



PROSIDING SEMINAR NASIONAL

**MEMBANGUN KETAHANAN EKONOMI
NASIONAL YANG KOKOH DAN
BERKELANJUTAN UNTUK MENGHADAPI
PERUBAHAN JAMAN**



**Diterbitkan Oleh
Fakultas Ekonomi
Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta**

PROSIDING SEMINAR NASIONAL

**MEMBANGUN KETAHANAN EKONOMI
NASIONAL YANG KOKOH DAN
BERKELANJUTAN UNTUK MENGHADAPI
PERUBAHAN JAMAN**

Penyunting:

Joko Waluyo

Diterbitkan Oleh

**Fakultas Ekonomi
Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta**

MEMBANGUN KETAHANAN EKONOMI NASIONAL YANG KOKOH DAN BERKELANJUTAN UNTUK MENGHADAPI PERUBAHAN JAMAN

Penyunting:

Joko Waluyo

Dewan Pengarah

Dr. C. Ambar Pujiharjanto, ME (Ketua), Dr. Didit Welly Udjiyanto, MS, Dr. Arief Subyantoro, MS, Dr. M. Irhas Effendi, M.Si, Dr. Haddy Suprpto, MS, Dr. Yuni Istanto, MS, Dr. Heru Tri Sutiono, M.Si, Dr. Gideon Setyo Budi, M.Si, Dr. Hiras Pasaribu, M.Si,

Desain Cover: SBU Percetakan UPN "Veteran" Yogyakarta
Percetakan: SBU Percetakan UPN "Veteran" Yogyakarta

Cetakan I / Oktober 2008

Penerbit:

Fakultas Ekonomi

Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta

Jln. SWK 104 (Lingkar Utara), Condongcatur, Depok, Sleman, Yogyakarta, 55283

Telp: (0274) 487276, Fax: (0274) 486255

© Hak cipta atas semua material termasuk yang berbentuk cetak, elektronik dan bentuk lainnya dipegang oleh penerbit. Artikel boleh dikutip dengan menyebutkan sumber yang jelas.

ISBN : 978 - 979 - 18024 - 0 - 6

DAFTAR ISI

BAB I. COMPETITIVE FIRM AND CLUSTER

Peran Strategik Manajemen Sumberdaya Manusia dalam Membangun Kompetensi Inti dan Keunggulan Bersaing Berkesinambungan Perusahaan Berbasis Intellectual Capital dan Kapabilitas Inovasi untuk Menghadapi Perubahan Jaman <i>Willy Abdillah Universitas Bengkulu</i>	1-12
Analisis Strategi Klaster UKM Berbasis Ekspor <i>Fereshti, N.D, FE, Universitas Muhammadiyah Surakarta</i>	13-34
Analisis Strategi Pengembangan Petani Produktif Mandiri Untuk Meningkatkan Ketahanan Pangan Lokal Dan Kesejahteraan Keluarga : Kasus Di Kabupaten Wonogiri, Jawa Tengah <i>Agus Muqorrobin, FE, Universitas Muhammadiyah Surakarta</i>	35-56
Faktor-Faktor Atribut Produk Yang Menjadi Pertimbangan Dalam Pembelian Notebook dan Pengaruhnya Terhadap Kepuasan Konsumen di Surakarta <i>Edy Purwo Saputro, FE, Universitas Muhammadiyah Surakarta</i>	57-74
Profil Sektor Informal Pedagang Kakilima Di Kartasura (Analisa Kebijakan Untuk Penataan PKL) <i>Mabruroh, FE, Universitas Muhammadiyah Surakarta</i>	75-96
Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pendapatan PKL di Kartasura-Solo <i>M. Nasir, FE, Universitas Muhammadiyah Surakarta</i>	97-118
Strategi Pengembangan Kepariwisata di Jawa Tengah <i>Edi Priyono, FE, Universitas Muhammadiyah Surakarta</i>	119 -146
Pengaruh Kompetensi dan Kepuasan Kerja Terhadap Prestasi Kerja Karyawan Pada Dinas Pariwisata Propinsi Jawa Timur <i>J.E Sutanto, Univ. Ciputra, Surabaya</i>	147-180
Kompensasi, Stress Kerja Pengurus, dan Kinerja KUD Dampaknya Pada Ketahanan Ekonomi Bangsa <i>Arief Subyantoro & Anis Siti Hartati UPN "Veteran" Yogyakarta</i>	181-190
Peran Pemerintah Untuk Pengembangan "KUD" Dalam Upaya Meningkatkan Ketahanan Ekonomi Bangsa <i>Arief Subyantoro UPN "Veteran" Yogyakarta</i>	191-196

Hubungan Agen Sosialisasi Konsumen dengan Preferensi Merk Terhadap Produk Sepatu Olahraga Studi Kasus Pada Mahasiswa ABFI Institute Perbanas Jakarta <i>Rahma Maharani dan Adi Susilo Jahja ABFI Perbanas.....</i>	197-222
Pengembangan Model Sistem Informasi Untuk Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah Pada Industri Handycraft di Daerah Istimewa Yogyakarta <i>Yosephine Suharyanti, IGN Luddy Indra Purnama, Suyoto, UAJY.....</i>	223-236
Hubungan Citra, Kualitas Layanan dan Kepuasan Pelanggan Terhadap Loyalitas Pelanggan pada SPBU Pertamina Gatot Subroto <i>Yuliyanty, Adi Susilo Jahja ABFI Institute Perbanas Jakarta.....</i>	237-250
Pengendalian Persediaan Sistem Distribusi Dua Level dengan Kebijakan Pemesanan Siklus Tunggal <i>Laila Nafisah, Miftahol Arifin UPNVYK.....</i>	251-260
 BAB II. CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR) DAN GOOD CORPORATE GOVERNANCE (GCG) 	
The Direct and Moderating Influence of Corporate Governance Mechanism on Post-IPO Stock Performance <i>Lulus Kurniasih dan Silvia Veronica Siregar UNS dan UI.....</i>	261-282
Pola Program-Program Corporate Social Responsibility (CSR) Studi Kasus pada PT. Unilever Indonesia, Tbk; PT. Sari Husada; PT. Astra International, Tbk; dan PT. Aneka Tambang, Tbk <i>Nur Diana Hidayati Kagama.....</i>	283-304
Pengaruh Komposisi Dewan Komisaris Dan Keberadaan Komite Audit Terhadap Aktivitas Manajemen Laba Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta <i>Rini Budi Utami, Rahmawati, FE UNS.....</i>	305-322
Usulan Penerapan Total Performance Scorecard Pada PT Nitrotec Plastindo <i>Haryadi S, Mohamad Rizal A, Yonita Kurnia W, Univ. Bina Nusantara.....</i>	323-348
Earning Managemen Dalam Corporate Governance <i>Moh. Adi Irawan Univ Jember.....</i>	349-362
Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Pada Perusahaan Yang Masuk Corporate Governance Perception Index (CGPI) <i>Evi Gantjowati dan Yayuk Sulistyani UNS, Surakarta.....</i>	363-386

Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Manajemen Laba Melalui Manipulasi Aktivitas Riil <i>Wuryan Andayani Univ Brawijaya</i>	387-400
Perilaku Kognitif, Afektif, dan Konatif Dalam Merespon Corporate Social Responsibility <i>Patria Laksamana dan Dyah Nirmalawati</i>	401-412
Pola Corporate Social Responsibility Dalam Pemberdayaan Usaha Kecil Kerajinan Sepatu dan Sandal di Kabupaten Sidoarjo <i>Gendut Sukarno UPN "Veteran" Jawa Timur</i>	413-426
Penerapan Good Corporate Governance (Corporate Action, Jumlah Pengurus GCG dalam Struktur Organisasi, Independensi Kepemilikan Publik, Status Laporan Auditan, Dan Return Of Total Aset serta Overall Country Risk) Terhadap Capaian Kinerja Keuangan Perusahaan Teknologi Dan Telekomunikasi: Komparasi Empiris Indonesia Dengan Negara-Negara Asean <i>Didik Achjari, Sri Suryaningsum, Ratna Chandra Sari UGM, UPN, UNY ...</i>	427-454
Good Coorporate Governance VS Agency Cost: Studiu Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2003 - 2005 <i>Sri Isworo Ediningsih UPN YK</i>	455-464
Social Responsibility on Manufacture Industri in Central Java Province: Building for Economic and Environmental Sustainability (BEES) Model <i>Bhimo Rizky Samudro dan Dinarjati Eka Puspitasari UNS dan UGM</i>	465-474
Implementasi Good Corporate Governance Pada Sektor Perbankan Atas Pengaruh Corporate Reporting Supply Chain (Pihak Publik, Investor, Managemen, Regulator, Dan Kantor Akuntan Publik) Studi Empiris Di Indonesia, Thailand, Pilipina, Malaysia, Singapura, Vietnam <i>Sri Suryaningsum, Efraim Ferdinan Giri UPNVYK, STIE YKPN</i>	475-502
Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Manajemen Laba Melalui Manipulasi Aktivitas Riil <i>Wuryan Andayani, M Khoiru Rusdi, Lutfi Haris Univ. Brawijaya</i>	503-516
Pengaruh Invesment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Pendanaan dan Deviden dengan Free Cash Flow Sebagai Variabel control <i>Khoirul Hikmah, SDA Ambarwati UPN "Veteran" Yogyakarta</i>	517-544 ✓

PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET TERHADAP KEBIJAKAN PENDANAAN DAN DIVIDEN DENGAN FREE CASH FLOW SEBAGAI VARIABEL KONTROL

Oleh

Khoirul Hikmah^{a)}, dan Sri Dwi Ari Ambarwati^{b)}

^{a)} Fakultas Ekonomi, Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta
e-mail: ambarwat73@yahoo.com

Abstract

This research aim to know empirically relation between IOS by financing and dividend with free cash flow as control variable at natural manufacturing business of improvement of IOS. Research conducted to 73 manufacturing business of go public in Bursa Efek Indonesia. In measuring IOS used by proxy constructively analyse factor, here in after result of the proxy isn't it by financing and dividend with multiple regression with free cash flow as control variable. Result of research indicate that : Uji F, 2002-2005 and pooling data, variable proxy IOS and free cash flow influence significant by financing and dividend. Uji t, 2002 - 2005, variable proxy IOS influence significant by financing and pooling data influence not significant by financing. Uji t, 2002-2005 and pooling data variable proxy IOS influence significant by dividend.

Keyword: Investment opportunity Set, Free Cash Flow

PENDAHULUAN

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh semua pihak baik oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen, maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi. Penelitian Vogt (1997) dalam Julianto Agung menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan merespon positif oleh pasar. Menurut Smith dan Watts (1992) peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang

diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan (IOS : *Investment Opportunity Set*).

Kesempatan investasi memainkan peranan penting dalam teori keuangan perusahaan. Gabungan aset milik perusahaan (*assess in place*) dengan kesempatan investasi akan berpengaruh pada struktur modal (Myers, 1977; Smith dan Watts, 1992), kebijakan dividen (Smith dan Watts, 1992), kompensasi (Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993), kebijakan akuntansi (Skinner, 1993), *disclosure* (Cahan dan Hossain, 1996), dan kebijakan leasing (Sami, dkk., 1999). Menurut Gaver dan Gaver (1993), pilihan-pilihan investasi (*investment options*) atau pilihan-pilihan pertumbuhan (*growth options*) bagi suatu perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat bersifat tidak

dapat diobservasi (*inherently unobservable*). Disebabkan oleh sifatnya yang tidak dapat diobservasi, maka IOS memerlukan sebuah proksi (Hartono, 1999). Semakin banyak proksi IOS yang digunakan maka hal ini akan menunjukkan semakin tepat dalam menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan dan dapat mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan (Sami dkk. 1999, Gaver & Gaver 1993).

Penggunaan proksi IOS ini memunculkan pertanyaan, apakah proksi-proksi yang sudah ada tersebut dapat dijadikan proksi yang informatif dan tepat mewakili nilai IOS perusahaan? Dari berbagai penelitian yang ada, hanya sedikit diperoleh gambaran seberapa baik proksi tersebut dapat mewakili. Baker (1993) menyatakan bahwa perlu selalu dilakukan perbaikan dan pengembangan terhadap proksi-proksi yang telah ada, karena setiap proksi terutama proksi yang digunakan secara individual akan mengandung *measurement error* (Smith & Watts, 1992; Gaver & Gaver, 1993). Bartholomew (1987) dalam Purwanto (2001), menyatakan bahwa perlu dilakukan pertimbangan untuk melakukan penyederhanaan data dengan menggabungkan variabel-variabel terukur (*observed variable*) menjadi variabel gabungan (*composite variable*). Penggabungan variabel-variabel terukur menjadi variabel gabungan dapat membantu peneliti dalam memahami fenomena yang sedang diteliti dan dapat digunakan sebagai deskripsi atau dapat pula digunakan dalam analisis lebih lanjut sebagai variabel dalam analisis regresi (Purwanto, 2001).

Beberapa penelitian tentang IOS yang dilakukan di Indonesia antara lain : Subekti (2000), menambahkan implikasi IOS terhadap *return* saham, Fijrianti (2000) menguji hubungan proksi IOS dengan realisasi pertumbuhan dengan proksi individual, skor faktor dan variabel instrumental, Prasetyo (2000), menguji hubungan IOS dengan beta dan reaksi pasar, Norpratiwi (2001) menguji korelasi antara IOS terhadap *return* saham dan Julianto Agung (2002), menguji *confirmatory factor* analisis gabungan proksi IOS dan hubungannya terhadap realisasi pertumbuhan. Penelitian ini berusaha mengembangkan bagaimana pengaruh perubahan *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan pendanaan dan dividen perusahaan dengan proksi IOS yang tepat dan memasukkan variabel *free cashflow* sebagai kontrol, terutama untuk kepentingan penelitian yang menggunakan variabel pertumbuhan dengan data yang tersedia di perusahaan-perusahaan Indonesia sehingga bermanfaat bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi.

Sehingga masalah yang akan diteliti dapat dirumuskan sebagai berikut :

- Bagaimana pengaruh antara peningkatan IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* terhadap kebijakan hutang perusahaan?
- Bagaimana pengaruh antara peningkatan IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* terhadap kebijakan dividen perusahaan?

TINJAUAN PUSTAKA

1. Pengertian IOS (*Investment Opportunity Set*)

IOS (*Investment Opportunity Set*) atau set kesempatan investasi adalah

tersedianya alternatif investasi di masa datang bagi perusahaan (Hartono 1999). IOS menurut Myers (1977) merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan NPV positif. Menurut Kole (1991) dalam Gaver & Gaver (1993), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, dimana pilihan-pilihan investasi tersebut diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Dengan demikian esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung & Charoenwong, 1991)

IOS perusahaan merupakan karakteristik penting dan memiliki pengaruh yang besar pada manajer, investor dan kreditur. Skinner (1993) dan Dhaliwal (1999) dalam Julianto Agung menunjukkan bahwa insentif perusahaan yang menggunakan tehnik akuntansi *income-smoothing*, secara positif berhubungan dengan tingkat IOS perusahaan. Sehingga IOS dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan, apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh. Menurut Chung dan Charoenwong (1991), perbedaan keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan dalam rangka menghadapi perusahaan pesaing yang hendak memasuki pasar serta variasi pilihan-pilihan strategi perusahaan dalam rangka memperoleh keunggulan kompetitif, mengakibatkan IOS sangat bervariasi secara *cross sectional* antar perusahaan (Gaver & Gaver 1993).

Kallapur dan Trombley (1999) menguji secara khusus beberapa alternatif proksi IOS berupa rasio individual dengan menggunakan basis pengujian realisasi pertumbuhan pada periode setelah tahun pembentukan level IOS. Dalam penelitian ini, selain beberapa rasio individual, dua bentuk lain proksi IOS yaitu skor faktor dan variabel instrumental juga diteliti. Dengan menggunakan berbagai alternatif proksi IOS, beberapa peneliti telah menemukan bukti adanya hubungan antara IOS dengan kebijakan pendanaan dan dividen, diantaranya adalah Smith & Watts (1992) dan Gaver & Gaver (1993). Hasil penelitian mereka secara umum menunjukkan bahwa level IOS yang bervariasi antar perusahaan merupakan salah satu penentu perbedaan keputusan kebijakan pendanaan dan dividen antar perusahaan, yaitu perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki rasio hutang dalam struktur modal (*leverage*) dan pembagian dividen yang relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak bertumbuh.

Hasil penelitian Sami dkk., 1999 menunjukkan bukti yang berbeda antara kebijakan pendanaan dan dividen yang diukur dengan nilai buku dengan kebijakan pendanaan dan dividen yang diukur dengan nilai pasar. Sami dkk, 1999 lebih menyandarkan temuannya pada kebijakan pendanaan dan dividen yang diukur dengan nilai pasar dengan argumentasi bahwa pengukuran kebijakan pendanaan dan dividen dengan nilai buku mengandung potensi kesalahan pengukuran (*measurement error*). Penggunaan rasio dalam nilai IOS ini bertujuan untuk menghindari pengaruh ukuran besarnya perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Nilai dari setiap IOS dapat digunakan secara

individual maupun secara gabungan dalam mengasosiasikan dengan kebijakan yang dibuat perusahaan. Gaver & Gaver (1993), Sami dkk (1999) dan Cahan & Hossain (1996) telah menggunakan IOS secara kombinasi atau gabungan untuk membentuk satu ukuran komposisi dengan memakai metode analisis faktor. Analisis sensitivitas dan pembentukan variabel instrumental dilakukan dalam rangka menemukan proksi IOS yang lebih baik, karena: 1) sifat level IOS tidak dapat diobservasi (Gaver & Gaver, 1993), 2) sebagian besar alternatif proksi IOS berupa rasio individual terkandung potensi problem *measurement error* (Smith & Watts, 1992), sehingga tidak ada satupun rasio yang telah digunakan dalam penelitian empiris secara individual sempurna dalam mengukur level IOS (Gaver & Gaver, 1993). Cara membentuk variabel instrumental IOS adalah menggunakan setiap alternatif proksi secara individual dalam model utama penelitian, kemudian proksi IOS yang paling 'fit' diregres terhadap alternatif proksi IOS lainnya (Hartono, 1999). Nilai prediksi model tersebut menjadi variabel instrumental IOS. Proksi IOS yang paling 'fit' dari analisis sensitivitas yang dilakukan dalam penelitian Hartono (1999) adalah *market to book value of equity*, sedangkan pada penelitian Smith & Watts (1992) adalah *book to market value of assets*.

