

ANALISIS PENGARUH MODERATING INVESTMENT OPPORTUNITY SET DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEND SERTA MODERATING INVESTMENT OPPORTUNITY SET DENGAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP TINGKAT LEVERAGE PERUSAHAAN MAKANAN DAN MINUMAN YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2003-2007

Masruroh; Tinjung Desy Nursanti; Lisa

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Komunikasi, Binus University
Jl. KH. Syahdan No. 9, Palmerah, Jakarta Barat 11480.

ABSTRACT

This research aims to examine whether there is any influence of investment opportunity set (IOS) on the affiliation between dividend policy and free cash flow to leverage enterprise-level. By using 42 samples of food and beverage companies listed on Indonesia Stock Exchange from 2003 to 2007, it is concluded that the dividend policy does not affect the company's leverage. However, the dividend policy together with investment opportunity set affect the level of corporate leverage. Free cash flow affects the level of corporate leverage. In the meantime, free cash flow to the investment opportunity set (IOS) also influences the level of corporate leverage, the dividend policy and free cash flow effect on the level of corporate leverage. Meanwhile, the dividend policy, free cash flow, investment opportunity set simultaneously affect the level of corporate leverage.

Keywords: *leverage, investment opportunity set, dividend policy, free cash flow*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah ada pengaruh set kesempatan investasi (IOS) berhubungan dengan kebijakan dividen dan arus kas bebas untuk meningkatkan tingkat perusahaan. Dengan menggunakan 42 sampel perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2003-2007, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi leverage perusahaan. Namun, kebijakan dividen bersama dengan set kesempatan investasi mempengaruhi tingkat leverage perusahaan. Arus kas bebas mempengaruhi tingkat leverage perusahaan. Sementara itu, arus kas bebas untuk set kesempatan investasi (IOS) juga mempengaruhi tingkat leverage perusahaan, kebijakan dividen dan arus kas berpengaruh pada tingkat leverage perusahaan. Sementara itu, kebijakan dividen, arus kas bebas, peluang investasi ditetapkan secara bersamaan mempengaruhi tingkat leverage perusahaan.

Kata kunci: *leverage, set kesempatan investasi, kebijakan dividen, arus kas bebas*

PENDAHULUAN

Perusahaan dituntut untuk lebih berhati-hati lagi dalam menggunakan dana yang tersedia agar dapat bertahan dalam keadaan ekonomi yang terus menerus bergejolak. Menyikapi hal tersebut, perusahaan berupaya menggunakan kelebihan dana yang dimiliki untuk diinvestasikan pada proyek yang prospektif. Pendanaan tersebut dapat diperoleh baik secara eksternal maupun internal. Pendanaan internal berasal dari dalam perusahaan itu sendiri yang disetor ataupun laba ditahan yang tidak dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham, sedangkan pendanaan eksternal berasal dari hutang yang diperoleh dari pihak kreditor.

Manager perusahaan sebagai agen cenderung berperilaku oportunistik demi kepentingannya sendiri, yang sering tidak sejalan dengan kepentingan *principal*. Untuk membatasi tindakan manajer perusahaan yang oportunistik, *shareholder* memerlukan upaya pengawasan (*monitoring*). Tindakan pengawasan *shareholder* ini menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*), yang terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak, di mana pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer menginginkan dana digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer.

Untuk menyelesaikan masalah keagenan ini, pemegang saham perlu mekanisme minimisasi biaya keagenan melalui kebijakan utang atau *leverage*. Berkaitan dengan fungsi sebagai mekanisme *monitoring* ini, dapat diindikasikan bahwa ada dua faktor yang diduga dapat memengaruhi tingkat utang perusahaan, yaitu dividen dan arus kas bebas. Dividen memiliki pengaruh terhadap *leverage* perusahaan, dengan hubungan yang positif, karena dividen dapat digunakan oleh *shareholder* untuk memaksa perusahaan mencari tambahan dana ke luar perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen dapat merubah struktur modal perusahaan, karena mengurangi kas perusahaan dan memaksa manajemen mencari tambahan dana ke luar untuk merealisasikan rencana investasi atau untuk menjaga struktur modal tetap *optimal*.

Tingkat *leverage* juga dipengaruhi oleh tingginya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan. *Free cash flow* yang terlalu besar akan mendorong manajer untuk memperlakukannya secara tidak efisien. Salah satu mekanisme untuk mengurangi tindakan inefisiensi manajer terhadap arus kas bebas adalah dengan kebijakan utang. Mekanisme dalam hal pengurangan masalah keagenan dapat dilakukan dengan menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen sehingga manajemen dipaksa mencari pendanaan dengan hutang untuk membiayai investasinya. *investment opportunity set* (IOS) digunakan sebagai *variable moderating* yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan kebijakan dividen dan arus kas bebas terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Karsana dan Supriyadi (2005) dalam *Analisa Moderasi Set Kesempatan Investasi Terhadap Hubungan Antara kebijakan dividen dan arus kas bebas Dengan Tingkat leverage Perusahaan*, di mana sebelumnya digunakan data dari 83 perusahaan yang bukan keuangan atau observasi 332 pada tahun 1999 sampai dengan 2002. Perbedaan dari penelitian sebelumnya terletak pada tahun dasar yang berbeda, yaitu data perusahaan tahun 2003-2007, dengan objek penelitian perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI.

Rumusan Masalah

- (1) Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan?
- (2) Apakah kebijakan dividen dengan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan?
- (3) Apakah arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan?
- (4) Apakah arus kas bebas dengan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan?

- (5) Apakah kebijakan dividen dan arus kas bebas berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan?
- (6) Apakah kebijakan dividen, arus kas bebas, *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan?

Tujuan Penelitian

Beberapa tujuan dari penelitian ini adalah: (1) melihat pengaruh dari kebijakan dividen itu sendiri dengan dimasukkannya *variable moderating*, yaitu *investment opportunity set* (IOS) terhadap tingkat *leverage* perusahaan; (2) melihat pengaruh dari kebijakan dividen dengan dimasukkannya *variable moderating investment opportunity set* (IOS) terhadap tingkat *leverage* perusahaan, akankah memperkuat atau memperlemah hubungan antara kebijakan dividen terhadap tingkat *leverage* perusahaan; (3) melihat pengaruh dari arus kas bebas itu sendiri tanpa dimasukkannya *variable moderating*, yaitu *investment opportunity set* (IOS) terhadap tingkat *leverage* perusahaan; (4) melihat pengaruh dari arus kas bebas dengan dimasukkannya *variable moderating investment opportunity set* (IOS) terhadap tingkat *leverage* perusahaan, akankah memperkuat atau memperlemah hubungan antara arus kas bebas terhadap tingkat *leverage* perusahaan; (5) melihat pengaruh dari kebijakan dividen dan arus kas bebas secara bersama-sama tanpa dimasukkannya oleh *variable moderating*, yaitu *investment opportunity set* (IOS) terhadap tingkat *leverage* perusahaan; (6) melihat pengaruh dari kebijakan dividen dan arus kas bebas secara bersama-sama dengan dimasukkannya *variable moderating investment opportunity set* (IOS) terhadap tingkat *leverage* perusahaan, akankah memperkuat atau memperlemah hubungan antara kebijakan dividen dan arus kas bebas terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Landasan Teori

Investment Opportunity Set (IOS)

Myres (1997) menyatakan bahwa *investment opportunity set (IOS) is the extent to which firm value depends on future discretionary expenditures by the firm*, yang diterjemahkan 'set kesempatan investasi adalah sejauh mana nilai perusahaan bergantung pada pengeluaran diskresioner masa depan'. Sedangkan Bodie, Kane, and Marcus (2008, p.158) menyatakan bahwa *investment opportunity set (IOS)* menggambarkan pertumbuhan di masa depan. IOS adalah tersedianya alternatif investasi di masa yang akan datang bagi perusahaan (Hartono, 1999). IOS merupakan nilai sebagai pilihan-pilihan dari perusahaan untuk membuat investasi di masa yang akan datang (Myres, 1997). Hal ini didukung juga oleh Kallapur dan Trombley (1999) yang menyatakan bahwa IOS tidak dapat diobservasi pihak luar perusahaan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), *investment opportunity set (IOS)* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen dana yang akan datang.

