan pendapatan lebih kecil dibandingkan pertumbuhan aktiva, artinya perusahaan memperbesar aktiva tetap untuk diinvestasikan pada proyek yang memiliki nilai tunai negatif atau terjadi *over investment*. Perusahaan yang berada dalam industri yang menguntungkan tetapi tidak memiliki potensi untuk ekspansi, cenderung memiliki aliran kas bebas yang besar.

Adanya kas bebas dalam perusahaan dapat memicu timbulnya tindakan curang oleh manajer. Manajer memiliki peluang untuk menggunakan kas bebas demi kepentingan pribadi. Oleh karena itu diperlukan analisis aliran kas bebas untuk memeriksa fleksibilitas keuangan perusahaan. Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh para pemegang saham untuk mengendalikan tindakan curang para manajer dlama mengelola kas bebas adalah dengan mengusulkan penggunaan utang untuk pendanaan perusahaan.

## 2.3 Leverage

*Leverage* adalah tingkat penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan perusahaan (Weston dan Brigham; 1997 dalam Ismiyanti, 2003). Perusahaan yang memiliki rasio *leverage* tinggi akan menghadapi risiko rugi yang lebih tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki rasio utang rendah tidak akan berisiko besar tetapi memiliki peluang kecil untuk melipatgandakan pengembalian atas utang ekuitas. Pada umumnya, seorang investor yang memiliki dana menghendaki tingkat kembalian yang tinggi dan menghindari risiko.

## 2.4 Kepemilikan Manajerial

Monsen dan Down (1965) mengategorikan tipe perusahaan kedalam empat kelompok utama, antara lain : (1) *owner-managed firms* yang dikelola oleh seseorang yang berfungsi sebagai pemilik sekaligus pengendali perusahaan , (2) *managerial firms* yang dikelola seseorang yang bukan pemilik perusahaan, (3) *non-ownership firms* yang biasanya terdapat pada organisasi non laba dan (4) *fiduciarily owned firms* dimana pemilik merupakan seseorang yang menanamkan dana dengan tujuan memperoleh keuntungan dalam bentuk pendapatan (*income*) atau *capital gain*. Penelitian ini lebih menfokuskan pada tipe perusahaan yang kedua yaitu *managerial firms* dimana terdapat pemisahan fungsi antara pemilik dengan manajer. Oleh karena itu, untuk meningkatkan pengendalian, mengurangi *agency cost* serta *asymetrics information* maka dapat ditempuh dengan meningkatkan derajat *managerial ownership* yaitu manajer yang memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain meningkatkan derajat kepemilikan perusahaan oleh manajer. Hal ini dilakukan dengan harapan manajer akan berperilaku tidak hanya didorong oleh pemenuhan kepentingannya sendiri namun juga pemenuhan kepentingan pemilik perusahaan.

Bathala *et al.* (1994) dalam Tarjo (2002) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai jumlah saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur dalam perusahaan. Sedangkan Weston dan Copeland dalam Ismiyanti (2003) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam atau pihak manajemen.

Demsetz dan Lehn (1985) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang beroperasi di pasar berisiko, lebih sulit dimonitor secara eksternal. Hal ini berarti bahwa risiko yang lebih tinggi meningkatkan kepemilikan manajerial sebagai wahana mekanisme pemantauan terhadap internal perusahaan.

Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat bekerja untuk kepentingan pemegang saham yang sekaligus dirinya sendiri. Kepemilikan manajerial yang semakin tinggi akan membuat kekayaan pribadi manajemen dalam perusahaan juga tinggi. Hal ini akan mendorong manajemen untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaan dan menciptakan kinerja perusahaan yang lebih optimal. Kepemilikan

manajerial yang tinggi akan memperkecil konflik kepentingan sehingga mengurangi biaya keagenan.

### **2.5 Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set*/IOS)**

Menurut Myers (1977) IOS merupakan kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi masa mendatang. Sementara itu, Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa opsi investasi di masa mendatang tidak hanya ditunjukkan oleh adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan, tetapi juga oleh kemampuan lebih perusahaan dalam mengeksploitasi kesempatan untuk memperoleh keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang berada dalam satu kelompok industri.

