

ANALISIS *FREE CASH FLOW* DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

R. Anastasia Endang Susilawati

***Abstract:** The main objective of this research is to examine behavior public company in Indonesia to manage of free cash flows and the role managerial ownership on corporate debt policy. The using dependent variable on this research is debt, so independent variables are free cash flows and managerial ownership. The sample used was the public companies listed in the Jakarta Stock Exchange (JSX). There were 59 companies which have and during the period from 2005-2009. Data collected by purposive sampling. The result examination is that public company in Indonesia have low investment opportunity set (IOS) when free cash flow high attending by using debt for cost operation company. This result robust because evidence with chow test the result that significant difference regression stability between free cash flow to corporate debt policy have low and high investment opportunity set. Although, when dividend based big company have low investment opportunity and small company have low investment opportunity, both have the same effect between free cash flow on corporate debt policy. The result chow test suggest examination there are not statistically significant difference. Managerial ownership association negative with debt policy, this result evidence that agency cost of debt can be reduce by managerial ownership.*

Keyword: free cash flow, managerial ownership, debt policy, company size, dividend yield, investment opportunity set (IOS)

Ross *et al.* (2000) mendefinisikan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Hal tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak yaitu pemegang saham

menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer.

Penelitian ini mengangkat isu mengenai: **Pertama**, Perilaku perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mengelola *free cash flow* dalam kaitannya dengan kebijakan hutang; **Kedua**, Kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Kedua hal tersebut menarik karena ada kepentingan yang berbeda diantara pemegang saham dan manajer dalam mengelola *free cash flow* terkait dengan kebijakan hutang. Ross *et al.* (1999) menyatakan semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yaitu dirinya sendiri.

Berdasarkan fenomena tersebut, maka peneliti mencoba melakukan analisis dan uji empiris dengan menggunakan data penelitian pada perusahaan publik di Indonesia. Hasil yang ingin diharapkan adalah bagaimana perilaku perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mengelola *free cash flow*: **Pertama**, Apakah dengan adanya *free cash flow* yang tinggi pendanaan perusahaan didanai dengan hutang? Atau *free cash flow* dibagikan kepada pemegang saham sebagai bentuk peningkatan kesejahteraan? Fenomena ini menarik dan peneliti menghubungkannya dengan kebijakan hutang yang biasanya menjadi konflik antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan bahwa pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang, tetapi manajer tidak setuju karena hutang mengandung risiko yang tinggi. **Kedua**, Apakah dengan masuknya manajemen ke dalam struktur kepemilikan mampu menekan adanya konflik antara manajer dengan pemegang saham?

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantaranya. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan konflik keagenan. *Agency cost* dari sisi pemegang saham dapat dikurangi dengan cara melibatkan pihak ketiga (*debtholders*) yang masuk melalui kebijakan hutang.

Beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu **Pertama**, Dengan menurunkan *agency cost* dari *free cash flow* akan mengurangi sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas dibawah kontrol manajemen (Jensen, 1986). **Kedua**, Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Penurunan hutang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajer (Mahadwartha, 2002). **Ketiga**, Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat

mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Free cash flow belum banyak mendapat perhatian di Indonesia karena perusahaan-perusahaan tidak melaporkan secara eksplisit. Berbeda dengan praktik di Amerika Serikat, *free cash flow* sudah cukup mendapat perhatian terbukti telah ada badan independen seperti *Value Line Investment Survey* yang mengumumkan *free cash flow* secara berkala yang dimiliki perusahaan. Vogt dan Vu (2000) menunjukkan bahwa publisitas berhubungan dengan pembuatan daftar *Value Line Investment* pada *largest free cash flow* yang dihasilkan berkaitan dengan perubahan perilaku kemudian perusahaan.

Berdasarkan latar belakang yang ada, maka permasalahan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah *free cash flow* berdampak terhadap kebijakan hutang pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah?
2. Apakah ukuran perusahaan mempengaruhi hubungan antara *free cash flow* dan kebijakan hutang?
3. Apakah kepemilikan manajerial yang merupakan alat pemantauan pengganti berdampak langsung terhadap kebijakan hutang perusahaan?

Tujuan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Mencari bukti empiris apakah *free cash flow* berdampak terhadap kebijakan hutang pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah.
2. Mencari bukti empiris apakah ukuran perusahaan mempengaruhi hubungan antara *free cash flow* dan kebijakan hutang.
3. Mencari bukti empiris apakah kepemilikan manajerial yang merupakan alat pemantauan pengganti berdampak langsung terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Landasan Teori

Jensen (1986) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. *Free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen. Ali (2002) menemukan bahwa *earnings response coefficients* akan meningkat seiring dengan naiknya rasio pembayaran dividen terutama pada perusahaan yang mempunyai *free cash flow* besar.