Berdasarkan pada hasil studi yang telah menggunakan nilai IOS sebagai proksi pertumbuhan perusahaan oleh para peneliti sebelumnya dan juga penelitian Kallapur & Trombley (1999), serta kemungkinan tersedianya data dalam laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan publik yang terdaftar pada BEJ, maka pengujian

tidak hanya dilakukan terhadap rasio individual saja melainkan juga terhadap variabel instrumental (VIVOS) dan skor faktor (SKOR), karena keduanya merupakan indeks umum yang juga digunakan sebagai alternatif lain proksi IOS dalam beberapa penelitian sebelumnya. Hasil pengujian terhadap ketiga bentuk proksi IOS akan dibandingkan dan diharapkan akan ditemukan petunjuk mengenai proksi yang lebih baik bagi level IOS. Analisis faktor yang dilakukan oleh Gaver & Gaver (1993) menghasilkan hanya 1 faktor umum IOS.

Alasan penggunaan skor faktor dan hasil analisis faktor terhadap beberapa rasio individual sebagai proksi IOS dalam penelitian Gaver & Gaver (1993) dan Sami dkk. (1999) adalah diduga, sebagaimana pada penelitian Smith dan Watts (1992) dan Hartono (1999), bahwa level IOS yang bersifat tidak dapat diobservasi cenderung tidak sempurna jika diukur dengan menggunakan satu proksi saja. Rasio-rasio alternatif proksi IOS yang telah digunakan secara individual dalam beberapa penelitian sebelumnya didekomposisi menjadi sebuah indeks umum IOS.

Dalam penelitian ini rasio individual yang akan digunakan antara lain, yaitu (1) *ratio market to book value of assets* (MVABVA) dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham (Kallapur & Trombley, 1999), pasar menilai perusahaan yang sedang bertumbuh lebih besar dari nilai bukunya (Gaver & Gaver, 1993; Hartono 1999); (2) *ratio market to book value of equity* (MVEBVE) dengan dasar pemikiran MVEBVE mencerminkan nilai pasar *return* dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Hartono,

1999), sebagaimana dinyatakan oleh Collins & Kothari (1998) dalam Hartono (1999) bahwa perbedaan nilai pasar dengan nilai ekuitas merupakan petunjuk mengenai nilai kesempatan bertumbuh di masa yang akan datang; (3) *ratio price to earning* (PER) dengan dasar pemikiran bahwa nilai ekuitas merupakan jumlah nilai kapitalisasi laba yang dihasilkan dari pengelolaan aset plus nilai sekarang netto (NPV) dari pilihan investasi di masa datang sehingga semakin besar PER semakin kecil proporsi nilai ekuitas yang diatribusikan kedalam laba yang dihasilkan dari aset relatif terhadap kesempatan bertumbuh; (4) *ratio capital expenditure to book value of assets* (CAPBVA); (5) *ratio capital expenditure to market value of assets* (CAPMVA) dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi (Kallapur & Trombley, 1999).

Menurut Charitou dan Vafeas (1998), *free cashflow* merupakan komponen yang diharapkan dapat menjadi indikator yang lebih reliabel dalam menilai kinerja perusahaan dan lebih mampu mengukur likuiditas secara langsung sehingga diharapkan *free cashflow* menjadi prediktor yang lebih baik dalam menjelaskan perubahan kebijakan dividen dan hutang. Dalam hal ini likuiditas memungkinkan menjadi faktor kontribusi atau *contributing factor* dalam menetapkan kebijakan dividen dan hutang. *Free Cashflow* dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan. Sehingga semakin tinggi tingkat *freecashflow* maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen.

Sebaliknya jika dikaitkan dengan kebijakan pendanaan perusahaan, semakin tinggi tingkat *free cashflow* maka semakin rendah hutang perusahaan.

2. Teori *Contracting* dalam hubungannya dengan kebijakan pendanaan dan dividen

Teori *Contracting* secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Argumentasi ini mulai populer setelah adanya perdebatan tentang eksistensi ide akuntansi positif yang menyatakan bahwa adanya banyak perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi diantara perusahaan berkaitan dengan perilaku manajemen perusahaan (Watts dan Zimmerman 1990). Perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi berkaitan dengan perspektif *efficiency contracting* dan pandangan manajemen yang *opportunistic*. Dalam perspektif *efficiency contracting*, secara khusus manajer akan memilih metode akuntansi yang akan meminimalkan kos agensi (*agency cost*), dengan demikian akan memaksimalkan nilai perusahaan. Sesuai dengan karakteristik organisasional dan konsekuensi kos agensi, maka perbedaan diantara perusahaan yang mengarah pada perspektif *efficiency contracting* akan mencari satu solusi *contracting* yang baik dalam implementasi satu set kebijakan pendanaan dan prosedur akuntansi yang dapat diterima oleh manajemen maupun pemegang saham (Skinner 1993). Sebaliknya, pandangan manajemen yang *opportunistic* akan mengasumsikan bahwa perbedaan dalam pilihan kebijakan akuntansi dan pendanaan muncul sebagai akibat dari manajemen merespon kontrak (seperti perjanjian

B. Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan tahunan, dividen yang dibayarkan, harga penutupan saham dan jumlah lembar saham beredar bersumber dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan di Bursa Efek Jakarta, diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000 - 2006.

Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi yaitu teknik pengumpulan data dengan cara membuat salinan atau menggandakan data yang dilakukan dalam penelitian (Sugiyono, 1999).

C. Variabel Penelitian

Penelitian melibatkan 10 variabel dimana 5 variabel yaitu (MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA, dan CAPMVA) akan diambil jadi satu variabel saja dengan menggunakan analisis faktor dan dijadikan sebagai variabel bebas atau proksi dari IOS, 2 variabel terikat yaitu kebijakan dividen (*dividen payout* dan *dividen yield*) sebagai variabel terikat 1 dan 2 variabel kebijakan pendanaan (*Book value of debt to equity* dan *Market value of debt to equity*) sebagai variabel terikat 2 serta 1 variabel kontrol (*Free Cashflow*).

D. Pengukuran Variabel Penelitian

1. IOS (Variabel bebas atau X_1), dengan alternatif proksi :
 - a. MVEBVE = (Jumlah lembar saham beredar x harga penutupan saham) : total ekuitas
 - b. MVABVA = (Asset-total ekuitas + (lembar saham beredar x harga penutupan saham) : total asset

$$c. PER = \frac{\text{Harga penutupan saham}}{\text{(laba setelah pajak/lembar saham beredar)}}$$

$$d. CAPBVA = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1} - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{\text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}$$

$$e. CAPMVA = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1} - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{\text{asset - total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$$

2. Kebijakan pendanaan (variabel terikat 1 atau Y_1)

$$a. \text{Book value of debt to equity} = \frac{\text{Total kewajiban} : \text{total ekuitas}}$$

$$b. \text{Market value of debt to equity} = \frac{\text{Nilai pasar dari total kewajiban} : (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$$

3. Kebijakan dividen (variabel terikat 2 atau Y_2)

$$a. \text{Dividend payout} = \frac{\text{Dividen perlembar saham} : (\text{laba setelah pajak/lembar saham beredar})}$$

$$b. \text{Dividend yield} = \frac{\text{Dividen perlembar saham} : \text{harga penutupan saham}}$$

4. *Free Cashflow* (variabel kontrol atau X_2)

$$\text{Free CashFlow} = \frac{\text{Operating expenses divide}}{\text{Total assets}}$$

Metode Analisis Data

Langkah-langkah yang dilakukan dalam analisis data adalah sebagai berikut :

- a. Mengklasifikasikan sampel perusahaan yang diprosikan dengan nilai IOS dengan menggunakan faktor analisis. Adapun variabel yang digunakan sebagai komponen faktor analisis ada lima variabel yaitu MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA, CAPMVA. Data dari tahun 2000 hingga tahun 2005 digunakan