Set Kesempatan Investasi (IOS) merupakan karakteristik penting perusahaan dan sangat mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditor terhadap perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999). Tersedianya alternatif investasi di masa mendatang bagi perusahaan ini disebut dengan Set Kesempatan Investasi (Hartono, 1998). Dalam berbagai penelitian telah terbukti bahwa nilai perusahaan yang tinggi yang dinyatakan dalam IOS cenderung mempengaruhi kebijakan perusahaan seperti kebijakan pendanaan, dividen, akuntansi, kompensasi eksekutif dan struktur modal (Gaver dan Gaver, 1993).

Pengukuran perusahaan yang bertumbuh seringkali dilakukan dengan menggunakan IOS. Ada beberapa proksi IOS yang dapat dikelompokkan menjadi tiga yaitu: 1) proksi berdasarkan harga, 2) proksi berdasarkan investasi, dan 3) proksi berdasarkan varian (Kallapur dan Trombley, 1999).

Proksi berdasarkan harga meyakini bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang relatif tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*). Proksi berdasarkan harga ini antara lain adalah *market to book value of equity ratio* (MVE/BE), *book to market value of assets ratio* (MVA/BVA), *property plant and equipment to the book value of the assets* (PPE/BVA), *depreciation expense to market value* (DEP/MVA), *earning to price ratio* (E/P).

Proksi berdasarkan investasi meyakini pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberi peluang investasi di masa mendatang yang makin besar. Sementara itu, proksi berdasarkan varian melandaskan pada gagasan bahwa sutau opsi akan tumbuh lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva.

Jensen (1986) menyatakan bahwa utang dapat mengurangi keeluasaan manajemen dalam menggunakan aliran kas bebas untuk kegiatan yang bersifat menguntungkan dirinya sendiri. Dengan adanya utang, manajer wajib membayar pokok dan bunga pinjaman secara periodik dan mematuhi kesepakatan yang telah dibuat.

Kemungkinan penyalahgunaan kas untuk tujuan penghamburan oleh manajer akan semakin besar jika perusahaan memiliki aliran kas bebas yang cukup tinggi. Oleh karena itu diperlukan tingkat utang yang tinggi untuk mengendalikan tindakan manajer dalam mengelola aliran kas bebas tersebut. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi aliran kas bebas maka semakin tinggi pulalah utang yang diperlukan.

Utang diharapkan dapat berfungsi sebagai mekanisme untuk mengawasi dan mengontrol tindakan manajemen dalam mengelola aliran kas bebas melalui pembatasan dalam *debt covenant*. Adanya tingkat utang yang tinggi pada perusahaan dengan aliran kas bebas yang besar dianggap dapat mengurangi *agency cost of free cash flow*.

IOS dalam penelitian ini berfungsi sebagai variabel pemoderasi terhadap hubungan antara aliran kas bebas dan kebijakan utang. Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas besar cenderung akan memiliki level utang yang tinggi khususnya ketika perusahaan memiliki IOS yang rendah.

Gull dan Jaggi (1999) dalam Tarjo (2002) menemukan hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Tarjo (2002) meneliti perusahaan manufaktur di Indonesia untuk melihat hubungan antara kas bebas dengan kebijakan utang. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa aliran kas bebas berhubungan positif dengan utang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: Aliran Kas Bebas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang (*leverage*) perusahaan

H2: Set kesempatan investasi memiliki pengaruh terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang (*leverage*) perusahaan

Dalam penelitian Friend dan Lang (1998) dalam Tarjo (2002) dan Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa kebijakan utang (*leverage*) dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan dengan hubungan negatif. Sementara itu, Kim dan Sorensen (1986) dalam Ismiyanti (2003) menyatakan terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan dan utang. Hubungan ini dapat dijelaskan melalui *demand and supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa dalam perusahaan yang dikuasai oleh insider atau perusahaan tertutup, utang digunakan untuk mendanai perusahaan. Dalam perusahaan terbuka yang sebagian besar kepemilikannya berada di tangan pihak insider, efektifitas kontrol terhadap perusahaan akan dipertahankan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikendalikan oleh *insider* memiliki *debt agency cost* yang rendah sehingga meningkatkan penggunaan utang. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki *debt agency cost* rendah sehingga cenderung menggunakan utang dalam jumlah besar.