Investment opportunity set mempunyai beberapa proksi yang dapat di kelompokkan menjadi empat kelompok, yaitu: (1) Proksi berbasis harga (*price-based proxies for IOS*), di mana prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar, dan akan berbentuk rasio antara ukuran aktiva yang dimiliki dengan nilai pasar perusahaan. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva yang dimiliki; (2) Proksi berbasis *investment* (*investment-based proxies for IOS*), yaitu kegiatan investasi yang benar berhubungan positif dengan nilai IOS. Perusahaan dengan IOS tinggi akan memiliki tingkat investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang diinvestasikan untuk waktu yang lama di sebuah perusahaan; (3) Proksi berbasis varian (*varian-based proxies for IOS*) – sebuah opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran yang memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva; (4) Proksi gabungan (*composite measures*), digunakan untuk mengurangi kesalahan pengukuran pemilihan variabel tunggal untuk proksi *investment opportunity set (IOS)*. Banyak studi menggunakan proksi *investment opportunity set (IOS)* secara individu dan berusaha untuk mengevaluasi sensitivitas hasil dalam memilih proksi IOS (Gaver dan Gaver, 1993).

Kebijakan Dividen

Menurut Weston & Copeland (1992, p.657) “*Dividend policy determines the division of earnings between paymen to shareholder and reinvestment in the firm.*” Artinya ‘Kebijakan dividen adalah penentuan pembagian pendapatan antara pembagian dividen untuk pemegang saham dan untuk reinvestasi dalam perusahaan.’ Sedangkan Brigham (2005, p.613) menyatakan “*Dividend policy involves the decisions to pay out earning to retain than for reinvestment in the firm.*” Artinya ‘Kebijakan dividen melibatkan keputusan untuk membayar dividen atau menahan dividen tersebut untuk *reinvestasi* dalam perusahaan.’ Adapun beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau masa depan.

Arus Kas Bebas

Arus kas bebas merupakan laporan tentang arus kas masuk dan keluar yang utama dari sebuah perusahaan selama suatu periode tertentu. Tujuannya untuk mengevaluasi kegiatan operasional perusahaan pada periode lalu, dan untuk merencanakan kegiatan pendanaan dan investasi di periode mendatang.

Leverage

Salah satu keputusan penting dalam manajemen adalah bagaimana sebuah perusahaan memperoleh modal guna mendanai kegiatan operasionalnya dan memenuhi kebutuhan investasinya dan cara untuk memenuhi dana, apakah dengan hutang (*leverage*) atau dengan menerbitkan saham atau obligasi. Semakin tinggi *leverage* semakin besar *dispersi return*, dengan kata lain semakin besar *leverage* mengakibatkan semakin bergejolaknya *return* atas modal sendiri. Jadi pengertian hutang adalah penggunaan dana yang berasal dari pinjaman perusahaan dalam rangka pengembangan perusahaan (*assets* dan *expansi*) yang menimbulkan beban bunga yang dibayarkan per periode.

Penelitian Terdahulu

Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)* dengan Kebijakan Dividen terhadap Tingkat Leverage Perusahaan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah cenderung membayar dividen lebih besar, agar dapat mengalihkan sumber dana perusahaan biar tidak ditanamkan dalam proyek dengan *Net Present Value* negatif. Kebijakan dividen akan mempengaruhi perusahaan untuk melakukan investasi, tetapi apabila perusahaan tidak mempunyai cukup dana untuk investasi, maka perusahaan akan mencari dana *eksternal* dari sumber lain dengan tingkat risiko yang kecil, yaitu utang, sehingga dapat diduga adanya hubungan positif antara kebijakan dividen dengan utang perusahaan atau *leverage*.

Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*. Sebaliknya Allen (1993) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap *financial leverage*. Hartono (1999) menemukan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi *leverage* perusahaan secara positif, tetapi tidak mempengaruhi kebijakan dividen.

Menurut Myres (1997) perusahaan dengan *investment opportunity set (IOS)* tinggi menunjukkan bahwa nilai perusahaan lebih banyak ditentukan oleh *intangible asset* dari pada *asset riil*-nya. Perusahaan tipe ini biasanya akan memiliki keterbatasan untuk mendapatkan utang, karena mereka kurang memiliki *asset riil* yang dapat digunakan sebagai jaminan utang. Selain itu, *investment opportunity set (IOS)* tinggi mencerminkan tinggi risiko yang harus ditanggung *lender* sehingga menyebabkan *cost of debt* bagi perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk akses ke *lender*,

sehingga dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) dapat berfungsi sebagai *variable* moderasi yang mempengaruhi kuatnya hubungan antara tingkat dividen tunai dengan tingkat *leverage* perusahaan. Penelitian Gaver & Gaver (1993) mengindikasikan hubungan positif antara IOS dengan kebijakan pendanaan dan dividen.

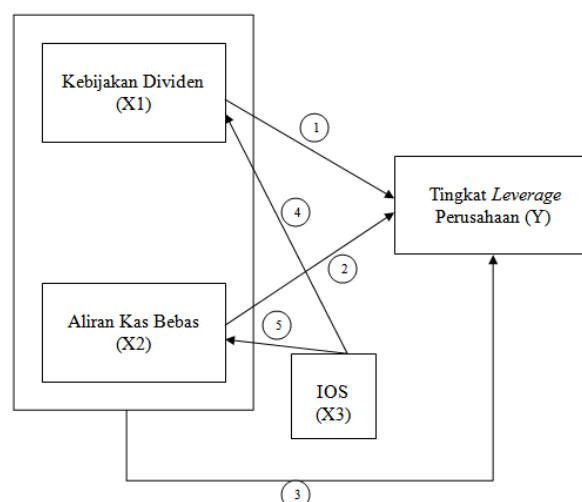
Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) dengan arus kas bebas terhadap Tingkat Leverage Perusahaan

Jensen (1995) menyatakan bahwa utang dapat mengurangi keleluasaan manajemen menggunakan arus kas bebas untuk kegiatan yang bersifat *non maximizing value*. Semakin besar arus kas perusahaan, semakin besar kemungkinan terjadi pemborosan yang dilakukan manajer, sehingga diperlukan tingkat utang yang tinggi untuk mengontrol tindakan manajer yang cenderung *non maximizing value*. Perusahaan dengan *investment opportunity set* (IOS) rendah biasanya memiliki nilai *free cash flow* tinggi, karena perusahaan tersebut tidak lagi mempunyai potensi untuk *ekspansi*. Dapat disimpulkan, perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi akan diikuti nilai IOS yang rendah karena IOS mencerminkan peluang tumbuh suatu perusahaan.