Beberapa penelitian memberikan bukti yang mendukung bahwa terdapat hubungan positif antara hutang dan ukuran perusahaan (Ang dan McConnell, 1982; Titman dan Wessels, 1988). Bukti empiris yang menyatakan bahwa hubungan antara *free cash flow* dan hutang akan dimoderasi oleh ukuran perusahaan. Oleh karena itu, hubungan yang diharapkan antara *free cash flow* dan hutang akan lebih valid untuk perusahaan besar dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah.

Hubungan antara hutang dan *free cash flow* adalah positif dan secara statistik signifikan untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah (Gull dan Jaggi, 1999). Hasil temuan ini mendukung hipotesis Jensen (1986) yang menyatakan bahwa hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan set kesempatan investasi rendah.

Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun pihak eksternal perusahaan yaitu investor dan kreditor. Menurut Smith dan Watts (1992) peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai kombinasi nilai set kesempatan investasi (IOS: *investment opportunity set*). Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan merespon positif oleh pasar. Hasil temuan tersebut berimplikasi bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah harus mencari alternatif pendanaan misalnya melalui kebijakan hutang.

Ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan level hutang perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar cenderung lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aset bernilai besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Temuan Ang dan McConnell (1982), Titman dan Wessels (1998) memberikan bukti bahwa ada hubungan positif antara level hutang dan ukuran perusahaan. Penelitian ini menggunakan proksi *free cash flow* sebagaimana model perhitungan Ross *et al.* (2000).

Pengembangan Hipotesis

Dampak *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Hubungan antara *Free Cash Flow* dengan Utang

IOS pada penelitian ini berfungsi sebagai variabel moderat terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan hutang. Argumen yang mendasari bahwa IOS sebagai variabel moderat adalah adanya konflik hasil penelitian sebelumnya yang ternyata berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dan IOS tinggi terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan hutang. Diantara para peneliti tersebut adalah:

Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi

khususnya ketika ketika perusahaan mempunyai set kesempatan investasi (IOS) rendah. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas di bawah kendali manajemen. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

Agrawal dan Jayaraman (1994) secara empiris menguji hubungan antara *free cash flow* dan level hutang yang didasarkan atas sampel yang tidak mempertimbangkan perbedaan antara perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah dan tinggi.

Lang *et al.* (1996) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan pada masa mendatang untuk perusahaan yang hanya memiliki kesempatan pertumbuhan yang terbatas.

Gull dan Jaggi (1999) menemukan hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi.

Atas dasar hasil penelitian tersebut di atas, peneliti menduga IOS adalah sebagai variabel moderat terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan hutang. Oleh karena itu, hipotesis yang akan diuji pada penelitian ini adalah:

H₁ : *Free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.

Dampak Ukuran Perusahaan terhadap Hubungan antara *Free Cash Flow* dengan Hutang pada Perusahaan yang Memiliki IOS Rendah

Beberapa temuan penelitian yang menyatakan bahwa level hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan adalah Warner (1997), Ang dan McConnell (1982), Titman dan Wessels (1988). Pada pengujian hipotesis kedua ini ukuran perusahaan dan IOS sebagai variabel moderat. Argumen yang mendasari bahwa ukuran perusahaan dan IOS sebagai variabel moderat adalah adanya perbedaan hasil penelitian sebelumnya yang ternyata berbeda antara perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan hutang. Diantara peneliti tersebut adalah:

Mason dan Merton (1985), Kester (1986), Kole (1991) memberikan bukti bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki level hutang yang tinggi. Perusahaan-perusahaan besar memiliki hutang yang tinggi karena memiliki kemudahan untuk mengakses kepada pihak ketiga, hal ini bisa dikatakan sebagai akibat dari *size effect*. Di sisi lain, perusahaan-perusahaan kecil secara umum tidak memiliki posisi yang kuat

terhadap persoalan hutang, karena kapabilitas terhadap pinjamannya dibatasi. Perusahaan-perusahaan kecil dengan *free cash flow* tinggi kecenderungan tidak memiliki permasalahan *agency cost* yang terlalu besar karena tindakan manajemennya secara relatif terbatas.

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

Gull dan Jaggi (1999) dalam penelitiannya dengan menggunakan data sebanyak 1869 observasi pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dengan menggunakan periode penelitian antara tahun 1989 sampai dengan 1993, menemukan pengaruh antara *free cash flow* dengan level hutang yang berbeda antara perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah.

Atas dasar hasil penelitian tersebut di atas, peneliti menduga bahwa ukuran perusahaan dan IOS adalah sebagai variabel moderat terhadap hubungan antara *free cash flow* dengan hutang. Oleh karena itu hipotesis yang akan diuji pada penelitian ini adalah:

H₂ : *Free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang untuk perusahaan besar yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.

Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow* dan Kebijakan Hutang

Jensen *et al.* (1992) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen, tetapi kebalikannya tidak. Holthausen dan Larcker (1991) menemukan bukti bahwa *financial leverage*, kepemilikan manajerial dan sensitivitas kinerja pembayaran adalah ditentukan secara simultan. Kedua penelitian tersebut mengestimasi sistem persamaan serentak. Jensen *et al.* (1992) menganjurkan bahwa satu pengujian sistematis secara langsung tidak dapat diandalkan dalam kebijakan tersebut tanpa mengontrol faktor-faktor potensial yang menentukan tiap-tiap kebijakan.

Crutchley dan Hansen (1989) menguji hipotesis bahwa *financial leverage*, dividen dan kepemilikan manajerial secara simultan ditentukan oleh usaha perusahaan meminimalisasi total *agency cost* hutang dan ekuitas. Chaplinsky dan Niehaus (1992) menguji apakah *financial leverage* dan kepemilikan manajerial merupakan faktor yang menentukan harga saham. Hasil temuannya sesuai dengan hipotesis tersebut. Agrawal dan Nagarajan

(1990) serta Gardner dan Trzcinka (1992) menunjukkan bahwa semua ekuitas perusahaan menggambarkan sesuatu yang harus mendapat perhatian khusus.

Magginson (1997) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam hubungannya dengan kebijakan hutang dan dividen mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan, agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham (*bonding mechanism*). *Leverage* yang rendah diharapkan mengurangi risiko kebangkrutan dan *financial distress* bisa menimbulkan konflik keagenan diantaranya melalui *asset substitution* dan *underinvestment*, sehingga kepemilikan manajerial terkait dengan risiko kebangkrutan yang disebabkan oleh *leverage*.

Agrawal dan Jayaraman (1994) meneliti kebijakan dividen mengenai semua ekuitas perusahaan dan temuannya mendukung hipotesis Jensen (1986) bahwa dividen dapat dipandang sebagai substitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost free cash flow*. Hasil penelitiannya sesuai dengan hipotesis bahwa dividen dan kepemilikan manajerial adalah sebagai substitusi yang mekanis untuk menurunkan *agency cost free cash flow* pada semua ekuitas perusahaan. Wahidahwati (2001) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Mahadwartha (2002) menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial akan menggunakan *leverage* yang rendah. Oleh karena itu, hipotesis yang akan diuji adalah:

H₃ : Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dengan level hutang.

METODE PENELITIAN

Sampel dan Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2009, karena perusahaan manufaktur cukup sensitif terhadap setiap kejadian (Gantyowati, 1998).

Data laporan keuangan diperoleh dari *database* Pojok BEI Universitas Brawijaya Malang dan dari *database* BEI yang tersedia secara online pada situs <http://www.jsx.co.id>. Rasio *debt to equity*, kepemilikan manajerial, *dividend yield* dan harga saham diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, pada setiap model dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi: (Gujarati, 1995)

1. Uji normalitas. Pengujian asumsi dapat tidak dilakukan karena sesuai dengan asumsi *central limit theorem* distribusi penyampelan mean diperkirakan normal apabila observasi lebih dari 30.
2. Uji autokorelasi. Suatu model regresi dikatakan tidak terdapat gejala autokorelasi apabila nilai *Durbin-Watson* berkisar antara 1,55 – 2,46.
3. Uji multikolinearitas. Multikolinearitas terjadi apabila nilai VIF melebihi angka 10.

Pengukuran Variabel

Variabel Terikat

Variabel terikat penelitian ini adalah *Debt to Equity* yang dihitung dengan membagi *book-debt* dengan *market-equity* yang sudah tersedia pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Rasio ini digunakan untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan.

Variabel Bebas

1. *Free Cash Flow*

Free cash flow merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow* dalam penelitian ini dipakai sebagai variabel bebas. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000), yaitu:

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

Keterangan:

FCF_{it} = *free cash flow*

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

2. **Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Iturriaga dan Sanz, 1998). Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang dari pihak manajemen secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Variabel ini diberi simbol OWNSP.

Variabel Moderat

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

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

- a. Proksi yang berbasis pada harga (*price-based proxies*)
- b. Proksi yang berbasis pada investasi (*investment-based proxies*)
- c. Proksi yang berbasis pada varian (*variance measures*)

IOS pada penelitian ini sebagai moderat yang digunakan untuk membedakan antara perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi dan rendah. Hal tersebut sesuai dengan temuan Saputro (2002) bahwa proksi IOS yang berkorelasi positif dengan realisasi pertumbuhan, sehingga peneliti berargumen bahwa perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi pula. Sebaliknya perusahaan yang memiliki IOS yang rendah perlu alternatif lain untuk membiayai aktivitas bisnisnya antara lain melalui hutang. Adapun proksi IOS yang digunakan pada penelitian ini adalah:

- a. Tobin'q

$$\frac{\text{Total Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Saham Penutupan})}{\text{Asset Tetap Net} \times \left\{ \frac{(\text{Asset Tetap Gross} - \text{Asset Tetap Net})}{\text{Biaya Depresiasi}} \right\} + (\text{Total Asset} - \text{Asset Tetap Net})}$$

- b. Rasio *market to book value of equity* (MVEBVE)

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

- c. Rasio *firm value to book value of PPE* (VPPE)

$$\frac{\text{Total Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Saham Penutupan})}{\text{Asset Tetap Net}}$$

d. *Book to market value of assets*

$$\frac{\text{Total Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Saham Penutupan})}{\text{Total Asset}}$$

Tobin'q didefinisikan sebagai nilai perusahaan yang diukur dengan nilai kapitalisasi pasar dari ekuitas ditambah nilai buku hutang dibagi dengan nilai nilai buku ekuitas ditambah dengan nilai buku hutang. Nilai yang besar dari Tobin'q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kesempatan investasi (Skinner, 1993).