Suteja (2001) dalam Karsana dan Supriyadi (2004) membuktikan adanya perbedaan hubungan antara rasio utang dengan tingkat kepemilikan manajerial terkait dengan masalah *voting power*. Ketika tingkat kepemilikan manajerial rendah maka peningkatan proporsi kepemilikan manajerial akan memiliki kesejajaran antara manajer dengan pemegang saham lainnya. Sebagai akibatnya ketika proporsi kepemilikan manajerial meningkat dari sebelumnya, para manajer memiliki sedikit insentif untuk mampu mengurangi utang. Hal ini akan mengakibatkan tingkat utang yang lebih tinggi. Berdasarkan paparan di atas, hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H3: Kepemilikan Manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan

H4: Set Kesempatan Investasi memiliki pengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *leverage* perusahaan

### 3. METODE PENELITIAN

#### 3.1 Sampel Penelitian

Teknik pengumpulan sampel menggunakan *purposive random sampling* dengan kriteria berikut: perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan pada tahun 2005; perusahaan yang memiliki data tentang kepemilikan manajerial; dan memiliki kelengkapan data serta tidak memiliki saldo ekuitas negatif. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 38 perusahaan.

#### 3.2 Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan melalui Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) PT Bursa Efek Indonesia. Data laporan keuangan diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang diakses melalui [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan sebagian dari Pojok Bursa Efek Indonesia Universitas Atma Jaya Yogyakarta. Data kepemilikan manajerial, jumlah lembar saham yang beredar dan harga saham penutupan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dengan melihat *shareholders ownership* di perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Atma Jaya Yogyakarta.

#### 3.3 Definisi Operasional Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari satu variabel terikat yaitu *leverage* perusahaan, dua variabel bebas yaitu aliran kas bebas dan kepemilikan manajerial, serta satu variabel pemoderasi yaitu IOS.

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah kebijakan utang (*leverage*). *Leverage* (kebijakan utang) merupakan kebijakan yang diambil perusahaan untuk mendanai keuangan perusahaan dengan menggunakan dana dari pihak

luar. Penelitian ini menggunakan proksi *leverage* yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER) yang diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{DER} = \text{Total Debt/Equity}$$

Ada dua variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu Aliran Kas Bebas dan Kepemilikan Manajerial. Aliran Kas Bebas (AKB) diukur dengan formula yang dikembangkan oleh Ross *et al.* (2000) yaitu menggunakan aliran kas operasi dikurangi dengan pengeluaran modal bersih dan modal kerja bersih.

Aliran kas bersih adalah kas yang berasal dari kegiatan utama perusahaan dan aktivitas lain selain dari kegiatan investasi dan pendanaan. Pengeluaran modal diukur dengan cara mengurangkan nilai aktiva tetap akhir dengan nilai aktiva tetap awal. Modal kerja bersih adalah selisih antara jumlah aktiva lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama. Formula matematisnya adalah:

$$\text{AKB}_{it} = \text{AKO}_{it} - \text{PM}_{it} - \text{NWC}_{it}$$

Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer (Iturriaga dan Sanz dalam Agus, 2001). Kepemilikan manajerial adalah para pemegang saham yang dari pihak manajemen secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris).