Friend dan Lang (1998) menyatakan bahwa penggunaan utang yang berlebih akan mengurangi *cash flow* karena sebagian besar *cash flow* untuk membayar utang, sehingga tidak ada *cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajer untuk melakukan tindakan *perquisites* yang merugikan *shareholder*, dengan sendirinya konflik keagenan tidak akan terjadi. Jensen (1995) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung mempunyai level hutang yang lebih tinggi khususnya saat perusahaan mempunyai kesempatan investasi yang rendah. Perusahaan dengan *free cash flow* besar dengan tingkat *leverage* tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*, demikian pula sebaliknya. Penelitian Jaggi dan Gul (1999) menguji hipotesis Jensen (1995) tentang *control hypothesis* dan hasilnya menunjukkan ada hubungan positif antara utang dengan arus kas bebas untuk perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi rendah.

Model Penelitian

Dependent variable dalam penelitian adalah tingkat *leverage* perusahaan (Y). *Independent variable*-nya adalah kebijakan dividen (X₁) dan arus kas bebas (X₂). Sementara *moderating variable* yang digunakan adalah *investment opportunity set* (IOS) (X₃). Untuk lebih jelasnya berikut bagan model penelitian yang digunakan (Gambar 1).



Gambar 1. Model penelitian.

Perumusan Hipotesis

Dalam penelitian ini terdapat enam hipotesis yaitu:

- Ho₁** : Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan
Ha₁ : Kebijakan dividen mempengaruhi tingkat *leverage* perusahaan.
- Ho₂** : Kebijakan dividen dengan *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan
Ha₂ : Kebijakan dividen dengan *investment opportunity set* (IOS) mempengaruhi tingkat *leverage* perusahaan
- Ho₃** : Aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan
Ha₃ : Arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan
Ho₄ : Arus kas bebas dengan *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap tingkat *Leverage* perusahaan.
Ha₄ : Arus kas bebas dengan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.
- Ho₅** : Kebijakan dividen dan arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.
Ha₅ : Kebijakan dividen dan arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.
- Ho₆** : Kebijakan dividen, arus kas bebas, *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.
Ha₆ : Kebijakan dividen, arus kas bebas, *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian korelasional dengan tipe *kausalitas*, yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara variabel *dependent* (tingkat *leverage*) dan *independent variable* (kebijakan *dividend* dan *free cash flow*) serta IOS sebagai *variable moderating*. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang bergerak dalam bidang makanan dan minuman yang mempublikasikan laporan keuangannya di BEI (Bursa Efek Indonesia) secara lengkap, dengan horizon waktu selama periode 2003-2007. Metode *sampling* yang digunakan adalah *purposive sampling*.

Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

Proksi *leverage* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\frac{DER}{\text{---}} = \frac{\text{TotalDebt}}{\text{Equity}}$$

Independent variable pertama yaitu *dividend*, diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) yaitu persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, yaitu rasio antara *dividend per share* (DPS) dengan *earnings per share* (EPS), dengan formula berikut:

$$\frac{DPR}{\text{---}} = \frac{DPS}{EPS}$$

Independent variable kedua yaitu *Free cash flow*, diperoleh dengan mengurangi arus kas operasi dengan pengeluaran modal bersih dan modal kerja bersih. Formula matematisnya adalah sebagai berikut:

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

Keterangan:

AKO = arus kas operasional, yaitu kas yang berasal dari kegiatan utama perusahaan dan aktivitas lainnya, selain dari kegiatan investasi dan kegiatan pendanaan.

PM = pengeluaran modal yang diukur dengan cara mengurangi nilai aktiva tetap akhir dengan nilai aktiva tetap awal.

NWC = *Net Working Capital*, yaitu selisih antara jumlah aktiva lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama.

Moderating variable dalam penelitian ini adalah *investment opportunity set* (IOS) yaitu variabel yang tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan proksi untuk keperluan analisis empiris. Penelitian ini menggunakan proksi *price based, market-to-book value of equity* (MVEBVE), dengan rumus matematis berikut:

$$MVEBVE = \frac{\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Saham Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Teknik Pengumpulan Data

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia). Ada beberapa kriteria yang ditetapkan dalam pemilihan *sample*, yaitu: (1) Perusahaan terdaftar di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan lengkap secara konsisten dari tahun 2003 sampai dengan 2007; (2) Bukan perusahaan perbankan, keuangan dan asuransi karena perusahaan jenis keuangan dan perbankan mempunyai kebijakan pendanaan yang berbeda dengan perusahaan dalam jenis industri yang lain; (3) Pernah membagi dividen tunai dalam periode pengamatan; (4) Memiliki data lengkap dan tidak memiliki saldo ekuitas negatif karena menyebabkan rasio keuangan yang dihasilkan menjadi tidak bermakna.

Metode Analisis Data

Metode analisis data dalam penelitian ini menggunakan SPSS versi 11.5. Pertama-tama dilakukan uji normalitas data yang bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, *variable* pengganggu atau *residual* memiliki distribusi normal. Dilanjutkan uji asumsi klasik untuk mengetahui masalah regresi yang ada, meliputi uji Multikolinieritas, Autokolerasi dan Uji Heteroskedastisitas. Berikutnya melakukan Uji Hipotesis dengan menghitung koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel-variabel *dependent*, Uji *F* untuk mengetahui apakah *independent variable* (secara bersama-sama) berpengaruh secara signifikan atau tidak terhadap *dependent variable*. Bila signifikan berpengaruh berarti model yang diuji adalah model yang baik dipakai dalam penyederhanaan dunia nyata. Uji *T* untuk mengetahui pengaruh *independent variable* secara individu terhadap *dependent variable*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Sample (Objek Penelitian)

Penelitian ini menggunakan *sample* sebanyak sembilan perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI, dan data *observasi* sebanyak 45 data selama periode pengamatan dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007. Adapun perusahaan-perusahaan makanan dan minuman yang menjadi objek dalam penelitian ini, dapat dilihat pada Table 1 berikut:

Tabel 1 Nama-nama Perusahaan Makanan dan Minuman

No	Perusahaan	Keterangan
1	AQUA	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk.
2	CEKA	PT. Cahaya Kalbar Tbk.
3	DLTA	PT. Delta Djakarta Tbk.
4	FAST	PT. Fast Food Indonesia Tbk.
5	INDF	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk.
6	MLBI	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk.
7	MYOR	PT. Mayora Indah Tbk.
8	TLBA	PT. Tunas Baru Lampung Tbk.
9	ULTJ	PT. Ultrajaya Milk Tbk.

Statistik Deskriptif

Dari pengujian *sample* yang berjumlah sembilan dengan jumlah *observasi* sebanyak 45, dapat dilihat nilai rata-rata atau *mean* masing-masing variabel, yaitu: DER (*leverage*) sebesar 1.0382, DPR (dividen) sebesar 23.5673, AKB (arus kas bebas) sebesar -410592, dan yang terakhir IOS memiliki nilai rata-rata sebesar 1.915811. Hasil analisis statistik deskriptif, menunjukkan nilai maksimum dan minimum dalam variabel-variabel penelitian ini. Variabel dengan nilai paling minimum dari data yang terdapat pada Tabel 4.2 adalah DPR (dividen) yaitu 0.00 pada perusahaan ULTJ, sedangkan variabel dengan nilai paling maksimum dari pengujian yang dilakukan adalah AKB sebesar 266168.00 pada perusahaan MLBI pada periode 2007. Hasil pengujian atas nilai standar deviasi yang diperoleh masing-masing variabel adalah: DER (*leverage*) sebesar 0.70284, DPR (dividen) sebesar 51.57553, AKB (arus kas bebas) sebesar 623575.5, dan IOS sebesar 1.3444771 (Tabel 2).

