

## BAB 4 PEMBAHASAN

### 4.1. Statistik Deskriptif

Tabel 4.1. dan 4.2. di bawah merupakan statistik deskriptif dan korelasi antar variabel dalam pengujian ini. Rata-rata sampel mendapatkan reaksi pasar berupa AAR yang positif. Sementara pada rata-rata DPO dapat dilihat bahwa perbandingan nilai pembagian dividen terhadap laba perusahaan cukup rendah yaitu hanya sekitar 22% dari laba bersih yang diperoleh perusahaan. Pada rata-rata peringkat obligasi yang tinggi menunjukkan lebih banyak perusahaan yang mendapatkan peringkat A ke atas. Dari tabel korelasi dapat dilihat karakter hubungan linear antara variabel bebas dengan variabel dependen, yaitu kas berhubungan negatif dan peringkat berhubungan positif dengan reaksi pasar dimana hal ini konsisten dengan hipotesis, namun korelasi pada variabel DPO tidak konsisten dengan hipotesis yaitu berhubungan secara positif dengan reaksi pasar. Pengujian dengan menggunakan *Pearson Correlation Test* dan uji-*t* (tabel 4.2. dan tabel 4.3.) memberikan hasil korelasi antar variabel yang tidak signifikan untuk semua variabel. Hal ini berarti tidak terdapat variabel yang secara signifikan berpengaruh terhadap variabel yang lain. Hubungan ini kemudian akan diuji kembali pada model regresi dan dapat menjadi pendukung bagi hasil pengujian regresi tersebut. Sebagai tambahan analisis, signifikansi dari korelasi antar variabel bebas tidak mengindikasikan adanya gejala multikolinearitas.

Tabel 4.1. Statistik Deskriptif Variabel Uji

<b>Variabel</b>	<b>N</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. dev</b>	<b>Max</b>	<b>Min</b>
<b>AAR</b>	40	0.000700	0.028428	0.066359	-0.093476
<b>Cash</b>	40	0.645003	0.490805	1.752431	0.010199
<b>DPO</b>	40	0.225294	0.434656	2.740166	0
<b>Rating</b>	40	0.825000	0.384808	1	0

Tabel 4.2. Pengujian Korelasi dengan *Pearson Correlation Test*

	<b>AAR</b>	<b>Cash</b>	<b>DPO</b>
<b>AAR</b>	1	-0.024313 (-0.30229)	0.200426 (-0.93424)
<b>Cash</b>	-0.024313 (-0.30229)	1	-0.176360 (-0.55462)
<b>DPO</b>	0.200426 (-0.93424)	-0.176360 (-0.55462)	1

Nilai di dalam tanda kurung menunjukkan *p-value*

Tabel 4.3. Uji Beda

	<i>Rating</i>
<b>AAR</b>	0.055308 (0.341464)
<i>Cash</i>	0.308415 (1.998627)
<b>DPO</b>	-0.213875 (-1.34964)

Nilai di dalam tanda kurung menunjukkan *p-value*

#### 4.2. Hasil Pengujian Hipotesis 1

Hasil *event study* dipaparkan pada tabel 4.4. Dari 45 sampel tidak ditemukan nilai *abnormal return* yang signifikan baik pada t-1, t, maupun pada akumulasi selama dua hari pengamatan tersebut. Nilai akumulasi *abnormal return* (CAR) bahkan lebih kecil dari pada *abnormal return* pada t karena *abnormal return* pada t-1 adalah negatif.

Tabel 4.4. *Abnormal Return* Total Sampel

	<i>Abnormal returns</i>	<i>p-value</i>
<b>CARt-1</b>	-0.001236	0.397
<b>CARt</b>	0.001260	0.572
<b>CARt-1,t</b>	0.000024	0.501
<b>AARt-1,t</b>	0.000012	0.501

Dengan tidak ditemukannya *abnormal return* yang signifikan ini, maka alternatif hipotesis pertama ( $H_{11}$ ) ditolak. Investor tidak melihat penerbitan obligasi yang menambah kas yang ada di bawah kendali manajemen sebagai hal yang menimbulkan *free cash flow problem*. Namun hal ini tidak menutup kemungkinan bahwa pasar telah bereaksi terlebih dahulu sebelum obligasi

dinyatakan efektif seperti pada saat perusahaan mengumumkan rencana penerbitan obligasi, pada saat *book building*, atau pada waktu-waktu lainnya sebelum obligasi dinyatakan efektif sehingga *abnormal return* tidak ditemukan pada waktu obligasi dinyatakan efektif, kemungkinan lain ialah pasar terlambat bereaksi disamping juga kebutuhan akan jumlah sampel yang jauh lebih besar dan periode penelitian yang berbeda seperti pada penelitian Perfect (1998).