Rasio *market to book value of equity* mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992; Hartono, 1999). Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan (Collins dan Kothari, 1989).

Rasio *firm value to book of PPE* menunjukkan adanya investasi yang produktif (Subekti dan Kusuma, 2000). Rasio ini menunjukkan investasi masa lalu yang ditunjukkan sebagai *asset in place* (Skinner, 1993).

Book to market value of assets, menunjukkan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dengan harga pasar. Beberapa peneliti yang telah menggunakan proksi ini adalah Kallapur dan Trombley (1999), Hartono (1999), Jones dan Sharma (2001).

2. Ukuran Perusahaan

Variabel ini diberi simbol SIZE. Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel demokrat untuk menguji hipotesis kedua yang diukur dengan menggunakan logaritma dari *total asset* (Gull dan Jaggi, 1999). Selanjutnya data dibagi dua untuk menguji hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang pada perusahaan besar dan kecil yang memiliki IOS rendah.

Variabel Kontrol

Dividend Yield dan Ukuran Perusahaan

Dividend yield yang diberi simbol Dy sebagai variabel kontrol pada semua pengujian hipotesis sebagaimana digunakan Gull dan Jaggi (1999). Variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1996 sampai dengan 2000. Sedangkan ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol pada pengujian hipotesis pertama dan ketiga (Gull dan Jaggi, 1999).

Model Penelitian dan Pengujian Hipotesis

Berdasarkan penelitian Jensen (1986), Agrawal dan Jayaraman (1994), Gull dan Jaggi (1999), Wahidahwati (2001), Mahadwartha (2002) mengenai hubungan antara *free cash flow* dan kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang, maka peneliti membuat model persamaan yang akan diuji dengan menggunakan alat statistik yaitu *ordinary least square* seperti berikut ini:

1. Model Pengujian Hipotesis I

- (a) $DEBT = C + \beta_1 FCF + \varepsilon$
- (b) $DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \varepsilon$
- (c) $DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 DY + \beta_3 SIZE + \varepsilon$

Model pengujian Hipotesis 1 dibagi menjadi dua kelompok pengujian, yaitu **Pertama** perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah dan **Kedua** perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) tinggi.

2. Model Pengujian Hipotesis II

- (a) $DEBT = C + \beta_1 FCF + \varepsilon$
- (b) $DEBT = C + \beta_1 FCF + \beta_2 DY + \varepsilon$

Model pengujian Hipotesis 2 dibagi menjadi dua kelompok pengujian, yaitu **Pertama** perusahaan besar yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah dan **Kedua** perusahaan kecil yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.

Setelah pengujian Hipotesis 1 dan Hipotesis 2 dilakukan, maka untuk membuktikan apakah dua kelompok pengujian pada masing-masing model tersebut memiliki kesamaan pengaruh atau tidak selanjutnya dilakukan diuji *Chow*. Uji *Chow* digunakan untuk menguji kesamaan koefisien (*test of equality of coefficients*). Adapun *Chow test* diuji dengan formula *Gregory Chow* dalam Gujarati (1995) sebagai berikut:

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

Keterangan:

SSR_u = *sum of square residual – unrestricted regression*

SSR_r = *sum of square residual – restricted regression*

n = jumlah observasi

- k = jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*
 r = jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*

3. Model Pengujian Hipotesis III

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

Keterangan: (Model Pengujian Hipotesis I, II, dan III)

- DEBT = *debt to equity ratio* sebagai proksi kebijakan hutang
 C = konstanta (*intercept*)
 $\beta_1 - \beta_3$ = koefisien regresi
 FCF = rasio *free cash flow* dibagi total ekuitas
 DY = *dividend yield*
 SIZE = log natural total asset sebagai proksi ukuran perusahaan
 OWNSP = persentase saham kepemilikan manajerial
 ε = galat

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data

Proses pemilihan sampel menghasilkan 295 observasi untuk periode penelitian tahun 2005-2009. Untuk memperoleh gambaran umum sampel data penelitian. Kebijakan hutang dipresentasikan dengan variabel DEBT, menunjukkan bahwa rata-rata hutang (DEBT) adalah 8,165831 dengan deviasi standar 77,67839. Rasio *free cash flow* (FCF) rata-ratanya adalah 0,592300 dengan deviasi standar 8,147059. Ukuran perusahaan dipresentasikan dengan SIZE mempunyai rata-rata 2,044305 dengan deviasi standar sebesar 4,038644. Sedangkan kepemilikan manajerial diberi simbol OWNSP mempunyai rata-rata 0,059449 persen dengan deviasi standar sebesar 0,141388 persen.