Tabel 2 Analisis Statistik Deskriptif

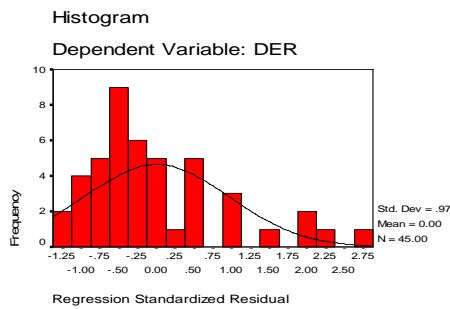
		DER	DPR	AKB	IOS
N	Valid	45	45	45	45
	Missing	9	9	9	9
Mean		1.0382	23.5673	-410592	1.915811
Std. Deviation		.70284	51.57553	623575.5	1.3444771
Minimum		.24	.00	-2686148	.2844
Maximum		2.62	319.00	266168.00	5.8416

Uji Kualitas Data

Uji kualitas data digunakan untuk menguji kenormalan data-data yang terdapat dalam penelitian ini. Dalam penelitian ini terdapat 3 jenis uji normalitas.

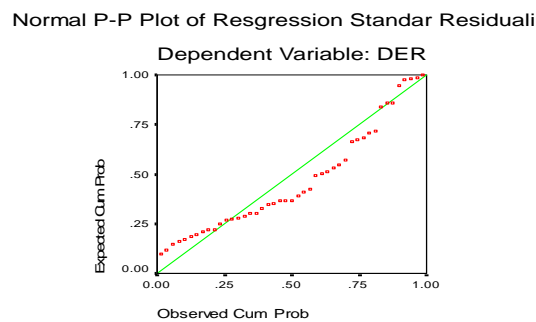
Uji Normalitas Data

Uji *histogram* merupakan salah satu dari tiga cara yang dilakukan untuk menguji kenormalan data di dalam penelitian ini. Dari Gambar 4.1, terlihat bahwa grafik *histogram* memberikan pola distribusi dengan kurva sedikit menceng ke kiri dan hal ini menyalahi asumsi normalitas, sehingga data ini tidak berdistribusi normal, dengan standar deviasi .097, *mean* 0.00, dan jumlah data sebanyak 45 (Gambar 2).



Gambar 2. Histogram uji normalitas data.

Uji normalitas kedua adalah P-Plot (Gambar 3) yang digunakan untuk melihat kenormalan suatu data dari titik-titik yang mengikuti garis diagonal. Dari Gambar 3 dapat dilihat bahwa grafik *normal P-Plot* dapat dilihat dari titik-titik yang menyebar di sekitar garis *diagonal*, tetapi tidak mengikuti garis *diagonal*. Dapat disimpulkan bahwa data yang diuji tidaklah *normal*.



Gambar 3. P-Plot.

Uji normalitas yang ketiga dengan menggunakan uji *One-Sample* Kolmogorov-Smirnov dengan hasil berikut (Tabel 3).

Tabel 3 *One-Sample* Kolmogorov-Smirnov Test

		DER	DPR	AKB	IOS
N		45	45	45	45
Normal Parameters(a,b)	Mean	1.0382	23.5673	-410592.4444	1.915811
	Std. Deviation	.70284	51.57553	623575.45313	1.3444771
Most Extreme Differences	Absolute	.217	.324	.251	.126
	Positive	.217	.315	.163	.126
	Negative	-.128	-.324	-.251	-.113
Kolmogorov-Smirnov Z		1.454	2.172	1.684	.844
Asymp. Sig. (2-tailed)		.029	.000	.007	.474

a Test distribution is Normal.

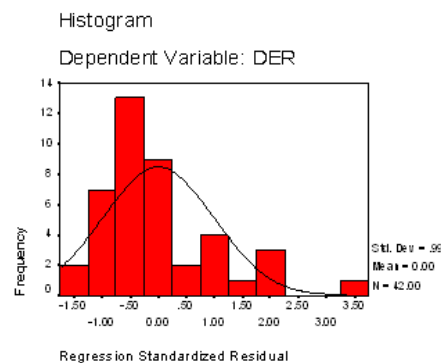
B Calculated from data.

Dari hasil uji normalitas *One-Sample* Kolmogorov-Smirnov Test, didapat hasil dari masing-masing variabel penelitian ini, yaitu: (1) Variabel *dependent* DER (*leverage*) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov 1.454 dan nilai signifikan sebesar 0.029, sehingga dapat dikatakan variabel ini tidak berdistribusi normal karena nilai signifikan lebih kecil dari 5% atau 0.05; (2) *Independent variable* pertama yaitu DPR (Dividen) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov 2.172 dan nilai

signifikan 0.000 (lebih kecil dari 5% atau 0.05), maka variabel ini tidak berdistribusi normal; (3) *Independent variable* kedua adalah AKB (arus kas bebas) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov 1.684 dan nilai signifikan 0.007 (kurang dari 5% atau 0.05), sehingga variabel ini juga tidak berdistribusi normal; (4) *Variable IOS (Investment Opportunity Set)* mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov sebesar 0.844 dan nilai signifikannya sebesar 0.474 (lebih besar dari 5% atau 0.05) sehingga variabel ini dapat dikatakan berdistribusi normal.

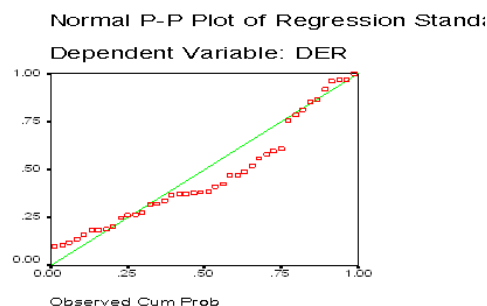
Uji Outlier

Ketiga hasil pengujian normalitas di atas menunjukkan bahwa variabel-variabel dalam penelitian ini masih tidak berdistribusi normal, sehingga harus dibuat normal dengan menggunakan uji *outlier*, yang dilakukan dengan cara menambah data, mentransformasi data, atau mengurangi data yang bersifat ekstrim (*outlier*). Penelitian ini menggunakan pilihan ketiga yaitu menghilangkan data yang bersifat ekstrim, yang dapat dilakukan dengan tiga cara pula, yaitu: (1) menghilangkan data yang lebih kecil dari -3.00 dan lebih besar dari 3.00, (b) jika masih tidak normal, nilai data yang lebih kecil dari -2.56 dan lebih besar dari 2.56 harus dihilangkan, (c) menghilangkan data yang lebih kecil dari -1.96 dan lebih besar dari 1.96, dengan hasil sebagai berikut:



Gambar 4. Histogram uji outlier.

Dengan kurva normalitas masih belum berbentuk sempurna, kurva tidak membentuk lonceng yang sempurna, masih sedikit menceng ke kiri. Hal ini telah menyalahi asumsi normalitas, dan data juga masih dinyatakan belum berdistribusi normal. Untuk itu perlu juga dilakukan uji P-Plot (Gambar 5).



Gambar 5. P-Plot hasil uji outlier.

Dengan titik-titik yang terdapat di sekitar garis diagonal atau garis distribusi normalitas, masih belum mengikuti garis diagonal tersebut, sehingga uji normalitas P-Plot ini juga masih belum bisa dikatakan berdistribusi normal.