- untuk membentuk rasio-rasio alternatif proksi IOS, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen Tahun dasar atau tahun pembentukan rasio tahun untuk memperoleh proksi IOS digunakan tahun 2000 sampai tahun 2001. Sedangkan tahun 2002 sampai tahun 2005 digunakan untuk melihat pengaruh antara IOS terhadap kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Dilakukannya pengujian terhadap proksi IOS setiap tahun selama 6 tahun dalam rangka mempelajari konsistensi hasil uji dari tahun ke tahun.
- b. Membentuk proksi IOS dengan menggunakan analisis faktor. Semua nilai IOS pada langkah a kemudian dianalisis dengan menggunakan *common factor analysis* (Gaver & Gaver 1993 dan Sami dkk. 1999). Jumlah faktor yang dapat digunakan sesuai dengan jumlah variabel IOS, tetapi jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau lebih dari satu atau jumlah suatu nilai *eigenvalues* sama atau melampaui nilai total *communalities* seluruh variabel yang digunakan (Gaver & Gaver 1993). Faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau melebihi satu dianggap telah mewakili nilai-nilai keseluruhan variabel. Apabila faktor yang terbentuk lebih dari satu, maka nilai tersebut akan dijumlahkan menjadi satu indeks faktor saja. Indeks faktor yang diperoleh selanjutnya diurutkan mulai dari tertinggi sampai pada yang terendah.
- c. Menghitung perubahan skor IOS dan perubahan kebijakan

- pendanaan ($\Delta BDEQUITY$ dan $\Delta MDEQ$) dan dividen ($\Delta PAYAOUT$ dan $\Delta YIELD$) Berdasarkan nilai pada langkah c tersebut, selanjutnya perusahaan diklasifikasikan sebesar 35% perusahaan yang mengalami perubahan IOS yang meningkat sebagai perusahaan bertumbuh dan sebesar 35% perusahaan yang mengalami perubahan IOS yang menurun sebagai perusahaan tidak tumbuh. Sampel yang indeks faktornya terletak ditengah sebanyak 30% serta 35% perusahaan dengan klasifikasi sebagai perusahaan yang tidak tumbuh akan dihilangkan dari sampel karena peneliti hanya melakukan pengamatan kepada perusahaan yang mengalami perubahan IOS yang meningkat atau perusahaan yang tumbuh saja.
- d. Memasukkan *free cashflow* sebagai variabel kontrol untuk melihat apakah perusahaan yang mengalami perubahan IOS yang meningkat juga memiliki kinerja dan likuiditas yang meningkat pula.
- e. Pengujian analisis regresi untuk melihat pengaruh IOS yang dikontrol dengan variabel *free cashflow* terhadap kebijakan dividen dan hutang.

F. Metode Analisis Data

Data yang telah terkumpul selanjutnya dianalisis untuk menguji hipotesis yang telah ditentukan. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. Analisis Faktor

Digunakan untuk membentuk proksi IOS yang dapat mewakili variasi dari kelima variabel bebas.

2. Model Regresi linier berganda

Rumus yang digunakan dalam analisis regresi linier berganda ini adalah :

a. Sebelum dikontrol dengan variabel *free cashflow*, rumusnya :

$$Y_{t1} = a + b_1 X_{1(t-1)} + e$$

$$Y_{t2} = a + b_1 X_{1(t-1)} + e$$

b. Sesudah dikontrol dengan variabel *free cashflow*, rumusnya :

$$Y_{t1} = a + b_1 X_{1(t-1)} + b_2 X_{2(t-1)} + e$$

$$Y_{t2} = a + b_1 X_{1(t-1)} + b_2 X_{2(t-1)} + e$$

Dimana :

Y_1 = kebijakan pendanaan

Y_2 = kebijakan dividen

a = konstanta b_1, b_2

= koefisien regresi

X_1 = variabel IOS

X_2 = variabel FCF

e = *standard error*

3. Uji Asumsi Dasar Klasik

Untuk melihat apakah semua hasil diatas sudah memenuhi kriteria *Best Linear Unbias Estimator* (BLUE), maka perlu dilakukan beberapa pengujian asumsi klasik yang meliputi autokorelasi, multikolinearitas, dan heterokedastisitas.

a) Uji Autokorelasi

Untuk menguji adanya korelasi internal diantara variabel-variabel dari serangkaian waktu dan yang tersusun dalam rangkaian ruang, sehingga model harus diperbaiki. Salah satu cara untuk mengujinya adalah uji statistik Durbin Watson. Hal ini mempunyai arti bahwa satu tahun tertentu dipengaruhi oleh tahun berikutnya. Untuk menguji apakah hasil-hasil estimasi model regresi tersebut tidak mengandung korelasi serial, maka digunakan Durbin Watson Statistik dengan rumus : (Arief, 1993 : 45).

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^N (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^N e_t^2}$$

T = Waktu

e_t = Residual pada periode waktu t

e_{t-1} = Residual pada periode waktu $t-1$

Nilai estimasi model regresi menggunakan Durbin Watson dalam konteks hipotesis - hipotesis adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Tingkat Autokorelasi

Durbin Watson	Kesimpulan
<1,08	Ada Autokorelasi
1,08 - 1,66	Tanpa Kesimpulan
1,66 - 2,34	Tidak Ada Autokorelasi
2,34 - 2,92	Tanpa Kesimpulan
>2,92	Ada Autokorelasi

Sumber: Algifari (2000).

b. Uji Multikolinearitas

Merupakan penyimpangan asumsi model klasik yang berarti antar variabel independen yang terdapat dalam model memiliki hubungan yang sempurna atau mendekati sempurna. Metode untuk menguji adanya Multikolinearitas dapat dilihat pada *tolerance value* atau *variance inflator* (VIF). Batas dari *tolerance value* adalah

0,10 atau nilai VIF diatas 10 maka terjadi multikolinearitas. Apabila terdapat multikolinearitas pada suatu model regresi maka terdapat berbagai cara untuk menghilangkan adanya multikolinearitas. Cara yang paling mudah adalah menghilangkan salah satu atau beberapa variabel yang mempunyai korelasi tinggi dari model regresi. Cara lain yang dapat dilakukan

adalah dengan menambah data. Cara ini akan bermanfaat jika dapat dipastikan bahwa adanya multikolinearitas dalam model regresi disebabkan oleh kesalahan sampel. Disamping kedua cara tersebut, terdapat cara yang sering digunakan, yaitu dengan mentransformasikan variabel nilai variabel yang digunakan mundur satu tahun (Algifari, 2000 : 85).

c. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas menurut Sritua Arief (1993 : 31) ialah salah satu asumsi pokok dalam model regresi linier klasik bahwa varian setiap *disturbance term* yang dibatasi oleh nilai tertentu mengenai variabel-variabel bebas adalah berbentuk suatu nilai konstan yang sama dengan σ^2

$$E(\mu_i^2) = \sigma^2 \quad i = 1, 2, 3, 4, 5, \dots, N$$

G. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis penelitian dilakukan dengan menggunakan analisis regresi dengan uji F dan uji t dengan menggunakan program SPSS 12.

1. Uji F

Uji F dimaksudkan menguji model regresi atas seluruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Jika probabilitas tingkat kesalahan F-hitung lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan ($\alpha=0.05$ atau 5%) maka model yang diuji signifikan dalam menentukan variabilitas variabel terikat

2. Uji t

Uji t dimaksudkan menguji model regresi secara parsial antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Jika probabilitas tingkat kesalahan t-hitung lebih kecil dari

tingkat signifikansi yang diharapkan ($\alpha=0.05$ atau 5%) maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial.

ANALISIS HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini disajikan analisis terhadap data yang telah diperoleh selama pelaksanaan penelitian. Analisis data yang dilakukan dalam bab ini pada dasarnya dapat dikelompokkan menjadi dua bagian. Bagian pertama merupakan analisis data yang bertujuan untuk memperoleh *proxy* IOS dengan pendekatan analisis faktor. Sedangkan bagian kedua merupakan analisis regresi linier berganda yang tujuan utamanya adalah untuk melakukan pengujian hipotesis.

A. *Proxy Investment Opportunity Sets (IOS)*

Pengukuran IOS dalam penelitian ini menggunakan suatu *proxy*, mengingat pengukuran secara langsung terhadap variabel tersebut tidak dapat dilakukan. Variabel-variabel yang digunakan untuk melakukan *proxy* terhadap IOS dalam penelitian ini adalah: rasio antara nilai pasar ekuitas dengan nilai buku ekuitas (MVEBVE), rasio antara nilai pasar total aset dengan nilai buku total aset (MVABVA), *price earning ratio* (PER), pertumbuhan nilai buku aktiva tetap (CAPBVA), dan pertumbuhan nilai pasar aktiva tetap (CAPMVA). Untuk memperoleh *proxy* yang dapat mewakili variasi dari kelima variabel tersebut, digunakan analisis faktor yang pembentukannya dilakukan dari tahun 2000 sampai tahun 2005.