Variabel pemoderasi dalam penelitian ini adalah IOS. Variabel pemoderasi adalah variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan langsung antara variabel bebas dengan variabel terikat. Penelitian ini menggunakan proksi *price based* yaitu *market to book value* (MVEBVE) dengan alasan rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dan investasi perusahaan pada masa mendatang dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Kallapur dan Trombley (1999) mengungkapkan bahwa proksi IOS berdasarkan *price based* lebih dominan dibandingkan proksi lainnya. Rumus untuk menghitung MVEBVE adalah:

$$\text{MVEBVE} = (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga saham penutupan}) / \text{total ekuitas}$$

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). MRA atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi linear berganda di mana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel bebas (Ghozali, 2001).

Persamaan regresi yang digunakan untuk membuktikan hipotesis penelitian ini adalah:

$$\text{DER} = \alpha + \beta_1 \text{AKB} + \beta_2 \text{KM} + \beta_3 \text{IOS} + \beta_4 \text{IOS} \times \text{AKB} + \beta_5 \text{IOS} \times \text{KM} + e$$

Notasi:

DER : Debt to equity ratio sebagai proksi leverage

AKB : Aliran Kas Bebas

KM : Kepemilikan Manajerial

IOS : Set Kesempatan Investasi

IOS x AKB : interaksi IOS dan Aliran Kas Bebas

IOS x KM : interaksi IOS dan Kepemilikan Manajerial

Pengaruh variabel pemoderasi dalam penelitian ini ditunjukkan oleh proksi variabel Set Kesempatan Investasi (IOS) dengan Aliran Kas Bebas dan IOS dengan Kepemilikan Manajerial. Pendekatan interaksi bertujuan untuk menjelaskan variasi variabel terikat (DER) yang berasal dari interaksi antar variabel bebas dengan variabel pemoderasi dalam model yaitu IOSxAKB dan IOSxKM.

Pengujian pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial dan Set Kesempatan Investasi (IOS) terhadap kebijakan Utang perusahaan dilakukan dengan melihat signifikansi koefisien masing-masing variabel.

Sebelum melakukan pengujian regresi, dilakukan uji asumsi klasik regresi. Asumsi dasar tersebut adalah apabila tidak terjadi Autokorelasi, Heteroskedastisitas, Multikolinieritas di antara varian bebas dalam regresi tersebut. Selain itu, dilakukan uji normalitas data yang digunakan dalam penelitian ini.

#### 4. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

##### 4.1 Pengukuran Variabel Terikat

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *Debt To Equity Ratio* (DER) sebagai proksi kebijakan utang yang dilakukan oleh perusahaan. Pengukuran variabel ini dilakukan dengan mengidentifikasi DER ke 38 perusahaan dari ICMD. Rata-rata nilai DER dalam penelitian ini sebesar 1,6405263.

##### 4.2 Pengukuran Variabel Bebas

Variabel bebas dalam penelitian ini ada dua yaitu Aliran Kas Bebas dan Kepemilikan Manajerial. Perhitungan Aliran Kas Bebas dilakukan dengan cara mengurangkan Aliran Kas Operasi dengan pengeluaran modal bersih dan modal kerja bersih. Aliran kas operasi merupakan kas yang berasal dari kegiatan utama perusahaan dan aktivitas lain selain dari kegiatan investasi dan pendanaan. Pengeluaran modal diukur dengan cara mengurangkan nilai aktiva tetap akhir dengan nilai aktiva tetap awal. Sedangkan modal kerja bersih atau *net working capital* (NWC) dihitung dengan cara mencari selisih antara jumlah aktiva lancar dengan utang lancar. Nilai Aliran Kas Bebas yang digunakan dalam penelitian ini dibagi dengan Total Aktiva sehingga diperoleh nilai rasio. Rata-rata nilai variabel Aliran Kas Bebas dalam penelitian ini sebesar -0,837553.

Kepemilikan Manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial. Berdasarkan ICMD dilakukan identifikasi para pemegang saham yaitu pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Kepemilikan manajerial menurut Bathala *et al.* dalam Tarjo (2002) diukur dengan menghitung jumlah saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur dalam perusahaan. Pengukuran dilakukan dengan mencari persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam atau pihak manajemen. Rata-rata nilai variabel Kepemilikan Manajerial dalam penelitian ini sebesar 0,0587789.