Analisis Faktor

Hasil analisis faktor menunjukkan *communalities* indikator dari IOS. Nilai *communalities* digunakan untuk menentukan jumlah faktor yang merepresentasikan dari variabel-variabel aslinya. Jumlah empat nilai *communalities* di atas adalah 2,340. Berdasarkan nilai *communalities*, maka untuk mencapai nilai tersebut dibutuhkan dua faktor *eigenvalues* yaitu 1,589 ditambah 1,001. Hal ini sesuai dengan *rule of thumb*, yaitu jumlah faktor yang dipergunakan sebagai representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama dengan atau lebih dari satu (Hair, 1998).

Keempat variabel asli tersebut di atas merupakan proksi IOS yang terbentuk dari dua faktor variabel komposit yang dipengaruhi oleh dua variabel individual yaitu *market to book value of equity* (MBVE) sebesar 0,835 dan *book to market value of asset* (MBASS) sebesar 0,853. Dua variabel lain pengaruhnya kecil yaitu *tobin'q* sebesar 0,407 dan *firm value to book value of PPE* (VPPE) sebesar 0,127.

Pengujian Asumsi Klasik

Hasil uji autokorelasi, semua nilai Durbin-Watson berada pada kisaran 1,55 sampai dengan 2,46 yang berarti tidak terdapat autokorelasi. Sedangkan uji multikolinearitas pada Tabel 3 menunjukkan nilai VIF tidak melebihi angka 10 yang berarti tidak menunjukkan masalah multikolinearitas.

Pengujian Hipotesis

Pengujian pada penelitian ini menggunakan alat statistik regresi *ordinary least square* untuk menganalisis hubungan antara *free cash flow* dengan hutang.

Hasil Uji Hipotesis Pertama

Untuk menguji hipotesis pertama, langkah pertama yang dilakukan adalah melakukan uji regresi dengan menggunakan *pooled data* tanpa variabel moderat yang membedakan perusahaan yang memiliki IOS rendah dan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hubungan *free cash flow* dengan hutang adalah positif dan secara statistik signifikan, tetapi apabila dilihat nilai *Adjusted R²* hanya sebesar 0,036438. Sehingga model pengujian tanpa membedakan perusahaan yang memiliki IOS rendah dan perusahaan yang memiliki IOS tinggi adalah sangat lemah karena memiliki nilai *Adjusted R²* yang rendah.

Selanjutnya sampel penelitian dibagi menjadi dua kelompok pengujian, yaitu (1) perusahaan yang memiliki *investment opportunity cost* (IOS) rendah sebagai moderat; dan (2) perusahaan yang memiliki (IOS) tinggi sebagai moderat. Hasil pengujian pada Panel A model 1, 2, dan 3 menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) berhubungan positif dengan level hutang dan secara statistik signifikan pada level 1%. Berdasarkan hasil tersebut hipotesis pertama yang menyatakan bahwa ***free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang untuk perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah**, H_1 tidak ditolak. Hasil ini sesuai dengan hipotesis Jensen (1986), temuan Agrawal dan Jayaraman (1994), Gull dan Jaggi (1999).

Variabel *dividend yield* (DY) memiliki koefisien negatif sebesar -0,043483 dan secara statistik tidak signifikan. Artinya setiap kenaikan

persentase *dividend yield* sebesar 1%, maka akan menurunkan hutang sebesar 0,043483 dengan asumsi variabel bebas yang lain konstan. Hasil ini konsisten dengan penelitian Wahidahwati (2001).

Ukuran perusahaan (SIZE) memiliki koefisien positif dan secara statistik signifikan pada level 10%. Hal ini berarti penggunaan hutang akan meningkat seiring dengan semakin besarnya perusahaan. Sebagai contoh pada model 3 nilai koefisien SIZE sebesar 0,238428, artinya setiap kenaikan persentase ukuran perusahaan sebesar 1%, maka akan meningkatkan hutang sebesar 0,238428 dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam kondisi konstan.

Analisis sensitivitas dilakukan untuk mengetahui sebelum dan sesudah memasukkan variabel kontrol. Dengan menambahkan variabel ukuran perusahaan (SIZE) dan *dividend yield* (DY) diharapkan akan memberikan daya penjas yang lebih besar. Hasilnya, nilai *Adjusted R²* untuk model 1 sebesar 0,341835, *Adjusted R²* untuk model 2 sebesar 0,342835 dan *Adjusted R²* untuk model 3 sebesar 0,337985. Hasil ini membuktikan tidak berhasil meningkatkan nilai *Adjusted R²* dengan penambahan variabel kontrol, namun secara keseluruhan tetap menunjukkan hasil yang signifikan.