1. *Proxy* IOS tahun 2000

Hasil analisis faktor untuk *proxy* IOS tahun 2000 menunjukkan besarnya *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* (MSA) sebesar 0.490 dengan tingkat signifikansi 0.000 lebih kecil dari 0.05; maka sampel yang digunakan memenuhi syarat untuk dikenai analisis faktor. Proses rotasi faktor dilakukan dengan metode *Principal Component Analysis*, berdasarkan data yang ada diperoleh *eigenvalues* dan *communalities* masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 3. Eigenvalues Masing-masing Komponen

Component	Initial Eigenvalues		Commulative %
	Total	% of Variance	
1	7.52E+13	95.993	95.993
2	2.19E+12	2.793	98.785
3	9.51E+11	1.215	100.000
4	19330.003	.000	100.000
5	4.124	.000	100.000

Sumber : hasil olah data

Berdasarkan *eigenvalues* total untuk sejumlah komponen yang terbentuk, maka untuk *proxy* IOS tahun 2000 dapat digunakan 2 buah faktor yaitu faktor atau komponen 1 dan komponen 2. Kedua komponen tersebut mampu menjelaskan 98.785% variabilitas kelima variabel asli. Kemampuan

faktor yang ada dalam menjelaskan variabel awal dapat dilihat pada nilai *communalities* serta rotasi terhadap faktor yang terbentuk dilakukan dengan metode Varimax dan ekstrasi dengan metode *Principal Component Analysis*, dari masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 4. *Communalities* dan komposisi faktor terotasi dari *Proxy* IOS Tahun 2000

Variabel	Communalities	Variabel	Komponen	
			1	2
MVEBVE	.503	MVEBVE	.679	-.206
MVABVA	.968	MVABVA	.481	.858
PER	.012	PER	.034	-.105
CAPBVA	.200	CAPBVA	.143	.423
CAPMVA	1.000	CAPMVA	1.000	-.016

Sumber : hasil olah data

Melalui model di atas, dihitung skor faktor total (TOTFCS) yaitu penjumlahan dari skor faktor 1 dan skor faktor 2 merupakan skor dari *proxy* IOS untuk tahun 2000.

2. *Proxy* IOS tahun 2001

Hasil analisis faktor untuk *proxy* IOS tahun 2001 menunjukkan besarnya *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* (MSA) sebesar 0.540 dengan

tingkat signifikansi 0.000 lebih kecil dari 0.05; maka sampel yang digunakan memenuhi syarat untuk dikenai analisis faktor. Proses rotasi faktor dilakukan dengan metode *Principal Component Analysis*, berdasarkan data yang ada diperoleh *eigenvalues* dan *communalities* masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 5. Eigenvalues Masing-masing Komponen

Component	Initial Eigenvalues		
	Total	% of Variance	Commulative %
1	1.13E+13	87.085	87.085
2	1.64E+12	12.679	99.764
3	3.06E+10	.236	100.000
4	721.883	.000	100.000
5	1.918	.000	100.000

Sumber : hasil olah data

Berdasarkan *eigenvalues* total untuk sejumlah komponen yang terbentuk, maka untuk *proxy* IOS tahun 2001 dapat digunakan 2 buah faktor yaitu faktor atau komponen 1 dan komponen 2. Kedua komponen tersebut mampu menjelaskan 99.764% variabilitas kelima variabel asli.

Kemampuan faktor yang ada dalam menjelaskan variabel awal dapat dilihat pada nilai *communalities* serta rotasi terhadap faktor yang terbentuk dilakukan dengan metode Varimax dan ekstraksi dengan metode *Principal Component Analysis*, dari masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 6. Communalities dan komposisi faktor terotasi dari Proxy IOS Tahun 2001

Variabel	Communalities	Variabel	Komponen	
			1	2
MVEBVE	.195	MVEBVE	.340	-.281
MVABVA	1.000	MVABVA	.722	.692
PER	.026	PER	.113	-.113
CAPBVA	.157	CAPBVA	.363	.160
CAPMVA	1.000	CAPMVA	.989	-.150

Sumber : hasil olah data

Melalui model di atas, dihitung skor faktor total (TOTFCS) yaitu penjumlahan dari skor faktor 1 dan skor faktor 2 merupakan skor dari *proxy* IOS untuk tahun 2001.

tingkat signifikansi 0.000 lebih kecil dari 0.05; maka sampel yang digunakan memenuhi syarat untuk dikenai analisis faktor. Proses rotasi faktor dilakukan dengan metode *Principal Component Analysis*, berdasarkan data yang ada diperoleh *eigenvalues* dan *communalities* masing-masing variabel berikut ini.

3. Proxy IOS tahun 2002

Hasil analisis faktor untuk *proxy* IOS tahun 2002 menunjukkan besarnya *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequance* (MSA) sebesar 0.505 dengan

Tabel 7. Eigenvalues Masing-masing Komponen

Component	Initial Eigenvalues		
	Total	% of Variance	Commulative %
1	1.39E+13	88.440	88.440
2	1.72E+12	10.953	99.394
3	9.52E+10	.606	100.000
4	1350.227	.000	100.000
5	1.132	.000	100.000

Sumber : hasil olah data

Berdasarkan *eigenvalues* total untuk sejumlah komponen yang terbentuk,

maka untuk *proxy* IOS tahun 2002 dapat digunakan 2 buah faktor yaitu

faktor atau komponen 1 dan komponen 2. Kedua komponen tersebut mampu menjelaskan 99,394% variabilitas kelima variabel asli. Kemampuan faktor yang ada dalam menjelaskan variabel awal dapat dilihat pada nilai *communalitie* serta rotasi terhadap faktor yang terbentuk dilakukan dengan metode Varimax dan ekstraksi dengan metode *Principal Component Analysis*, dari masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 8. *Communalities* dan Komposisi Faktor Terotasi Dari Proxy IOS Tahun 2002

Variabel	Communalities	Variabel	Komponen	
			1	2
MVEBVE	.367	MVEBVE	.562	-.226
MVABVA	1.000	MVABVA	.719	.695
PER	.019	PER	-.033	-.135
CAPBVA	.127	CAPBVA	.305	-.186
CAPMVA	1.000	CAPMVA	.992	-.127

Sumber : hasil olah data

Melalui model di atas, dihitung skor faktor total (TOTFCS) yaitu penjumlahan dari skor faktor 1 dan skor faktor 2 merupakan skor dari proxy IOS untuk tahun 2002.

4. Proxy IOS tahun 2003

Hasil analisis faktor untuk proxy IOS tahun 2003 menunjukkan besarnya *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* (MSA) sebesar 0,587 dengan

tingkat signifikansi 0,000 lebih kecil dari 0,05; maka dapat dikatakan bahwa sampel yang digunakan memenuhi syarat untuk dikenai analisis faktor. Proses rotasi faktor dilakukan dengan metode *Principal Component Analysis*, berdasarkan data yang ada diperoleh *eigenvalues* dan *communalities* masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 9. *Eigenvalues* Masing-masing Komponen

Component	Initial Eigenvalues		
	Total	% of Variance	Commulative %
1	2.78E+13	75.592	75.592
2	6.06E+12	16.485	92.076
3	2.91E+12	7.924	100.000
4	7585.622	.000	100.000
5	6.438	.000	100.000

Sumber : hasil olah data

Berdasarkan *eigenvalues* total untuk sejumlah komponen yang terbentuk, maka untuk proxy IOS tahun 2003 dapat digunakan 2 buah faktor yaitu faktor atau komponen 1 dan komponen 2. Kedua komponen tersebut mampu menjelaskan 92,076% variabilitas kelima variabel asli.

Kemampuan faktor yang ada dalam menjelaskan variabel awal dapat dilihat pada nilai *communalitie* serta rotasi faktor yang terbentuk dilakukan dengan metode Varimax dan ekstraksi dengan metode *Principal Component Analysis*, dari variabel berikut



Tabel 10. *Communalities* dan komposisi faktor terotasi dari *Proxy IOS* Tahun 2003

Variabel	Communalities	Variabel	Komponen	
			1	2
MVEBVE	.176	MVEBVE	.416	-.048
MVABVA	.494	MVABVA	.611	.347
PER	.005	PER	-.069	-.010
CAPBVA	.943	CAPBVA	.155	.959
CAPMVA	.995	CAPMVA	.995	-.073

Sumber : hasil olah data

Melalui model di atas, dihitung skor faktor total (TOTFCS) yaitu penjumlahan dari skor faktor 1 dan skor faktor 2 merupakan skor dari *proxy IOS* untuk tahun 2003.

tingkat signifikansi 0.000 lebih kecil dari 0.05; maka dapat dikatakan bahwa sampel yang digunakan memenuhi syarat untuk dikenai analisis faktor. Proses rotasi faktor dilakukan dengan metode *Principal Component Analysis*, berdasarkan data yang ada diperoleh *eigenvalues* dan *communalities* masing-masing variabel berikut ini.