Dari hasil pengujian normalitas histogram dan P-Plot, dilakukan lagi uji normalitas One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test (Tabel 4), agar data dalam penelitian ini dapat berdistribusi normal. Hasil pengujian normalitas One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test adalah: (1) *Dependent variable* DER (*leverage*) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov 1.355 dan nilai signifikan 0.051, jadi dapat dikatakan bahwa variabel ini berdistribusi normal karena nilai signifikannya lebih besar dari 5% atau 0.05; (2) *Independent variable* pertama yaitu DPR (Dividen) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov 1.271 dan nilai signifikan 0.075, atau lebih besar dari 5% atau 0.05, maka dapat dikatakan bahwa variabel ini berdistribusi normal; (3) *Independent variable* kedua adalah AKB (arus kas bebas) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov 1.176 dan nilai signifikan sebesar 0.126, maka dapat disimpulkan bahwa variabel ini juga tidaklah berdistribusi normal, karena nilai signifikannya lebih besar dari 5% atau 0.05; (4) Sedangkan variabel IOS (*Investment Opportunity Set*) mempunyai nilai Kolmogorov-Smirnov .837 dan nilai signifikan 0.485, maka variabel ini dapat dikatakan normal karena nilai signifikannya lebih besar dari 5 % atau 0.05.

Tabel 4 *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test Setelah Outlier*

			Zscore(DER)	Zscore(DPR)	Zscore(AKB)	Zscore(IOS)
N			42	42	42	42
Normal Parameters(a,b)	Mean		-.0889359	-.1348499	.1485485	-.0064294
	Std. Deviation		.90106086	.49538444	.70460783	1.01394849
Most Extreme Differences	Absolute		.209	.258	.181	.129
	Positive		.209	.257	.129	.129
	Negative		-.123	-.258	-.181	-.117
Kolmogorov-Smirnov Z			1.355	1.271	1.176	.837
Asymp. Sig. (2-tailed)			.051	.075	.126	.485

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk melihat apakah di dalam model regresi yang digunakan terjadi korelasi. Penelitian ini menggunakan tiga jenis uji asumsi klasik.

Pertama adalah uji multikolinieritas. Model regresi dapat memiliki kolerasi atau terjadi multikolinieritas jika nilai VIF-nya lebih dari 10, atau nilai *tolerance*-nya mendekati nilai 0.1. Hasil yang didapat dari pengujian tersebut dapat dilihat nilai *Tolerance* dan VIF dari masing-masing variabel, yaitu DPR (Dividen) dengan nilai *Tolerance* 0.417 dan VIF 2.395, AKB (arus kas bebas) dengan nilai *Tolerance* 0.937, dan nilai VIF 1.067, dan yang terakhir IOS (*Investment Opportunity Set*) dengan nilai *Tolerance* 0.428 dan nilai VIF 2.336, maka dapat disimpulkan dari ketiga variabel tersebut nilai *Tolerance*-nya tidak ada yang mendekati nilai 0.1, dan nilai VIF-nya pun tidak ada yang lebih dari nilai 10. Oleh karena itu, pada model regresi penelitian ini tidak terjadi multikolinieritas.

Pengujian kedua adalah uji heteroskedastisitas. Dari Gambar *scatterplot* terlihat bahwa data menyebar ke atas dan ke bawah, sehingga disimpulkan bahwa pada model regresi ini terjadi heterokedastisitas. Uji ketiga adalah autokolerasi *Durbin Watson* dengan hasil pada Tabel 5 di bawah ini:

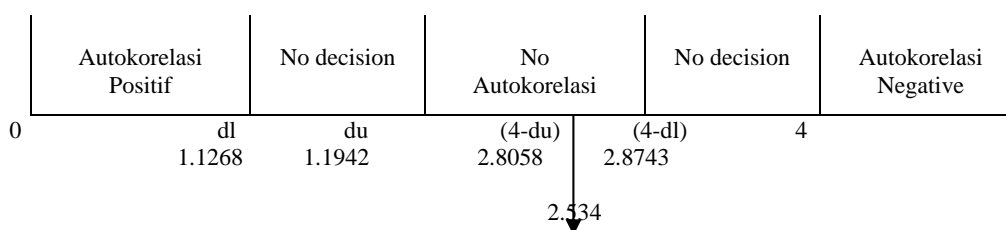
Tabel 5 Autokorelasi Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.653(a)	.426	.381	.49827	2.534

a Predictors: (Constant), IOS, AKB, DPR

b *Dependent Variable*: DER

Untuk mengetahui apakah dalam suatu model penelitian atau model regresi terjadi autokorelasi atau tidak, digunakan ketentuan sebagai berikut:



Nilai uji *Durbin Watson* pada Tabel 5 adalah 2.534, artinya lebih besar dari batas atas (du) sebesar 1.1942 dan lebih kecil dari nilai 4-1.1942 (4-du) sebesar 2.8058. Nilai 2.8058 berada pada area yang menunjukkan kriteria keputusan tidak terjadi autokorelasi, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi ini tidak terdapat autokorelasi.

Analisa Pengujian Koefisien Determinasi dan Pengujian Hipotesis

H_{a1} = Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap tingkat *Leverage* perusahaan

Koefisien Determinasi

Pada Tabel 6 di bawah ini dapat dilihat besarnya nilai koefisien korelasi (R) adalah 0.095 atau 9.5%. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara kebijakan dividen dengan tingkat *leverage* perusahaan rendah atau hampir tidak ada hubungan. Nilai R^2 pada Tabel 4.7 sebesar 0.009 atau 0.9% yang berarti variasi variabel *dependent* tingkat *leverage* perusahaan yang bisa dijelaskan oleh *independent variable* kebijakan dividen adalah sebesar 0.09%, sedangkan sisanya sebesar 99.1% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam model regresi tersebut.

Tabel 6 Tabel Uji R dan R^2 - Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.095(a)	.009	-.014	.70774

a Predictors: (Constant), DPR

Pengujian Hipotesis

H_{o1} : Kebijakan Dividen tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

H_{a1} : Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Dari Tabel 7 di bawah ini didapat nilai sig dari *variable dependent* DPR (Dividen) ini sebesar 0.534 dan lebih besar dari $\alpha = 0.05$, artinya H_{01} diterima dan H_{a1} ditolak (Lihat Kurva Penerimaan atau Penolakan H_a dan H_o (Gambar 6)), yaitu kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Dari Gambar 6 didapat nilai t Tabel yang diperoleh sebesar 2.0211, sedangkan nilai t hitung yang terdapat pada Tabel 4.8 sebesar 0.627, hal ini menunjukkan bahwa nilai t hitungnya lebih kecil dari nilai t Tabel, sehingga H_o diterima dan H_a ditolak, dan didukung dengan nilai sig nya, sehingga dapat dibuat model regresi berikut:

$$Y = 1.008 + 0.001X_1 + \epsilon_1$$

Keterangan:

Y : tingkat *leverage* perusahaan

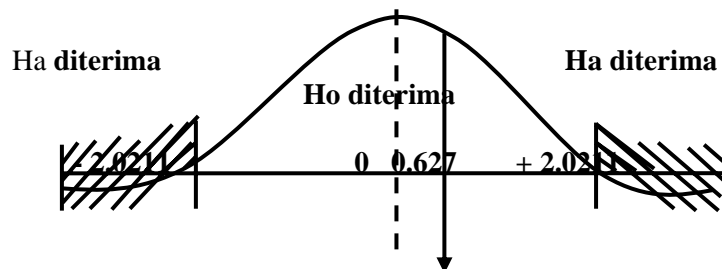
X_1 : kebijakan dividen

Dapat disimpulkan bahwa *independent variable* kebijakan dividen memiliki koefisien regresi sebesar 0.001 artinya bila *independent variable* naik 1% maka variabel *dependent* tingkat *leverage* perusahaan akan naik 0.001%.