Berdasarkan data yang digunakan, hasil penelitian ini memberi bukti bahwa pada perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah yang digunakan sebagai moderat dan *free cash flow* tinggi cenderung berperilaku menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan.

Hasil ini menjadi lebih *robust* diterapkan pada perusahaan yang memiliki IOS rendah sebagai moderat, karena variabel *free cash flow* yang digunakan sudah memisahkan antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dan IOS tinggi. Perbedaan *Adjusted R²* yang mencolok perusahaan yang memiliki IOS rendah sebesar 0,337985 dan *Adjusted R²* perusahaan yang memiliki IOS tinggi sebesar 0,041108. Perbedaan ini mengindikasikan bahwa model pengujian adalah *robust* pada perusahaan yang memiliki IOS rendah. Penulis berpendapat bahwa pada perusahaan yang memiliki IOS rendah cenderung memperoleh dana dari hutang.

Untuk membuktikan adanya perbedaan signifikan dan stabilitas regresi, digunakan *chow test*. Hasilnya membuktikan bahwa nilai *probability* sebesar 0,0000 mengindikasikan bahwa ada perbedaan pengaruh antara *free cash flow* terhadap hutang pada perusahaan yang memiliki IOS rendah dan IOS tinggi. Sehingga peneliti berkesimpulan model pengujian lebih *robust* diterapkan pada perusahaan yang memiliki IOS rendah.

Hasil Uji Hipotesis Kedua

Untuk menguji hipotesis kedua, langkah pertama yang dilakukan adalah melakukan uji regresi dengan menggunakan *pooled data* tanpa

membedakan perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah sebagaimana pada pengujian hipotesis pertama. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hubungan *free cash flow* dengan hutang adalah positif dan secara statistik signifikan, tetapi apabila dilihat nilai *Adjusted R²* hanya sebesar 0,039023. Sehingga model pengujian tanpa membedakan perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah adalah sangat lemah karena memiliki nilai *Adjusted R²* yang rendah.

Selanjutnya sampel penelitian dibagi menjadi dua kelompok pengujian, yaitu ukuran perusahaan (besar dan kecil) dan IOS rendah sebagai moderat. Hasil pengujian baik Panel A dan Panel B mengindikasikan bahwa *free cash flow* berhubungan positif dan secara statistik signifikan pada level 1%. Sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa ***free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang untuk perusahaan besar yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah**, H_2 tidak ditolak. Hasil ini konsisten dengan Agrawal dan Jayaraman (1994), Vogt (1994), Lehn dan Poulsen (1989), Gull dan Jaggi (1999). Begitu juga bila dilihat dari nilai *Adjusted R²*, pengujian ini mempunyai daya penjas yang kuat karena *Adjusted R²* sebesar 0,662512.

Variabel *dividend yield* (DY) berhubungan negatif, tetapi tidak signifikan. Berdasarkan persamaan regresi menunjukkan bahwa setiap kenaikan persentase *dividend yield* akan menurunkan hutang. Analisis sensitivitas dilakukan untuk mengetahui sebelum dan sesudah memasukkan variabel kontrol. Dengan menambahkan variabel *dividend yield* (DY) diharapkan akan memberikan daya penjas yang lebih besar. Namun kenyataannya tidak demikian, karena seperti nilai *Adjusted R²* model 1 sebesar 0,665820 dan nilai *Adjusted R²* model 2 sebesar 0,662512.

Apabila dilihat dari *Adjusted R²* model 1 (Panel A mempunyai nilai *Adjusted R²* sebesar 0,665820 dan Panel B mempunyai nilai *Adjusted R²* sebesar 0,708004), begitu juga dengan dengan model 2 (Panel A mempunyai nilai *Adjusted R²* sebesar 0,662512 dan Panel B mempunyai nilai *Adjusted R²* sebesar 0,703443). Hal tersebut membuktikan tidak ada perbedaan yang signifikan hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah.

Hasil pengujian, selanjutnya diuji dengan menggunakan *chow test*. Hal ini digunakan untuk menguji apakah terdapat perbedaan pengaruh yang signifikan antara *free cash flow* terhadap level hutang pada perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah, pengujian dilakukan dengan menggunakan *chow test*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan pengaruh dan daya penjas antara perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah, yaitu terlihat nilai *probability*

sebesar 0,912392. Artinya model pengujian ini berdasarkan data yang digunakan tidak memberikan bukti mana yang lebih *robust* diantara kedua kelompok, yaitu perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah.