##### 4.3 Pengukuran Variabel Pemoderasi

Variabel pemoderasi dalam penelitian ini adalah variabel Set Kesempatan Investasi (IOS) yang diproksikan dengan *price based* yaitu *Market to Book Value of Equity* (MVBVE). Hartono (1998) menyatakan rasio MVBVE mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Pengukuran dilakukan dengan mengalikan jumlah lembar saham dengan harga saham penutupan kemudian dibagi dengan Total Ekuitas. Rata-rata nilai variabel dalam penelitian ini sebesar 1,3371553.

##### 4.4 Pengujian Normalitas dan Asumsi Klasik

Uji normalitas adalah pengujian tentang kenormalan distribusi data. Normalitas diuji dengan menggunakan analisis grafik yaitu dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal dengan distribusi kumulatif data sesungguhnya.

Distribusi normal akan membentuk garis lurus diagonal, dan *plotting* data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya. Berdasarkan *plot* yang terdapat dalam lampiran, dapat disimpulkan bahwa data yang diuji memiliki berdistribusi normal. Plot-plot berada di sekitar garis distribusi normal. Hal ini sesuai dengan ketentuan yang berlaku, berarti distribusi data dapat dikatakan normal dan memenuhi syarat normalitas.

Uji autokorelasi dilakukan dengan melihat besaran nilai Durbin-Watson pada hasil pengujian. Suatu model regresi tidak mengalami gejala autokorelasi apabila nilai Durbin-Watson (D-W) berada antara D-W tabel ( $d_L$  dan  $d_U$ ) dengan aturan  $d_U < d < 4 - d_U$ .

**Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial  
(Endang Raino Wirjono)**

Pada nilai  $k = 5$  dan  $n = 38$  serta  $\alpha 5\%$ , nilai kritis dari persamaan model sebagai berikut ini:

Nilai  $d_L = 1,204$  dan  $4-d_L = 2,796$

Nilai  $d_U = 1,792$  dan  $4-d_U = 2,208$

Hasil perhitungan dengan SPSS 11.0 diperoleh nilai statistik *Durbin Watson* sebesar 2,245. Nilai D-W tabel dengan jumlah variabel bebas 5 dan sampel 38 sebesar 1,204 sehingga nilai  $4-d_L$  sebesar 2,796 dan nilai  $d_U$  sebesar 1,792. Nilai  $4-d_U$  sebesar 2,208 sehingga nilai D-W hitung yang memenuhi syarat autokorelasi adalah antara 1,792 dan 2,208. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa nilai D-W hitung sebesar 2,245 mengindikasikan adanya autokorelasi. Akan tetapi, nilai ini masih bisa ditolerir karena penelitian menggunakan variabel pemoderasi.

Pengujian ada tidaknya multikolinieritas yaitu adanya hubungan linier yang sempurna antara variabel bebas dari model regresi, dilakukan dengan menggunakan VIF (*variance inflation factor*). Nilai VIF untuk variabel Aliran Kas Bebas 1,849; kepemilikan manajerial 1,632; IOS 2,257. Hasil pengujian menunjukkan, tidak ada multikolinieritas karena nilai VIF untuk semua variabel dalam persamaan regresi masing-masing lebih kecil dari 10.

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan Uji *Glejser* dapat dilihat dalam tabel 1 berikut ini:

**Tabel 1**  
**Uji Heteroskedastisitas**

Variabel	Signifikansi
AKB	0,447
KM	0,422
IOS	0,596
AKBxIOS	0,187
KMxIOS	0,721

*Sumber : Olahan data*

Hasil tampilan output koefisien parameter untuk variabel bebas tidak ada yang signifikan secara statistik, maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### **4.5 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis**

Model statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian ini adalah persamaan regresi. Persamaan regresi yang digunakan untuk membuktikan hipotesis penelitian ini adalah:

$$DER = \alpha + \beta_1 AKB + \beta_2 KM + \beta_3 IOS + \beta_4 IOS \times AKB + \beta_5 IOS \times KM + e$$