Tidak ditemukannya *abnormal return* yang signifikan ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya seperti penelitian oleh Shyam-Sunder (1985 & 1991), Eckbo (1985), Dann dan Mickelson (1984), serta penelitian oleh Johnson (1995) namun berbeda dengan penelitian oleh Perfect (1998) yang menemukan *abnormal return* yang negatif dan signifikan pada hari t. Menurut Perfect, ditemukannya *abnormal return* yang signifikan ini kemungkinan karena jumlah sampel yang lebih besar daripada penelitian sebelumnya dan periode yang berbeda dari penelitian sebelumnya. Sebagai perbandingan jumlah sampel yang digunakan oleh Eckbo pada tahun 1985 adalah sebanyak 459 sampel, digunakan Shyam-Sunder pada penelitian tahun 1991 ialah sebanyak 297 penerbitan dan lebih sedikit sampel lagi pada penelitiannya tahun 1985. Johnson pada penelitiannya menggunakan sebanyak 129 penerbitan obligasi. Sementara itu Perfect menggunakan jumlah sampel yang jauh lebih besar yaitu sebanyak 937 penerbitan obligasi. Berdasarkan periode penelitian Eckbo, Dann dan Mikkelson, serta penelitian pertama Shyam-Sunder dilakukan pada pertengahan tahun 80-an, kemudian Shyam-Sunder melakukan penelitian yang sama lagi pada tahun 1991. Johnson kemudian melakukan penelitian pada tahun 1995, dan akhirnya penelitian yang terbaru dilakukan oleh Perfect pada tahun 1998. Dengan demikian memang terdapat kemungkinan besarnya sampel dan periode penelitian berpengaruh pada temuan signifikansi *abnormal return*.

Banyaknya faktor baik internal maupun eksternal perusahaan yang mempengaruhi *return* saham kemungkinan membuat dampak dari penerbitan saham terhadap reaksi pasar hanya dapat ditemukan jika menggunakan jumlah sampel yang sangat besar sementara pada penelitian ini hanya menggunakan variabel yang jauh lebih kecil yaitu sebanyak 45 sampel. Jika dilihat dari faktor periode penelitiannya, *abnormal return* yang signifikan yang ditemukan oleh

Perfect kemungkinan disebabkan oleh faktor-faktor perilaku rasional investor, perkembangan teknologi informasi, dan perkembangan profesi pasar modal yang semakin lama terus berkembang menjadikan pasar semakin mampu untuk menilai dengan tepat harga wajar saham dan bereaksi dengan lebih cepat menyesuaikan kepada harga wajar saham ketika suatu perusahaan melakukan suatu penawaran umum atau aksi korporasi lainnya.

### 4.3. Pengujian Sensitivitas

Sebagai tambahan terhadap pengujian hipotesis pertama, dilakukan pengujian lanjutan dengan menggunakan dua hari tambahan setelah *event date* (t+1 dan t+2). Hal ini dilakukan dalam mengantisipasi kemungkinan reaksi pasar yang terlambat yang mengakibatkan *abnormal return* signifikan yang sesungguhnya ada namun tidak dapat ditemukan dengan menggunakan *event window* pada t dan sebelumnya. Tabel 4.5. berikut merupakan nilai *abnormal return* dua hari setelah *event date*.

Tabel 4.5. *Abnormal Return* Saham pada t+1 dan t+2

	<i>Abnormal returns</i>	<i>p-value</i>
<b>CAR t+1</b>	0.000972	0.863
<b>CAR t+2</b>	0.001065	0.872
<b>CAR t-1, t, t+1, &amp; t+2</b>	0.002060	0.595
<b>AAR t-1, t, t+1, &amp; t+2</b>	0.000515	0.595

Hasil pengujian menunjukkan tidak ada *abnormal return* yang signifikan di sekitar hari pengamatan, baik pada t+1, t+2, maupun kumulatif *abnormal return* selama empat hari pengamatan. Hasil ini dapat menguatkan hasil pengujian sebelumnya yang juga tidak menemukan *abnormal return* yang signifikan pada saat penerbitan obligasi.