Tabel 7 Tabel Uji T Statistik - Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	1.008	.116		8.670	.000
	DPR	.001	.002	.095	.627	.534

a. Dependent Variable: DER



Gambar 6. Kurva Penerimaan atau Penolakan H_a dan H_o .

H_{a2} = Kebijakan dividen dengan *Investment Opportunity Set* berpengaruh terhadap tingkat *Leverage* perusahaan.

Koefisien Determinasi

Pada Tabel 8 di bawah ini dapat dilihat besar nilai koefisien kolerasi (R) adalah 0.432 atau 43.2% yang menunjukkan bahwa pengaruh antara kebijakan dividen dengan tingkat *leverage* perusahaan adalah sedang atau memiliki hubungan setelah dimasukkan *variable moderatin investment opportunity set* (IOS). Nilai *adjusted R²* pada Tabel 8 sebesar 0.148 atau 14.8% yang berarti variasi variabel *dependent* tingkat *leverage* perusahaan yang bisa dijelaskan oleh *independent variable* kebijakan dividen bersama dengan *variable moderating investment opportunity set* (IOS) adalah 14.8%, sedangkan sisanya sebesar 85.2% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak terdapat di dalam model regresi tersebut.

Tabel 8 Tabel Uji R dan R²- Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.432(a)	.187	.148	.64869

a Predictors: (Constant), IOS, DPR

Pengujian Hipotesis

Ho₂ : Kebijakan Dividen dengan *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Ha₂ : Kebijakan Dividen dengan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Dari Tabel 9 di bawah ini, nilai sig dari *variable dependent* DPR (Dividen) dan *Variable moderating* (IOS) adalah 0.013 dan nilai ini lebih kecil dari pada $\alpha = 0.05$, artinya Ho₂ ditolak dan Ha₂ diterima, yaitu kebijakan dividen dengan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Selain itu nilai *F* Tabel yang diperoleh adalah sebesar 2.84. Sedangkan nilai *F* hitung yang terdapat pada Tabel 9 adalah sebesar 4.826, dan hal ini menunjukkan bahwa nilai *t* hitungnya lebih besar dari nilai *t* tabel, di mana nilai *t* hitung ini berada di daerah Ho ditolak, maka Ho ditolak dan Ha diterima, dan hal ini didukung pula dengan nilai sig nya.

Tabel 9 Tabel Uji F Statistik - ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.062	2	2.031	4.826	.013(a)
	Residual	17.674	42	.421		
	Total	21.735	44			

a Predictors: (Constant), IOS, DPR

b *Dependent Variable*: DER

Tabel 10 Tabel Uji T Statistik- Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.606	.170		3.565	.001
	DPR	.000	.002	-.009	-.065	.948
	IOS	.227	.075	.434	3.031	.004

a *Dependent Variable*: DER

Dari pengujian Ha₂ dapat dibuat model regresi sebagai berikut:

$$Y = 0.606 + 0.000X_1 + 0.277X_3 + \epsilon_1$$

Keterangan:

Y : tingkat *leverage* perusahaan

X₁: kebijakan dividen

X₃: *investment opportunity set* (IOS)

Persamaan di atas menunjukkan bahwa tingkat *leverage* perusahaan akan bernilai konstan sebesar 0.606 jika faktor-faktor lain bernilai nol. Variabel kebijakan dividen bernilai 0.000 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari kebijakan dividen sebesar 1 %, maka tingkat *leverage perusahaan* akan naik sebesar 0.000%, atau dapat dikatakan tidak mempunyai pengaruh. Jika *variable moderating* IOS bernilai 0.277 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari IOS sebesar Rp 1.000,- maka tingkat *leverage* perusahaan akan naik sebesar Rp 277,-.

Ha₃ = arus kas bebas Berpengaruh terhadap Tngkat *Leverage* Perusahaan

Koefisien Determinasi

Pada Tabel 11 dibawah ini dapat dilihat besarnya nilai koefisien kolerasi (R) sebesar 0.558 atau 55.8%. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara arus kas bebas dengan tingkat *leverage* perusahaan adalah sedang atau memiliki hubungan. Nilai R² yang terlihat pada Tabel 11 adalah sebesar 0.311 atau 31.1% artinya variasi variabel *dependent* tingkat *leverage* perusahaan yang bisa dijelaskan oleh *independent variable* arus kas bebas adalah 31.1%, sedangkan sisanya 68.9% dijelaskan variabel lain yang tidak terdapat dalam model regresi tersebut.

Tabel 11 *Tabel Uji R dan R²- Model Summary*

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.558(a)	.311	.295	.59020

a Predictors: (Constant), AKB

Pengujian Hipotesis

Ho₃ : arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Ha₃ : arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Dari Tabel 12 di bawah ini, nilai sig dari variabel *dependent* AKB (arus kas bebas) ini 0.000 dan nilai ini lebih kecil dari pada $\alpha = 0.05$, artinya Ho₃ ditolak dan Ha₃ diterima, yaitu arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Selain itu, dari Gambar 7, nilai *t* Tabel yang diperoleh 2.0211, sedangkan nilai *t* hitung yang terdapat pada Tabel 4.8 sebesar -4.404, dan hal ini menunjukkan bahwa nilai *t* hitungnya lebih kecil dari nilai *t* Tabel, di mana nilai *t* hitung ini berada di daerah Ha, maka Ho ditolak dan Ha diterima, serta didukung dengan nilai sig nya.

Dari pengujian Ha₃ dapat dibuat model regresi berikut:

$$Y = 0.780 - 0.00000006284X_3 + \varepsilon_1$$

Keterangan:

Y : tingkat *leverage* perusahaan

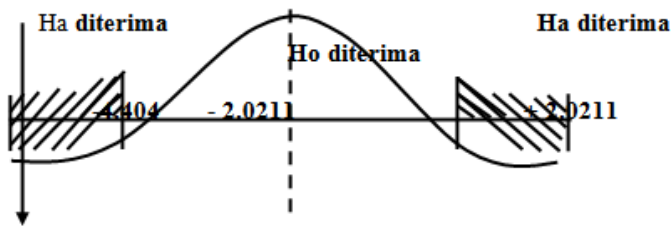
X₃: *investment opportunity set* (IOS)

Dari model regresi diatas dapat disimpulkan bahwa *independent variable* arus kas bebas memiliki koefisien regresi sebesar 0.00000006284 yang berarti bila *independent variable* naik sebesar Rp 100.000.000,- maka *dependent variable* tingkat *leverage* perusahaan akan turun sebesar Rp 6.284,-

Tabel 12 *Tabel Uji T Statistik-Coefficients(a)*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.780	.106		7.381	.000
	AKB	-6.284E-07	.000	-.558	-4.404	.000

a *Dependent Variable*: DER



Gambar 7. Kurva Penerimaan atau Penolakan Ha dan Ho.