Berdasarkan data yang digunakan, hasil pengujian hipotesis kedua dengan mengelompokkan perusahaan yang besar yang memiliki IOS rendah dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah (ukuran perusahaan dan IOS sebagai moderat) memberi bukti bahwa kedua kelompok pengujian membuktikan bahwa ketika *free cash flow* tinggi perusahaan cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaannya. Hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Gull dan Jaggi (1999) yang hasilnya menunjukkan perbedaan pengaruh antara perusahaan besar dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah. Ketidak konsistenan dengan penelitian sebelumnya diduga, (1) karena terbatasnya data penelitian pada penelitian ini yang hanya menggunakan sebanyak 295 observasi sementara Gull dan Jaggi (1999) menggunakan sebanyak 1869 observasi; (2) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sama-sama memiliki kemampuan mengakses keluar untuk memperoleh pendanaan dari pihak ketiga dalam bentuk hutang, sehingga peneliti berargumen inilah yang menyebabkan tidak adanya perbedaan.

Hasil Uji Hipotesis Ketiga

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial (OWNSP) memiliki koefisien negatif terhadap hutang dan secara statistik signifikan pada level 10%, sehingga hipotesis yang menyatakan **kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dengan level hutang**, H_3 tidak ditolak. Berdasarkan data yang digunakan dalam penelitian ini peneliti berkesimpulan, bahwa kepemilikan manajerial mampu digunakan untuk mengendalikan kos keagenan dari penggunaan hutang. Dengan demikian *agency cost of debt* dapat dikurangi dengan adanya kepemilikan manajerial. Adanya kepemilikan manajerial mampu mewarnai dalam pengambilan keputusan manajemen mengenai kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan Mahadwartha (2002).

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) menunjukkan hubungan positif dan secara statistik signifikan. Hal ini memberi bukti bahwa semakin besar perusahaan cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan besar dapat dengan mudah untuk mengakses pasar modal atau memperoleh pinjaman dari pihak ketiga karena perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh sumber dana yang dibutuhkan.

Variabel *dividend yield* berhubungan negatif dengan hutang (DEBT) tetapi tidak signifikan. Berdasarkan persamaan regresi

menunjukkan bahwa *dividend yield* mempunyai arah koefisien negatif dengan hutang sebesar -0,225181 yang berarti setiap kenaikan persentase *dividend yield* akan menurunkan hutang dengan asumsi variabel bebas yang lain adalah konstan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini menguji (1) hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang yang dikelompokkan berdasarkan (a) perusahaan yang memiliki IOS rendah dan IOS tinggi; (b) perusahaan besar yang memiliki IOS rendah dan perusahaan kecil yang memiliki IOS rendah; dan (2) dampak kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Teori yang mendasari penelitian ini adalah teori keagenan dan teori *free cash flow* (Jensen, 1986) serta hasil temuan Gull dan Jaggi (1999).

Hasil penelitian ini berdasarkan sampel perusahaan pemanufaktur di Indonesia pada tahun 2005-2009 dengan jumlah observasi sebanyak 295 secara umum mendukung temuan Gull dan Jaggi (1999) sekaligus mendukung hipotesis Jensen (1986). Secara rinci hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil analisis menunjukkan bahwa pada perusahaan yang memiliki IOS rendah *free cash flow* berhubungan positif dengan hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa perilaku perusahaan publik di Indonesia yang memiliki IOS rendah sebagai moderasi ketika *free cash flow* tinggi cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Hasil ini konsisten dengan temuan Gull dan Jaggi (1999), sekaligus mendukung hipotesis Jensen (1986) bahwa ada hubungan positif antara *free cash flow* dengan tingkat hutang pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS) rendah.
2. Hasil analisis penelitian ini memberikan bukti bahwa variabel *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan besar dan kecil hasilnya sama-sama memiliki koefisien positif dan signifikan. Moderasi ukuran perusahaan tidak berhasil membedakan antara perusahaan besar dan perusahaan kecil. Hal ini dibuktikan dengan *chow test* yang hasilnya tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara perusahaan besar dan kecil yang memiliki IOS rendah dalam mengelola *free cash flow* terhadap kebijakan hutang.
3. Berdasarkan data yang digunakan penelitian ini memberi bukti bahwa kepemilikan manajerial mampu digunakan untuk mengendalikan kos keagenan penggunaan hutang. Adanya kepemilikan manajerial mampu mewarnai dalam pengambilan keputusan manajemen mengenai kebijakan hutang.

4. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) berhubungan positif dengan kebijakan hutang dan secara statistik signifikan, hal ini membuktikan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar. *Dividend yield* berhubungan negatif tetapi tidak signifikan, namun demikian membuktikan bahwa kenaikan *dividend yield* mampu menurunkan hutang dengan asumsi variabel bebas yang lain konstan.