#### 4.4. Hasil Pengujian Hipotesis 2,3, & 4

Uji asumsi klasik dalam melihat validasi model tidak menunjukkan indikasi permasalahan yang mengakibatkan penduga pada model menjadi tidak BLUE. *F-stat* dalam *White Heteroskedasticity Test* tidak signifikan pada alfa 10% yang berarti tidak terdapat permasalahan heteroskedastisitas pada model ini. Sementara itu pada pengujian multikolinearitas, nilai *eigenvalues* tidak mendekati nol kecuali pada variabel peringkat. Nilai *Conditional Index* yang jauh dari 10 dan juga nilai VIP dan TOL yang satu menunjukkan bahwa tidak terdapat indikasi adanya multikolinearitas pada model. Dengan demikian penduga adalah valid dan dapat digunakan untuk analisis selanjutnya (hasil masing-masing pengujian dapat dilihat pada lampiran 3).

Hasil regresi multivariabel dapat dilihat pada tabel 4.6. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa model tidak dapat menjelaskan pengaruh variabel uji terhadap *abnormal return* (variabel terikat). Hal ini dapat disimpulkan dari nilai *R-squared* yang sangat rendah, begitu juga dengan probabilitas *F-stat.* yang tidak signifikan bahkan pada alfa 10% yang berarti model tidak cukup baik/meyakinkan untuk menjelaskan variasi dari variabel dependen. Hal ini juga sejalan dengan nilai *t-stat.* yang tidak signifikan (walaupun jika terdapat *t-stat.* yang signifikan nilai ini menjadi *unreliable*). Uji *t-stat* pada variabel bebas tidak terdapat koefisien yang signifikan pada alfa 5%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat satu pun variabel bebas yang signifikan mempengaruhi variabel dependen dimana hal ini juga didukung oleh nilai korelasi antar variabel. Dapat disimpulkan bahwa perlu digunakan model lain yang menggunakan variabel uji yang berbeda untuk dapat menjelaskan perilaku dari *abnormal return* saham pada saat obligasi diterbitkan. Pertimbangan lain ialah nilai sampel yang kurang tepat seperti menggunakan *abnormal return* yang pada uji beda ternyata tidak signifikan disamping juga nilai kas dan DPO yang berbeda secara spesifik antar sektor industri (dibahas pada bagian berikutnya) menyebabkan hasil pengujian model dan hipotesis menjadi kurang baik.

Tabel 4.6. Hasil Pengujian Model Regresi

	<b>Koefisien</b>	<b><i>p-Value</i></b>
<b><i>Cash</i></b>	-0.001092	0.9133
<b>DPO</b>	0.014405	0.1967
<b><i>Rating</i></b>	0.007995	0.5361
<b>C</b>	-0.008437	0.5010

Tidak signifikannya variabel peringkat obligasi ini konsisten dengan penelitian Shyam-Sunder (1991). Dengan demikian alternatif hipotesis keempat ( $H_{41}$ ) ditolak dan disimpulkan bahwa peringkat obligasi tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar saat penerbitan obligasi. Pasar tidak melihat perbedaan risiko obligasi yang diterbitkan berpengaruh bagi nilai pemegang saham dan hal ini mendukung penelitian Shyam-Sunder.

Sementara itu, variabel kas yang tersedia dan *dividend payout* tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen. Hasil temuan ini tidak mendukung hipotesis sehingga baik alternatif hipotesis kedua ( $H_{21}$ ) dan hipotesis ketiga ( $H_{31}$ ) ditolak. Hasil ini berbeda dengan hasil temuan penelitian sebelumnya dimana Johnson (1995) menemukan koefisien yang negatif dan signifikan yang mendukung hipotesis, begitu juga dengan Perfect (1998) yang menemukan koefisien yang negatif dan signifikan. Sehingga disimpulkan bahwa *dividend payout* dan kas yang tersedia di bawah kendali manajemen tidak berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar pada saat penerbitan obligasi. Baik *dividend payout* maupun kas yang tersedia bukan hal yang menjadi pertimbangan investor dalam menentukan nilai pasar pada saat obligasi diterbitkan.