5. *Proxy IOS* tahun 2004

Hasil analisis faktor untuk *proxy IOS* tahun 2004 menunjukkan besarnya *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* (MSA) sebesar 0.455 dengan

Tabel 11. *Eigenvalues* Masing-masing Komponen

Component	Initial Eigenvalues		
	Total	% of Variance	Commulative %
1	2.40E+18	100.000	100.000
2	7.68E+12	.000	100.000
3	4.01E+12	.000	100.000
4	12912.636	.000	100.000
5	8.679	.000	100.000

Sumber : hasil olah data

Berdasarkan *eigenvalues* total untuk sejumlah komponen yang terbentuk, maka untuk *proxy IOS* tahun 2004 dapat digunakan 2 buah faktor yaitu faktor atau komponen 1 dan komponen 2. Kedua komponen tersebut mampu menjelaskan 100.000% variabilitas kelima variabel asli.

Kemampuan faktor yang ada dalam menjelaskan variabel awal dapat dilihat pada nilai *communalitie* serta rotasi terhadap faktor yang terbentuk dilakukan dengan metode Varimax dan ekstrasi dengan metode *Principal Component Analysis*, dari masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 12. *Communalities* dan Komposisi Faktor Terotasi Dari *Proxy IOS* Tahun 2004

Variabel	Communalities	Variabel	Komponen	
			1	2
MVEBVE	1.000	MVEBVE	.000	.000
MVABVA	.758	MVABVA	-.073	.716
PER	.005	PER	.000	.000
CAPBVA	.562	CAPBVA	.054	-.533
CAPMVA	1.000	CAPMVA	1.013	-.077

Sumber : hasil olah data

Melalui model di atas, dihitung skor faktor total (TOTFCS) yaitu

penjumlahan dari skor faktor 1 dan skor faktor 2 merupakan skor dari proxy IOS untuk tahun 2004.

6. Proxy IOS Pooling (tahun 2000 sampai tahun 2004)

Hasil analisis faktor untuk proxy IOS tahun 2000 sampai tahun 2004 menunjukkan besarnya *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* (MSA) sebesar 0.500 dengan tingkat signifikansi 0.000 lebih kecil dari 0.05;

maka dapat dikatakan bahwa sampel yang digunakan memenuhi syarat untuk dikenai analisis faktor. Proses rotasi faktor dilakukan dengan metode *Principal Component Analysis*, berdasarkan data yang ada diperoleh *eigenvalues* dan *communalities* masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 13. Eigenvalues Masing-masing Komponen

Component	Initial Eigenvalues		
	Total	% of Variance	Commulative %
1	2.44E+18	99.997	99.997
2	8.05E+13	.003	100.000
3	1.18E+12	.000	100.000
4	61582.611	.000	100.000
5	42.794	.000	100.000

Sumber : hasil olah data

Berdasarkan *eigenvalues* total untuk sejumlah komponen yang terbentuk, maka untuk proxy IOS pooling dapat digunakan 2 buah faktor yaitu faktor atau komponen 1 dan komponen 2. Kedua komponen tersebut mampu menjelaskan 100.000% variabilitas kelima variabel

asli. Kemampuan faktor yang ada dalam menjelaskan variabel awal dapat dilihat pada nilai *communalities* serta rotasi terhadap faktor yang terbentuk dilakukan dengan metode Varimax dan ekstraksi dengan metode *Principal Component Analysis*, dari masing-masing variabel berikut ini.

Tabel 14 *Communalities* dan komposisi faktor terotasi dari Proxy IOS Pooling

Variabel	Communalities	Variabel	Komponen	
			1	2
MVEBVE	1.000	MVEBVE	.000	.000
MVABVA	1.000	MVABVA	-.084	1.036
PER	.006	PER	.000	.000
CAPBVA	.273	CAPBVA	-.001	.010
CAPMVA	1.000	CAPMVA	1.026	-.200

Sumber : hasil olah data

Melalui model di atas, dihitung skor faktor total (TOTFCS) yaitu penjumlahan dari skor faktor 1 dan skor faktor 2 merupakan skor dari proxy IOS Pooling.

B. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian ini seluruhnya menggunakan sampel perusahaan yang mengalami

pertumbuhan. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan ditetapkan sebagai perusahaan yang termasuk dalam 35% pertama dari kelompok perusahaan yang telah dirangking secara menurun (*descending*) menurut perubahan IOS. Jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebagai perusahaan bertumbuh ada 26.

Pengujian hipotesis selain dilakukan secara *cross sectional* juga dilakukan secara *pooling*. Pengujian terhadap hipotesis penelitian dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda.

Pengujian Hipotesis dengan Data Tahun 2002

Pengujian dengan data tahun 2002 ini menggunakan data perubahan IOS (ΔIOS) tahun 2000-2001, sedangkan variabel perubahan kebijakan tahun 2002.

Pengujian Hipotesis pertama dan hipotesis kedua

Hipotesis penelitian ini menduga bahwa, perusahaan yang mengalami Tahun 2002

a. Kebijakan Pendanaan

peningkatan IOS akan mengurangi rasio hutang atau *debt to equity* mereka dan akan mengurangi pembagian dividen kepada investornya. Hipotesis verbal tersebut secara statistika dapat dituliskan sebagai berikut:

H₁: Terdapat pengaruh negatif antara IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* terhadap rasio hutang perusahaan.

H₂: Terdapat pengaruh negatif antara peningkatan IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* terhadap penurunan pembayaran dividen perusahaan

Tabel 15 Hasil Analisis Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		standardized Coefficients	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	1.629	.197				
Rfcf	-2.095	.154	-1.553	8.247	.000	signifikan
rfcs	3.512	.172	2.332	-13.601	.000	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		20.414	.000	signifikan
0.985	0.971	0.968		F	Sig	
				378.648	0.000	

Sumber: data diolah

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut: $Y_{11} = 1.629 + 3.512X_1 - 2.095X_2$

1. Uji F

Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 378.648 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan pendanaan atau hutang perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R

square sebesar 0.968, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 96.8% sedangkan sisanya sebesar 3.2% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2. Uji t

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar 20.414 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang

diharapkan sebesar 0.05. Sehingga Rfcs secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pendanaan, tetapi berlawanan dengan hipotesis.

b. Kebijakan Dividen

Tabel 16 Hasil Analisis Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		standardized Coefficients beta	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	16.218	6.298		2.575	0.017	signifikan
Rfcf	-18.022	4.911	-.389	-3.670	0.001	signifikan
rfcs	69.842	5.486	1.349	12.731	0.000	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		F	Sig	
0.987	0.975	0.972		441.849	0.000	

Sumber: data diolah

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut: $Y_{t2} = 16.218 + 69.842X_1 - 18.022X_2$

1. Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 441.849 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.005 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.972, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 97.2% sedangkan sisanya sebesar 2.8% dipengaruhi oleh Tahun 2003

a. Kebijakan Pendanaan

variabel lain diluar model ini.

2. Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar 12.731 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga Rfcs secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, tetapi arahnya berlawanan dengan hipotesis.

Tabel 17 Hasil Analisis Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		standardized Coefficients Beta	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	2.493	.622		4.007	.001	signifikan
Rfcf	6.305	.640	1.328	9.859	.000	signifikan
rfcs	-7.925	2.600	-.410	-3.048	.006	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		F	Sig	
0.966	0.933	0.927		159.588	0.000	

Sumber: data diolah

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut: $Y_{t1} = 2.493 - 7.925X_1 + 6.305X_2$

1. Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F

hitung sebesar 159.588 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.005 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan pendanaan atau hutang perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.927, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 92.7% sedangkan sisanya sebesar 7.3%

dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2.Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar -3.048 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.006 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga RFCS secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan pendanaan, dan sesuai dengan hipotesis.

b. Kebijakan Dividen

Tabel 18 Hasil analisis regresi

Variabel	Unstandardized Coeficients		standardized Coeficients	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	-14.026	15.771				
Rfcf	29.761	5.433	.641	-0.889	.383	Tdk sign
rfcs	206.794	68.266	.354	5.478	.000	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		3.029	.006	signifikan
0.980	0.960	0.956		F	Sig	
				274.892	0.000	

Sumber: data diolah

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut: $Y_2 = -14.026 + 206.794X_1 + 29.761X_2$

1.Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 274.892 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.005 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.956, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 96.5% sedangkan

sisanya sebesar 3.5% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2.Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar 3.029 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.006 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga RFCS secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, tetapi arahnya berlawanan dengan hipotesis.

Tahun 2004

a. Kebijakan Pendanaan

Tabel 19 Hasil Analisis Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		standardized Coefficients beta	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	3.037	.353		8.592	.000	signifikan
Rfcf	.725	.180	1.641	4.032	.001	signifikan
rfcs	-.576	.230	-1.021	-2.510	.020	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		F	Sig	
0.759	0.576	0.539		15.614	0.000	

Sumber: data diolah

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut: $Y_{11} = 3.037 - 0.576X_1 + 0.725X_2$

Uji Asumsi Dasar Klasik

Model yang digunakan harus benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif atau disebut BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*), model regresi tersebut harus memenuhi asumsi dasar klasik yang meliputi tidak terjadi multikolinearitas,

heterokedastisitas dan autokorelasi diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi.