Saran

Saran bagi penelitian selanjutnya, adalah sebagai berikut:

1. Dalam penelitian ini menggunakan populasi perusahaan jenis manufaktur sehingga hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan ke semua jenis perusahaan. Untuk penelitian selanjutnya menggunakan populasi semua jenis perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia sehingga hasil penelitian dapat digeneralisasikan.
2. Penelitian ini hanya menguji *free cash flow* dan kepemilikan manajerial dalam kaitannya terhadap kebijakan hutang, sehingga perlu dipertimbangkan penambahan variabel-variabel baru untuk penelitian selanjutnya agar hasil penelitian semakin baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. dan Nagarajan, N.J. 1990. "Corporate Capital Structure, Agency Cost and Owner-control: The Case of all Equity Firms". *Journal of Finance* 45: 1325-1331.
-dan N. Jayaraman. 1994. "The dividend policies of all-equity firms: a direct test of the free cash flow theory". *Managerial and Decisions Economics* 15: 139-148.
- Ali, S.U. 2002. "Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coeficients". *Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia*: 16-26.
- Ang, J.C. dan J. McConnell. 1982. "The administrative costs of corporate bankruptcy: A note". *Journal of Finance* 37: 219-226.
- Chaplinsky dan G. Niehaus. 1992. "Do inside ownership and leverage share common determinants?". *Mimeo*. Northwestern University and University of South Carolina. December.

- Collins, D.W. dan S.P. Kothari. 1989. "An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients". *Journal of Accounting and Economics* 11: 143-181.
- Crutchley, C.E. dan R.S. Hansen. 1989. "A test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". *Financial Management*: 36-46.
- Gantjowati, W. 1998. "Hubungan antara operating cash flow dan acrual dengan return saham: Studi pada Bursa Efek Jakarta". Thesis MSi-UGM (tidak dipublikasikan).
- Gardner, J.C. dan C.A. Trzcinka. 1992. "All-equity Firms and Balancing Theory of Capital Structure". *The Journal of Financial Research* 15 (1): Spring 77-90.
- Gaver, J.J. dan Kenneth M. Gaver. 1993. "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies". *Journal of Accounting & Economic* 1: 233-265.
- Gujarati, Damodar N. 1995. "Basic Econometrics". Singapore: McGraw-Hill, Inc.
-dan Jaggi B. 1999. "An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy". *Review of Quantitative and Accounting* 12: 371-381.
- Hartono, J. 1999. "An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments". *Working Paper*. Gadjah Mada University.
- Holthausen dan D.F. Larcker. 1991. "Financial performance and organizatur. *Mimeo*. The Wharton School. University of Pennsylvania. November.
- Iturriaga, F.J.L. dan Sanz J.A.R. 1998. "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: a Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis". *Working Paper*. Universidad de Valladolid. 1-32.
- Jensen, M.C. dan W. Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jensen, M. 1986. "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover". *American Economics Review* 76: 323-339.

- Jensen, G.R., D.P. Solberg, dan T.S. Zom. 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*: 247-263.
- Jones, Stewart dan Rohit Sharma. 2001. "The Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decision: Some Australian Evidence". *Managerial Finance*: 48-64.
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley. 1999. "The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth". *Journal of Business Finance and Accounting*: 505-519.
- Kester, K.W. 1986. "Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations". *Financial Management* 15 (1): 5-16.
- Kole, S.R. 1991. "A cross-sectional investigation of managerial compensation from an ex ante perspective". *Simon Graduate School of Business Administration*. University of Rochester. New York.
- Lang, L.E. Ofek, dan R. Stul. 1996. "Leverage, investment, and firm growth". *Journal of Financial Economics* 40: 3-29.
- Magginson, W.L. 1997. "*Capital Structure Theory, Corporate Finance Theory*". Addison-Wesley.
- Mahadwartha, P.A. 2002. "Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen". *Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia*: 635-647.
- Mason, S.P. dan R.C. Merton. 1985. "The role of contingent claims analysis in corporate finance in E.I. Altman". *Recent Advances in Corporate Finance (Irwin Homewood, IL)*: 7-54.
- Myers, Stewart C. dan Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not". *Journal of Financial Economics* 13: 187-220.
- Ross, Stephen A., Westerfield, dan Jaffe. 1999. *Corporate Finance 5th edition*. Irwin McGraw-Hill.
- Saputro, J.A. 2002. "Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan". *Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia*: 192-212.

- Skinner Douglas J. 1993. "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choise". *Journal of Accounting and Economics* 16: 407-445.
- Smith, C.W. Jr. dan R.L. Watts. 1992. "The investment opportunity set and corporate financing dividend, and compensation policies". *Journal of Accounting & Economics* 32: 263-292.
- Subekti dan Kusuma I.W. 2000. "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham". *Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia*: 820-845.
- Titman, S. dan R. Wessels. 1988. "The determinants of capital structure choice". *Journal of Finance*: 1-19.
- Vogt, S.C. 1994. "The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms". *Financial Management*: 3-20.
-1997. "Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements". *Financial Management*: 44-57.
-and Vu, Joseph D. 2000. "Free Cash Flow and Long-run Firms Value: Evidence from The Value Line Investment Survey". *Journal of Managerial Issue*: 20-32.
- Wahidahwati. 2001. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang". *Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia*: 1084-1107.
- Wanner, J. 1997. "Bankruptcy costs: Some evidence". *Journal of Finance* 32: 237-347.