#### **4.5. Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis**

Dari hasil yang diperoleh dapat diamati bahwa hipotesis terkait dengan pendapat Jensen (1986) mengenai *cash flow problem* yaitu hipotesis pertama hingga ketiga tidak terbukti secara statistik. Hal ini dapat memberikan indikasi

bahwa *free cash flow problem* bukan menjadi pertimbangan utama bagi investor di pasar modal Indonesia terkait penerbitan obligasi. Namun hal ini masih perlu diuji dengan menggunakan *event date* yang lain mengingat reaksi pasar mungkin terjadi pada waktu lain sebelum atau sesudah pernyataan efektif oleh BAPEPAM dan LK. Begitu juga dengan variabel peringkat obligasi yang tidak signifikan memberikan kesimpulan bahwa perbedaan risiko yang dicerminkan pada peringkat obligasi tidak mempengaruhi penilaian investor terhadap nilai perusahaan ketika obligasi diterbitkan.

Tidak adanya variabel yang berpengaruh ini dapat disebabkan oleh perkembangan pasar modal Indonesia yang kurang bila dibandingkan dengan perkembangan pasar modal di Amerika Serikat. Sebagai perbandingan dalam periode lima tahun (1980-1984) di Amerika Serikat terdapat 510 penerbitan obligasi oleh perusahaan terbuka. Sementara itu di Indonesia selama enam tahun (2003-2008) hanya terdapat sekitar 69 penerbitan obligasi oleh perusahaan terbuka. Jumlah ini sangat jauh berbeda dan ditambah dengan perbedaan waktu lebih dari dua puluh tahun. Hal ini dapat menjadi salah satu indikator perbedaan perkembangan pasar modal diantara kedua negara tersebut. Perbedaan perkembangan pasar modal ini dapat berdampak pada perilaku investor dan jumlah analis yang melakukan riset. Semakin rasional investor dan semakin banyak analis yang melakukan riset maka akan semakin sensitif terhadap informasi publik dan semakin akurat penilaian terhadap harga saham.

Secara keseluruhan, tidak adanya variabel-variabel yang signifikan yang mendukung hipotesis yang berdasarkan atas argumen Jensen (1986) pada penelitian dengan sampel pasar modal di Indonesia ini mungkin disebabkan oleh tingkat perkembangan pasar modal yang membuat investor yang kurang sensitif terhadap indikator-indikator yang menunjukkan *free cash flow problem*. Kemungkinan lainnya ialah investor memahami kemungkinan terjadinya *free cash flow problem*, akan tetapi investor lebih mempertimbangkan faktor-faktor lain seperti: penerbitan obligasi adalah upaya manajemen untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan mengoptimalkan *tax benefit* yang didapat terhadap kemungkinan *financial distress*, *pecking order theory* yang membuat investor berpikir bahwa penerbitan obligasi hanya masalah urutan sumber pendanaan saja,

dan juga *financial signalling* yang membuat investor berpikir bahwa penerbitan obligasi dilakukan karena pada saat perusahaan membutuhkan pendanaan harga saham dalam keadaan *undervalued*. Namun hal ini masih perlu diuji untuk mengetahui faktor apa yang menjadi pertimbangan utama investor pada saat perusahaan menerbitkan obligasi.

Selain itu pengujian terhadap model regresi ini juga masih perlu diuji dengan menggunakan *event date* selain ketika pernyataan efektif obligasi diumumkan. Selain itu bercermin pada pengujian yang dilakukan oleh Perfect (1998), pertimbangan lain dalam upaya untuk menguatkan hasil pengujian ini adalah jumlah sampel yang lebih banyak dan periode pengujian yang berbeda. Secara keseluruhan model ini tidak dapat menjelaskan variabel dependennya yaitu AAR atau rata-rata *abnormal return* pada  $t$  dan  $t-1$  pada saat penerbitan obligasi, dengan demikian perlu dicari model lain yang dapat menjelaskan AAR ini.

Kemungkinan lain yang tidak dapat diabaikan ialah masalah reaksi harga saham yang tidak terjadi pada saat  $t$  dan  $t-1$ . Dalam hal ini pasar dapat saja bereaksi setelah *event window* yang menunjukkan gejala efisiensi pasar yang belum dalam bentuk *semi strong* sehingga tidak dapat ditangkap dengan menggunakan metode *event study* atau sebaliknya justru pasar telah bereaksi lebih dahulu sebagai akibat dari kebocoran informasi.