1. Uji Multikolinearitas

Uji ini dapat dilihat dengan menggunakan nilai *Tolerance Value* dimana batas *Tolerance Value* adalah 0.10 (Gujarati, 1995:155)

Tabel 20 Hasil Uji Multikolinearitas

	Toleransi	VIF	Keterangan
Kebijakan pendanaan			
RFCS	0.161	6.204	Tidak tjd multikolinearitas
RFCF	0.161	6.204	
Kebijakan dividen			
RFCS	0.161	6.204	Tidak tjd multikolinearitas
RFCF	0.161	6.204	

Sumber : hasil olah data

2. Uji Heterokedastisitas

Tabel 21 Hasil Uji Heterokedastisitas

	Sign t (dividen)	Sig t (pendn)	Keterangan
RFCS & Unstd.Res.	0.092	0.092	Heterokedastisitas
RFCF & Unstd. Res	0.854	0.854	Heterokedastisitas

3. Uji Autokorelasi

Tabel 22 Hasil Uji Autokorelasi

Model	Durbin Watson	Keterangan
1 Dividen	1.646	Tdk tjd autokorelasi
2 Pendn	1.291	Tdk tjd autokorelasi

Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik terhadap model regresi

data, ternyata tidak terjadi multikolinearitas, heterokedastisitas

dan autokorelasi sehingga model regresi bisa dilanjutkan untuk diuji secara statistik

1. Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 15.614 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.005 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan pendanaan atau hutang perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.539, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel

b. Kebijakan Dividen

dependen sebesar 53.9% sedangkan sisanya sebesar 46.1% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2. Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar -0.576 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.020 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga RFCS secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan pendanaan, dan arahnya sesuai dengan hipotesis.

Tabel 23 Hasil Analisis Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		standardized Coefficients beta	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	467.687	123.228				
Rfcf	-2858.759	514.862	-1.206	3.795	0.001	signifikan
rfcs	1092.126	126.644	1.873	-5.552	0.000	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		8.624	0.000	signifikan
0.908	0.825	0.810		F	Sig	
				54.247	0.000	

Sumber: data diolah

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut: $Y_{12} = 467.687 + 1092.126X_1 - 2858.759X_2$

1. Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 54.247 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.810, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel

dependen sebesar 81% sedangkan sisanya sebesar 19% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2. Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar 8.624 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga RFCS secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, tetapi arahnya berlawanan dengan hipotesis.

Tahun 2005

a. Kebijakan Pendanaan

Tabel 24 Hasil analisis regresi

Variabel	Unstandardized coefficients		standardized Coefficients beta	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	3.037	.353		8.592	.000	signifikan
Rfcf	.725	.180	1.641	4.032	.001	signifikan
rfcs	-.576	.230	-1.021	-2.510	.020	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		F	Sig	
0.759	0.576	0.539		15.614	0.000	

Sumber: data diolah

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut: $Y_{11} = 3.037 - 0.576X_1 + 0.725X_2$

1. Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 15.614 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan pendanaan atau hutang perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.539, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 53.9% sedangkan sisanya sebesar 46.1%

dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2. Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar 4.032 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.001 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga RFCS secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan pendanaan, dan arahnya berlawanan dengan hipotesis.

b. Kebijakan Dividen

Tabel 25 Hasil analisis regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		standardized Coefficients beta	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	41.742	5.858		7.125	0.000	signifikan
Rfcf	15.302	2.982	.559	5.131	0.000	signifikan
rfcs	15.345	3.807	.439	4.031	0.001	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		F	Sig	
0.985	0.970	0.967		366.331	0.000	

Sumber : hasil olah data

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut: $Y_{12} = 41.742 + 15.345X_1 + 15.302X_2$

1. Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 366.331 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih

kecil dari 0.05 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara



bersama-sama terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.967, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 96.7% sedangkan sisanya sebesar 3.3% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2. Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow*

menunjukkan nilai t hitung sebesar 4.031 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.001 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga RFCS secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, tetapi arahnya berlawanan dengan hipotesis.

Pooling

a. Kebijakan Pendanaan

Tabel 26 Hasil Analisis Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		standardized Coefficients beta	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	-1.231	1.864				
Rfcf	3.470	1.434	2.184	-0.661	.515	tdksignifikan
rfcs	-1.405	.900	-1.300	2.419	.024	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		-1.513	.144	tdksignifikan
.846	.716	.691		F	Sig	
				20.020	0.000	

Sumber : hasil olah data

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut : $Y_{11} = -1.231 - 1.405X_1 + 3.470X_2$

1. Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 20.020 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan pendanaan atau hutang perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.691 yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar

69.1% sedangkan sisanya sebesar 31.9% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2. Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar -1.513 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.144 lebih besar dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga RFCS secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan pendanaan, tetapi arahnya sesuai dengan hipotesis.

b. Kebijakan Dividen

Tabel 27 Hasil analisis regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		standardized Coefficients beta	t-hitung	Sign	Keterangan
	Koef. regresi	Std error				
(constant)	124.558	55.897		2.228	0.036	signifikan
Rfcf	-74.579	43.023	-.759	-1.733	0.096	tdksignifikan
rfcs	113.758	29.045	1.715	3.917	0.001	signifikan
R	R Square	Adjusted R Square		F	Sig	
0.966	0.933	0.927		160.406	0.000	

Sumber : hasil olah data

Dari perhitungan regresi linier berganda maka diperoleh persamaan regresi

sebagai berikut: $Y_2 = 124.558 + 113.758X_1 - 74.579X_2$

1. Uji F

Berdasarkan tabel di atas didapat F hitung sebesar 160.406 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis pertama diterima. Ini menunjukkan bahwa proxy IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dari hasil regresi juga diperoleh koefisien determinasi atau Adjusted R square sebesar 0.927, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 92.7% sedangkan sisanya sebesar 7.3% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model ini.

2. Uji t

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian proxy IOS (rfcs) yang dikontrol dengan *free cashflow* menunjukkan nilai t hitung sebesar 3.917 dengan probabilitas tingkat kesalahan sebesar 0.001 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0.05. Sehingga RFCS secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, tetapi berlawanan dengan hipotesis.

PEMBAHASAN

Berdasarkan pengujian dengan menggunakan data *cross section* maupun *pooling*, ternyata diperoleh

hasil yang bervariasi.

a. Hipotesis pertama

H₁: Terdapat pengaruh negatif antara IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* terhadap rasio hutang perusahaan.

Hasil pengujian tahun 2002 sampai 2005 dan secara *pooling*, dengan menggunakan uji F ternyata diperoleh hasil bahwa variabel proxy IOS dan *free cashflow* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Sedangkan pengujian secara parsial untuk tahun 2002 dan 2005 variabel proxy IOS secara parsial berpengaruh signifikan tapi arahnya berlawanan dengan hipotesis. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan cenderung meningkatkan hutang perusahaan, padahal seharusnya perusahaan yang tumbuh mempunyai kemampuan untuk mendanai usahanya secara internal. Hal ini bisa terjadi disebabkan karena dengan menggunakan modal internal, ternyata perusahaan masih mengalami kekurangan dana sehingga perlu mencari dana dari luar (eksternal/hutang). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Chung dan Charoenwong (1991) yang menyatakan bahwa perbedaan keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan dalam rangka menghadapi perusahaan



pesaing yang hendak memasuki pasar serta adanya variasi-variasi pilihan-pilihan strategi perusahaan dalam rangka memperoleh keunggulan kompetitif itulah yang mengakibatkan IOS sangat bervariasi antar perusahaan. Sehingga walaupun perusahaan itu mengalami pertumbuhan, perusahaan tetap menjalankan kebijakan hutangnya dengan memperoleh dana dari luar perusahaan (eksternal). Sehingga mengakibatkan semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka hutang perusahaan juga semakin tinggi. Sedangkan pengujian secara parsial untuk tahun 2003 dan 2004 variabel proxy IOS secara parsial berpengaruh signifikan dan arahnya sesuai dengan hipotesis. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan cenderung menurunkan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kemampuan mendanai usahanya secara internal, sehingga perusahaan tidak perlu mencari dana dari luar karena cara ini dapat mengurangi sebagian labanya kepada pihak luar dalam bentuk pembayaran bunga hutang. Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Smith & Watts 1992, Gaver & Gaver 1993, Barclay dkk. 1998, Kallapur & Trombley 1999, Sami dkk 1999, Jones 2001, dan Abbott 2001. Sedangkan pengujian secara parsial untuk data pooling, variabel proxy IOS secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan serta arahnya sesuai dengan hipotesis.

b. Hipotesis kedua :