Ha₄ = arus kas bebas dengan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan

Koefisien Determinasi

Pada Tabel 13 di bawah ini dapat dilihat besarnya nilai koefisien korelasi (R) adalah sebesar 0.723 atau 72.3%. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara arus kas bebas dengan tingkat *leverage* perusahaan adalah kuat atau memiliki hubungan yang berarti, setelah dimasukkannya *variable moderating investment opportunity set* (IOS). Nilai adjusted R² yang terlihat pada Tabel 13 adalah sebesar 0.500 atau 50% yang berarti bahwa *variability dependent variable* tingkat *leverage* perusahaan yang bisa dijelaskan oleh *independent variable* kebijakan dividen bersama dengan *variable moderating investment opportunity set* (IOS) adalah sebesar 50%, sedangkan sisanya sebesar 50% dijelaskan oleh *variable* lainnya yang tidak terdapat didalam model regresi tersebut.

Tabel 13 Tabel Uji R dan R²- Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.723(a)	.523	.500	.49681

a Predictors: (Constant), IOS, AKB

Pengujian Hipotesis

Ho₄ : arus kas bebas dengan *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Ha₄ : arus kas bebas dengan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Dari Tabel 14 di bawah ini, nilai sig dari *variable dependent* DPR (Dividen) dan *Variable moderating* (IOS) adalah sebesar 0.000 dan nilai ini lebih kecil dari pada $\alpha = 0.05$, artinya Ho₄ ditolak dan Ha₄ diterima, yaitu arus kas bebas dengan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Selain itu, dari Gambar 4.9 maka nilai F Tabel yang diperoleh adalah sebesar 2.84, sedangkan nilai F hitung yang terdapat pada Tabel 4.15 adalah sebesar 23.031, dan hal ini menunjukkan bahwa nilai t hitungnya lebih besar dari nilai t Tabel, dimana nilai t hitung ini berada didaerah Ho ditolak, maka Ho ditolak dan Ha diterima, dan hal ini didukung pula dengan nilai sig nya.

Tabel 14 Tabel Uji F Statistik-ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11.369	2	5.685	23.031	.000(a)
	Residual	10.366	42	.247		
	Total	21.735	44			

a Predictors: (Constant), IOS, AKB

b Dependent Variable: DER

Dari pengujian Ha4 dapat dibuat model regresi sebagai berikut:

$$Y = 0.308 - 0.00000006544X_2 + 0.241X_3 + \varepsilon$$

Keterangan:

Y : tingkat *leverage* perusahaan

X₂: arus kas bebas

X₃: *investment opportunity set* (IOS)

Tingkat *leverage* perusahaan bernilai konstan sebesar 0.308 jika faktor-faktor lain bernilai nol. Variabel arus kas bebas bernilai 0.00000006544 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari arus kas bebas sebesar Rp 100.000.000,- maka tingkat *leverage perusahaan* akan turun sebesar Rp 6.6544. Sedangkan jika *variable moderating* IOS bernilai 0.241 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari IOS sebesar Rp 1.000,- maka tingkat *leverage perusahaan* akan naik sebesar Rp 241 (Tabel 15).

Tabel 15 Tabel Uji T Statistik-Coefficients(a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.308	.141		.461	.035
	AKB	-6.544E-07	.000	-.581	-5.442	.000
	IOS	.241	.056	.461	4.323	.000

a Dependent Variable: DER

Ha₅ = Kebijakan Dividen dan arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *Leverage* perusahaan.

Koefisien Determinasi

Pada Tabel 16 di bawah ini dapat dilihat besarnya nilai koefisien kolerasi (R) adalah sebesar 0.581 atau 58.1%. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara kebijakan dividen dan arus kas bebas dengan tingkat *leverage* perusahaan adalah sedang atau memiliki hubungan. Nilai adjusted R² yang terlihat pada Tabel 16 adalah sebesar 0.306 atau 30.6% yang berarti bahwa *variasi* tingkat *leverage* perusahaan yang bisa dijelaskan oleh kebijakan dividen dan arus kas bebas adalah sebesar 30.6%, sedangkan sisanya sebesar 69.4% dijelaskan oleh *variable* lainnya yang tidak terdapat didalam model regresi tersebut.

Tabel 16 Tabel Uji R dan R²-Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.581(a)	.337	.306	.58561

a Predictors: (Constant), AKB, DPR

Pengujian Hipotesis

Ho₅ : Kebijakan Dividend dan arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap tingkat *Leverage* perusahaan.

Ha₅ : Kebijakan Dividend dan arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *Leverage* perusahaan.

Dari Tabel 17 di bawah ini, nilai sig dari *variable dependent* DPR (Dividen) dan arus kas bebas sebesar 0.000 dan nilai ini lebih kecil dari pada $\alpha = 0.05$, artinya Ho₅ ditolak dan Ha₅ diterima, yaitu kebijakan dividen dan arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Selain itu, nilai *F* Tabel yang diperoleh adalah sebesar 2.84. Sedangkan nilai *F* hitung yang terdapat pada

Tabel 17 adalah 10.690, dan hal ini menunjukkan bahwa nilai t hitungnya lebih besar dari nilai t Tabel, dimana nilai t hitung ini berada didaerah H_0 ditolak, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, dan hal ini didukung pula dengan nilai sig nya.

Tabel 17 Tabel Uji F Statistik-ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.332	2	3.666	10.690	.000(a)
	Residual	14.403	42	.343		
	Total	21.735	44			

a Predictors: (Constant), AKB, DPR

b Dependent Variable: DER

Dari pengujian H_{a5} dapat dibuat model regresi sebagai berikut:

$$Y = 0.719 + 0.002X_1 - 0.00000006504X_2 + \varepsilon_1$$

Keterangan:

Y : Tingkat *leverage* perusahaan

X1: Kebijakan Dividen

X2: arus kas bebas

Persamaan di atas menunjukkan bahwa tingkat *leverage* perusahaan akan bernilai konstan sebesar 0.719 (Tabel 18) jika faktor-faktor lain bernilai nol. Variabel kebijakan dividen 0.00000006544 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari kebijakan dividen sebesar 1%, maka tingkat *leverage perusahaan* akan naik sebesar 0.719%. Jika *variable arus kas bebas* bernilai 0.00000006504 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari arus kas bebas sebesar Rp 100.000.000,- maka tingkat *leverage perusahaan* akan turun sebesar Rp 6.504,-.

Tabel 18 Tabel Uji T Statistik-Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.719	.115		6.239	.000
	DPR	.002	.002	.164	1.295	.202
	AKB	-6.504E-07	.000	-.577	-4.561	.000

a Dependent Variable: DER

H_{a6} = Kebijakan Dividen, Arus kas bebas, *Investment Opportunity Set* (IOS) Berpengaruh terhadap Tingkat Leverage Perusahaan.

Koefisien Determinasi

Pada Tabel 19 ini dapat dilihat besarnya nilai koefisien kolerasi (R) adalah sebesar 0.725 atau 72.5%. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh antara kebijakan dividen, arus kas bebas, *investment opportunity set* (IOS) dengan tingkat *leverage perusahaan* adalah kuat atau memiliki hubungan yang berarti. Nilai adjusted R^2 yang terlihat pada Tabel 19 adalah sebesar 0.491 atau 49.1% yang berarti bahwa *variasi dependent variable* tingkat *leverage perusahaan* yang bisa dijelaskan oleh *independent variable* kebijakan dividen dan arus kas bebas bersama dengan *variable moderating IOS* adalah sebesar 49.1%, sedangkan sisanya sebesar 50.9% dijelaskan oleh *variable* lainnya yang tidak terdapat di dalam model regresi tersebut.