**Notasi:**

DER : Debt to equity ratio sebagai proksi leverage

AKB : Aliran Kas Bebas

KM : Kepemilikan Manajerial

IOS : Set Kesempatan Investasi

IOS x AKB : interaksi IOS dan Aliran Kas Bebas

IOS x KM : interaksi IOS dan Kepemilikan Manajerial

Hasil pengujian regresi sebagai berikut:

$$DER = 0,863 + -0,824 AKB + 0,634 KM + 0,697 IOS + 3,073 AKBxIOS + 0,467$$

KMxIOS

Nilai *R squared* sebesar 0,466 dan nilai *F* 5,579 dengan signifikansi 0,001. Berdasarkan hasil uji regresi terlihat bahwa model ini dapat digunakan untuk memprediksi variabel DER (kebijakan Utang). Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel bebas mempengaruhi variabel terikat. Ringkasan koefisien masing-masing variabel dapat dilihat dalam tabel 2. berikut ini:

**Tabel 2.**  
**Ringkasan Hasil Analisis**

Variabel	Notasi	Nilai Koefisien	Signifikansi
Aliran Kas Bebas	AKB	-0,824	0,537
Kepemilikan Manajerial	KM	0,0634	0,894
Set Kesempatan Investasi	IOS	0,697	0,005
Interaksi Aliran Kas Bebas dan Set Kesempatan Investasi	AKBxIOS	3,073	0,001
Interaksi Kepemilikan Manajerial dan Set Kesempatan Investasi	KMxIOS	0,467	0,755

Sumber : Olahan data

Tabel 2 meringkas hasil analisis regresi untuk membuktikan hipotesis alternatif. Hasil pengujian membuktikan bahwa Aliran Kas Bebas tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang karena signifikansi variabel ini sebesar 0,537. Berdasarkan signifikansi yang lebih besar dari 0,05 maka hipotesis pertama dalam penelitian ini yang berbunyi "Aliran Kas Bebas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang (*leverage*) perusahaan" tidak dapat didukung. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil yang diperoleh dari penelitian Jensen (1986) yang menyatakan bahwa Aliran Kas Bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini juga menunjukkan ketidaksesuaian dengan hasil penelitian Tarjo (2002) yang mengatakan bahwa Aliran Kas Bebas berhubungan positif dengan kebijakan utang, sementara hasil penelitian ini menunjukkan Aliran Kas Bebas berhubungan negatif dengan kebijakan utang.

Sementara itu, hipotesis ke dua yaitu "Set kesempatan investasi memiliki pengaruh terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang (*leverage*) perusahaan" dapat didukung. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi koefisien variabel interaksi Aliran Kas Bebas dengan Set Kesempatan Investasi sebesar 0,001 (lebih besar dari 0,05). Hasil penelitian ini menunjukkan IOS memiliki hubungan positif terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang. Berdasarkan hasil penelitian terlihat ada kecenderungan bahwa perusahaan menggunakan kebijakan utang untuk mengendalikan aliran kas bebas yang ada, tetapi perusahaan tetap memperhatikan Set Kesempatan Investasi yang dimilikinya. Utang akan ditingkatkan dengan tujuan mendanai perusahaan dan mengendalikan aliran kas bebas yang ada.

Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien variabel kepemilikan manajerial sebesar 0,634 dengan signifikansi 0,894 (lebih besar dari 0,05). Berdasarkan hasil ini, hipotesis ketiga yaitu "Kepemilikan Manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan" tidak dapat didukung. Hal ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya.

Nilai koefisien variabel interaksi antara kepemilikan manajerial dengan set kesempatan investasi menunjukkan nilai 0,467 dengan signifikansi sebesar 0,755. Berdasarkan nilai tersebut, maka hipotesis ke empat dalam penelitian ini yang berbunyi "Set Kesempatan Investasi memiliki pengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *leverage* perusahaan" tidak dapat didukung.