H_2 Terdapat pengaruh negatif antara peningkatan IOS yang dikontrol dengan *free cashflow* terhadap penurunan pembayaran dividen

perusahaan

Hasil pengujian tahun 2002 sampai 2005 dan secara pooling, dengan menggunakan uji F ternyata diperoleh hasil bahwa variabel proxy IOS dan *free cashflow* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap keputusan dividen perusahaan. Sedangkan pengujian secara parsial untuk tahun 2002 sampai tahun 2005 serta secara pooling menunjukkan bahwa variabel proxy IOS secara parsial berpengaruh signifikan tapi arahnya berlawanan dengan hipotesis. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami pertumbuhan cenderung meningkatkan pembayaran dividen perusahaan, padahal seharusnya perusahaan yang tumbuh cenderung untuk mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah untuk menurunkan masalah-masalah perusahaan yang berhubungan dengan kebebasan aliran kas perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Chung dan Charoenwong (1991) yang menyatakan bahwa perbedaan keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan dalam rangka menghadapi perusahaan pesaing yang hendak memasuki pasar serta adanya variasi-variasi pilihan-pilihan strategi perusahaan dalam rangka memperoleh keunggulan kompetitif itulah yang mengakibatkan IOS sangat bervariasi antar perusahaan. Sehingga walaupun perusahaan itu mengalami pertumbuhan, perusahaan tetap membagikan dividen kepada investornya. Dengan harapan perusahaan dapat menarik investor di pasar saham sebanyak-banyaknya. Sehingga mengakibatkan semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka dividen perusahaan

yang dibayarkan kepada investor juga semakin tinggi. Fakta ini kemungkinan juga disebabkan oleh kondisi perusahaan yang mengalami kesulitan *free cash flow* untuk mendanai kegiatan usahanya, sehingga agar diperoleh dana yang besar dari investor salah satu cara yang dilakukan perusahaan adalah dengan membagikan dividen. Harapan perusahaan, investor akan tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut. Sebab investor menilai bahwa perusahaan yang mampu untuk membagi dividen adalah perusahaan yang tumbuh dan besar serta mempunyai prospek yang bagus di masa depan. Sehingga harapan investor jika menanamkan dananya pada perusahaan tersebut akan memperoleh pendapatan (*revenue*) yang besar.

SIMPULAN DAN SARAN

A. SIMPULAN

Berdasarkan analisis yang telah dibahas sebelumnya, maka dapat disimpulkan hasil penelitian sebagai berikut:

1. Pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa hasil pengujian tahun 2002 sampai 2005 dan secara pooling, dengan menggunakan uji F diperoleh hasil bahwa variabel proksi IOS dan *free cash flow* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Pengujian secara parsial untuk tahun 2002 dan 2005 variabel proksi IOS secara parsial berpengaruh signifikan tetapi arahnya berlawanan dengan hipotesis. Pengujian secara parsial untuk tahun 2003 dan 2004 variabel proksi IOS secara parsial berpengaruh signifikan dan

arahnya sesuai hipotesis. Sedangkan pengujian secara parsial untuk data pooling, secara parsial berpengaruh tetapi tidak signifikan dan arahnya sesuai dengan hipotesis.

2. Pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa hasil pengujian tahun 2002 sampai 2005 dan secara pooling dengan menggunakan uji F ternyata diperoleh hasil bahwa variabel proksi IOS dan *free cash flow* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap keputusan dividen perusahaan. Sedangkan pengujian secara parsial untuk tahun 2002 sampai tahun 2005 serta secara pooling menunjukkan bahwa variabel proksi IOS berpengaruh signifikan tetapi arahnya berlawanan dengan hipotesis.

B. SARAN

Berdasarkan analisis yang telah dibahas sebelumnya, maka dapat diberikan saran-saran sebagai berikut:

1. Mengembangkan proksi IOS yang lebih baik serta mencari model IOS yang mampu menjelaskan variasi atau perubahan komponen-komponen penyusunnya secara maksimal. Sehingga perlu selalu dilakukan perbaikan terhadap proksi IOS secara terus menerus. Hal tersebut bisa dilakukan dengan cara simulasi terhadap pembentukan proksi IOS dengan cara mengkombinasikan variabel-variabel komponen yang ada. Dari berbagai alternatif proksi IOS yang ada kemudian dibandingkan untuk memperoleh proksi IOS yang terbaik atau paling sesuai dengan kondisi finansial perusahaan sampel.
2. Menambah variabel-variabel lain

- baik sebagai variabel pengontrol
baik sebagai variabel terikat.
Sebagai contoh, fenomena ini dapat
diamati dengan melakukan
pengontrolan pada NPV (Net
Present Value) perusahaan.
3. Penelitian ini hanya melakukan pengukuran dengan data cross section dan pooled, sehingga ada kemungkinan untuk mengembangkan dengan data time series.
 4. Memperbanyak data dengan cara memperpanjang periode pengamatan.

Daftar Pustaka

- Abbott, Lawrence J. (2001) Financing, Dividend and Compensation Policies Subsequent to a Shift in the Investment Opportunity Set, *Managerial Finance*, Volume 27 Number 3, 31-47
- Al Najjar, Fouad K. dan Ahmed Riahi-Belkaoui (2001). Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities, *Managerial Finance*, Volume 27 Number 3, 72-90.
- Ahmed Riahi-Belkaoui and Ronald D. Picur. (2001), Investment Opportunity Set Dependence of Dividend Yield and Price Earning Ratio, *Managerial Finance*, Volume 27 Number 3, 65-71
- Baker, George P., 1993, "Growth, Corporate Policies, and the Investment Opportunity Set", *Journal of Accounting and Economics* 16, 161-165.
- Cahan, Steven F., dan Mahmud Hossain, 1996, "The Investment Opportunity Set and Disclosure Policy: Some Malaysian Evidence", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 13, No. 1, 65-85.
- Chung, Kee H., dan Charlie Charoenwong, 1991, "Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stocks", *Financial Management - Autumn*, 21-33.
- Collins M. Cary, David M. Blackwell, Joseph F. Sinkey, Jr. (1994), "Financial Innovation, Investment Opportunities, and Corporate Policy Choice for Large Bank Holding Companies", *The Financial Review*, Vol.29.No. 2, 2231-247.
- Danbolt Jo, Ian Hirst, Edward Jones, "Measuring Growth Opportunities", *Working Paper, Department of Accounting and Finance*, 2000/6.
- Fitrijanti, T (1998), *Set kesempatan investasi; konstruksi proksi dan analisis hubungannya dengan kebijakan pendanaan dan*. Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Foster, George, 1986, "Financial Statement Analysis", New Jersey: Prentice-Hall Englewood Cliffs.
- Gaver, Jennifer 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 and Economics* 16, 125-160.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver, 1995, "Compensation Policy and the Investment Opportunity", *Journal of Financial Management*, Vol.24 Number 1, 19-32
- Hair, Joseph F., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, dan William C. Black, 1995, "Multivariate Data Analysis; With Reading", fourth edition, McMillan Publishing Company.
- Hartono, Jogiyanto, 1998, "Teori Portofolio dan Analisis Investasi", Yogyakarta: BPFE.
- Hartono, Jogiyanto, 1999, "An Agency-Cost Explanation for Dividend

- Payments," Working Paper, Universitas Gajah Mada
- Jones, Stewart, (2001). "The Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decisions : Some Australian Evidence, *Managerial Finance*, Volume 27 Number 3.
- Kallapur, Sanjay, dan Mark A. Trombley, 1999, "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business & Accounting* 26, April/May, 505-519.
- Kallapur, Sanjay, 2001, "The Investment Opportunity Set : Determinants, Consequences and Measurement", *Managerial Finance*, Volume 27 Number 3, 3-15.
- Myers, S., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* No. 5, 147-175.
- Norpratiwi (2001) *Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) terhadap return saham*. Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Prasetyo, Adi (2000). *Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan keuangan perusahaan, dividen, kebijakan kompensasi, beta, dan perbedaan reaksi pasar studi empiris di BEJ*. Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Purwanto, B.M. (2001), Variabel Laten dalam riset social dan berperilaku, *Kuliah Perdana Program Magister Sains UGM*.
- Sami, Heibatollah, S.M. Simon Ho, dan C.K. Kevin Lam, 1999, "Association between the Investment Opportunity Set and Corporation Financing, Dividend, Leasing, and Compensation Policies: Some Evidence from an Emerging Market", kertas kerja dipresentasikan pada Program MSi-Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada tanggal 2 Agustus 1999.
- Saputro, J.A. (2002). *Confirmatory factor analysis gabungan proksi investment opportunity set dan hubungannya dengan realisasi pertumbuhan*. Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Skinner, Douglas J., 1993, "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedures Choice", *Journal of Accounting and Economics* 16, 407-445.
- Smith Jr., Clifford W., dan Ross L. Watts, 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics* 32, 263-292.
- Subekti, I (2000). *Asosiasi antara kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan dan dividen perusahaan, serta implikasinya pada harga saham*. Thesis Pasca Sarjana FE UGM.
- Watts, Ross L., dan Jerold L. Zimmermann, 1986, "Positive Accounting Theory", New Jersey: Prentice-Hall Englewood Cliffs.
- ___, 1990, "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective", *The Accounting Review* 65, 131 - 156.