Tabel 19 Tabel Uji R dan R² - Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.725(a)	.526	.491	.50122

a Predictors: (Constant), IOS, AKB, DPR

Pengujian Hipotesis

Ho₆ : kebijakan dividend, arus kas bebas, *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Ha₆ : kebijakan dividend, arus kas bebas, *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Dari Tabel 4.20 nilai sig dari *variable dependent* DPR (Dividen) dan arus kas bebas (AKB), serta IOS adalah sebesar 0.000 dan nilai ini lebih kecil dari pada $\alpha = 0.05$, artinya Ho₅ ditolak dan Ha₅ diterima, yaitu kebijakan dividen, arus kas bebas, *investment opportunity set* berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Selain itu, dari Tabel 20 nilai *F* Tabel yang diperoleh adalah sebesar 2.84, sedangkan nilai *F* hitung yang terdapat pada Tabel 20 adalah sebesar 15.173, dan hal ini menunjukkan bahwa nilai *t* hitungnya lebih besar dari nilai *t* Tabel, dimana nilai *t* hitung ini berada didaerah Ho ditolak, maka Ho ditolak dan Ha diterima, dan hal ini didukung pula dengan nilai sig nya.

Tabel 20 Tabel Uji F Statistik-ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11.435	3	3.812	15.173	.000(a)
	Residual	10.300	41	.251		
	Total	21.735	44			

a Predictors: (Constant), IOS, AKB, DPR

b *Dependentt* Variable: DER

Dari pengujian Ha₆ dapat dibuat model regresi sebagai berikut:

$$Y = 0.300 + 0.001X_1 - 0.00000006613X_2 + 0.234X_3 + \varepsilon_1$$

Keterangan:

Y : tingkat *leverage* perusahaan

X₁: kebijakan dividen

X₂: arus kas bebas

X₃: *investment opportunity set*

Persamaan di atas menunjukkan bahwa tingkat *leverage* perusahaan akan bernilai konstan sebesar 0.300 jika faktor-faktor lain bernilai nol. Variabel kebijakan dividen 0.001 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari kebijakan dividen sebesar 1%, maka tingkat *leverage perusahaan* akan naik sebesar 0.001%. Sedangkan jika *variable* arus kas bebas bernilai 0.00000006613 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari arus kas bebas sebesar Rp 100.000.000,- maka tingkat *leverage* perusahaan akan turun sebesar Rp 6.613,-. Sedangkan jika *variable moderating* IOS bernilai 0.234 menunjukkan bahwa setiap kenaikan dari IOS sebesar Rp 1.000,- maka tingkat *leverage* perusahaan akan naik sebesar Rp 234,- (Tabel 21).

Tabel 21 Tabel Uji T Statistik-Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.300	.143		2.097	.042
	DPR	.001	.002	.057	.513	.610
	AKB	-6.613E-07	.000	-.587	-5.418	.000
	IOS	.234	.058	.448	4.041	.000

a Dependent Variable: DER

PENUTUP

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji atau melihat apakah ada pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap hubungan antara kebijakan dividen dan arus kas bebas terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Dengan menggunakan 42 sampel perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI untuk periode 2003-2007, penelitian ini mendapatkan kesimpulan sebagai berikut: (1) Hasil *moderated regression analysis* menyimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi *leverage* perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan hal yang berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Yusef Widya Karsana dan Supriyadi (2005); (2) Hasil *moderated regression analysis* menyimpulkan bahwa kebijakan dividen dengan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Hasil ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan Yusef Widya Karsana dan Supriyadi (2005); (3) Hasil *moderated regression analysis* menyimpulkan bahwa arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Dari hasil penelitian ini maka hasilnya tidak sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan Yusef Widya Karsana dan Supriyadi (2005); (4) Hasil *moderated regression analysis* menyimpulkan bahwa arus kas bebas dengan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan Yusef Widya Karsana dan Supriyadi (2005); (5) Hasil *moderated regression analysis* menyimpulkan bahwa kebijakan dividen dan arus kas bebas berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Sedangkan hasil penemuan ini berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Yusef Widya Karsana dan Supriyadi (2005); (6) Hasil *moderated regression analysis* menyimpulkan bahwa kebijakan dividen, arus kas bebas, *investment opportunity set* berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Yusef Widya Karsana dan Supriyadi (2005).

Keterbatasan

Penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan dan karenanya masih perlu dikembangkan lagi pada penelitian berikutnya. Adapun beberapa keterbatasannya seperti: (1) Penelitian ini hanya menguji *investment opportunity set* (IOS) sebagai variable *moderating* pada hubungan antara kebijakan dividen dengan *leverage* perusahaan; (2) Penelitian ini hanya menggunakan salah satu proksi *investment opportunity set* (IOS) yang berbasis harga yaitu dengan menggunakan *ratio market to book value equity*; (3) *Sample* perusahaan dalam penelitian ini hanya mencakup perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI pada periode 2003-2007; (4) Penelitian ini tidak memasukkan beberapa variable lain yang mungkin relevan seperti antara lain struktur kepemilikan perusahaan, *size*, dan seterusnya.

Rekomendasi

Beberapa rekomendasi yang dapat diutarakan, antara lain: (1) Bagi para *investor* penelitian ini dapat digunakan jika *investor* ingin melakukan suatu investasi dapat melihat kebijakan dividen dan arus kas bebas dengan *leverage* perusahaan yang dengan memasukkan *investment opportunity set* ini sebagai *variable* moderatingnya; (2) Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya menambahkan *sample* penelitian yang lebih banyak, tidak hanya terfokus pada perusahaan makanan dan minuman saja. Tetapi bisa perusahaan manufaktur lainnya, selain itu periode penelitian yang dilakukan pun bisa diperpanjang; (3) Selain itu, dapat menambahkan *variable moderating* yang ada, tidak hanya menggunakan *investment opportunity set* (IOS), tetapi dapat menggunakan profitabilitas, struktur kepemilikan, dan lain-lain. Penambahan *variable moderating* dapat membuat atau memberikan pemahan yang semakin lengkap tentang faktor-faktor yang mempengaruhi hubungan antara kebijakan dividen dan arus kas bebas dengan tingkat *leverage* perusahaan terutama yang berkaitan dengan teori keagenan; (4) Proksi *investment opportunity set* (IOS) yang digunakan tidak hanya berbasis harga saja, tetapi juga dapat menggunakan proksi berbasis investasi dan varian untuk melihat tingkat konsistensi atau validitas dari hasil penelitian; (5) Lebih baik memasukkan variabel struktur kepemilikan karena akan memberikan gambaran yang lebih jelas lagi tentang hubungan arus kas bebas dengan kepemilikan karena *agency cost* berhubungan dengan struktur kepemilikan (Agrawal dan Jayaraman, 1994).

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. (1998). Does the packing order hypothesis explain the dividend payout ratio of firm in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25, 1127-1155.
- Allen, D.E. (1993). The packing order hypothesis Australian evidence. *Applied Financial Economics*, 3, 101-112.
- Bodie, Kane, Marcus. (2008). *Investment*. Singapore: Mc Graw-Hill International.
- Brigham, E. F. (2005). *Financial Management: Theory and Practice, international edition*. Boston: South Western College Publishing.
- Ghozali, Imam, (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, edisi IV. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, J. (1999). An Agency Cost Explanation for Dividend Payments. Karya tulis tidak diterbitkan. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.
- Jensen. M. C. (1995). Agency Cost of Free Cash Flow, Cooperate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93.
- Myres. S. C. (1997). Determines of Cooperate Borrowing. *Journal of Financing Economics*, 5, 147-175.