## 5. PENUTUP

Aliran Kas Bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang sehingga hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini tidak dapat didukung. Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa set kesempatan investasi mempunyai pengaruh terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang dapat didukung.

Kepemilikan manajerial juga tidak terbukti mempengaruhi kebijakan utang perusahaan sehingga hipotesis ke tiga dalam penelitian ini tidak dapat didukung. Hipotesis ke empat juga tidak dapat didukung karena variabel set kesempatan investasi tidak terbukti mempengaruhi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang.

***Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial  
(Endang Raino Wirjono)***

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Tarjo (2002) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas besar cenderung akan memiliki tingkat utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan memiliki Set Kesempatan Investasi yang rendah. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Wahidahwati (2001) yang membuktikan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan kebijakan utang.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah pertama, Set Kesempatan Investasi (IOS) yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan satu proksi, di mana Set Kesempatan Investasi memiliki lima proksi secara keseluruhan. Kedua, sampel yang digunakan hanya perusahaan manufaktur sehingga belum teruji untuk perusahaan di luar industri manufaktur.

Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan lebih dari satu proksi Set Kesempatan Investasi untuk memperjelas fungsi pemoderasi IOS terhadap variabel terikat. Perusahaan yang digunakan untuk penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Agus Sartono, (2001), "Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (*Agency Theory*)", *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 2, pp.107-117.
- Chen, C.R., and Steiner. T.L, (1999), "Managerial Ownership and Agency Conflicts : A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk-taking, Debt Policy and Dividen Policy", *Financial Review*.
- Cruthley, C. E., and R. S. Hansen, (1989), "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend", *Financial Management*, pp. 36-46.
- Demsetz Harold and Lehn Kenneth, (1985), "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93.
- Fama, F.E., (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol.88.
- Gaver, J.J., and Kenneth M. Gaver, (1993), "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics* 1, pp. 233-265.
- Ghozali, I., (2001), *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Hartono, J., (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE Yogyakarta edisi kedua.
- Ismiyanti, F., dan M. M. Hanafi, (2004), "Struktur Kepemilikan Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, No. 2, pp. 176-196.
- Jensen, M. C., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Over", *American Economics Review* 76, pp. 323-339.
- Jensen, M. C., and M. A. Meckling, (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn, (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 Vol. 3, pp. 505-519.

- Kallapur, S. (1994), "Dividend Payout Ratios as Determinants of Earnings Response Coefficient", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, pp. 359-375.
- Kallapur, S., and M. A. Trombley, (1999), "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 26, pp. 505-519.
- Karsana, Y. W., dan Supriyadi, (2004), "Analisis Moderasi Set Kesempatan Investasi Terhadap Hubungan Antara Kebijakan Dividen dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat *Leverage* Perusahaan", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. XI No. 2, pp. 234-253.
- Magginson, W. L., (1997), *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley.
- Monsen, J. R., and Down A, (1965), "A Theory of Large Managerial Firms", *The Journal of Political Economy*, Vol. 23.
- Myers, Stewart, C., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics* 5", pp. 147-175.
- Putri, Imanda Firmantyas, dan Mohammad Nasir, (2006), "Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan", *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Ross, Stephen A., W. R. Westerfield, and D. J., Bradford, (2000), *Fundamentals of Corporate Finance*, fifth edition, Boston: Irwin McGraw-Hill.
- Sartono, R. A., (2001), *Manajemen Keuangan*, edisi ke empat, BPFE, Yogyakarta.
- Skinner, Douglas J, (1993), "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice", *Journal of Accounting and Economics* 16, pp. 407-445.
- Smith, Jr., W. Clifford and Ross, L. Watt, (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, Vol.32, pp. 263-292.
- Tarjo, (2002), "Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia", *Simposium Nasional Akuntansi VI*, hal. 278-295.
- Watts, R. L., dan J. L. Zimmerman, (1986), *Positive Accounting Theory*, New York Hall.
- Wahidahwati, (2002), "Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Utang dan kebijakan Dividen", *Simposium Nasional Akuntansi V*.