Selain hal-hal tersebut di atas, perlu juga dilakukan analisis terhadap saham individual terkait risiko *cash flow problem*-nya. Sesuai dengan dasar penelitian ini yaitu berdasarkan pendapat Jensen (1986) dan penelitian Perfect (1998) *cash flow problem* dipengaruhi oleh jumlah kas yang ada dibawah pengaruh manajemen dan kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan, yaitu berbanding lurus dengan jumlah kas dan berbanding terbalik dengan kesempatan investasi. Dengan demikian pada pada sampel diatas risiko *cash flow problem* kemungkinan lebih besar pada perusahaan dengan kas yang lebih besar dari pada rata-rata sampel. Namun disamping itu risiko ini berkurang pada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang besar yaitu kas tersebut tidak digunakan untuk hal yang memberikan *return* yang tidak optimal tetapi diinvestasikan pada tujuan investasi yang optimal. Risiko ini dapat dilihat pada kejadian atau aktifitas perusahaan setelah dilakukan penerbitan obligasi seperti

tujuan penggunaan dana, jumlah kas yang tidak dialokasikan penggunaannya (dana menganggur) atau dana yang hanya diinvestasikan pada surat-surat berharga, atau bahkan digunakan pada *related party transaction* yang bertujuan hanya untuk kepentingan pemilik saham mayoritas dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham minoritas.

Untuk lebih mengetahui penjelasan atas hasil pengujian hipotesis tersebut, maka dilakukan analisis atas beberapa perusahaan sampel sebagai berikut. Yang pertama adalah penerbitan obligasi RUIS tahun 2007. RUIS merupakan salah satu sampel yang memiliki jumlah kas yang di atas rata-rata sampel yang tertinggi (dapat dilihat pada lampiran). Berikut informasi mengenai penerbitan obligasinya:

Nilai bersih	: Rp. 98,001,172,946
Rencana tujuan penggunaan dana:	
- pelunasan pinjaman	: Rp. 25,915,329,084
- modal kerja	: Rp. 72,085,843,862

Dari alokasi tujuan penggunaan dana tersebut hasil penerbitan ternyata hampir 75% digunakan untuk modal kerja dan hanya 25% untuk pelunasan pinjaman. Hal ini dapat memberikan indikasi penggunaan dana yang tidak optimal karena banyak dari dana dari hasil penerbitan obligasi yang menganggur atau hanya digunakan pada investasi yang memiliki imbal hasil yang rendah (*suboptimal*). Hal ini kemudian diperkuat dengan *press conference* yang dilakukan RUIS setelah penerbitan obligasinya dimana pihak manajemen mengakui bahwa sejumlah Rp. 48,755,000,000 dana dari hasil penerbitan obligasi belum digunakan dan diinvestasikan kedalam surat berharga, deposito, dan reksadana.

Selain alokasi awal tujuan penggunaan dana, permasalahan juga dapat timbul ketika rencana penggunaan dana berbeda dengan realisasinya seperti pada penerbitan obligasi oleh APOL dan ISAT pada tahun 2008. Berikut informasi mengenai penerbitan obligasi APOL dan ISAT tersebut:

Penerbitan obligasi APOL tahun. 2008:

Nilai bersih : Rp. 589,408,925,574

Penggunaan dana

Rencana penggunaan dana :

- *refinancing* : Rp. 545.874,000,000
- modal kerja : Rp. 47,626,365,988

Realisasi penggunaan dana :

- *refinancing* : Rp. 450,560,567,081
- modal kerja : Rp. 47,626,365,988
- sisa dana : Rp. 91,221,992,505

Penerbitan obligasi ISAT tahun 2008:

Nilai bersih : Rp. 1,647,755,000,000

Rencana penggunaan dana :

- ekspansi : Rp. 1,647,755,700,000

Realisasi penggunaan dana :

- ekspansi : Rp. 1,087,763,200,000
- sisa dana : Rp. 559,992,400,000

Dari total hasil penerbitan obligasi APOL terdapat sisa sebanyak Rp. 91,221,992,505 atau sekitar 15% hasil penerbitan belum ditentukan penggunaannya dan pada ISAT dana sisa ialah sebesar Rp. 91,221,992,505 atau hampir sepertiga dari hasil penerbitan. Hal ini terjadi karena perbedaan rencana tujuan awal penggunaan seperti yang tercantum pada prospektusnya dengan realisasi penggunaan dana yang terjadi setelah obligasi diterbitkan. Pada APOL hal ini terjadi karena perbedaan antara rencana nilai hutang yang akan dibeli kembali dengan nilai hutang sebenarnya pada saat hutang tersebut dibeli kembali. Sementara pada ISAT hal ini terjadi karena terdapat perbedaan besarnya dana

ekspansi yang direncanakan dengan dana yang sebenarnya digunakan. Hal ini kemungkinan terjadi karena biaya ekspansi yang lebih murah dari yang direncanakan atau karena rencana ekspansi yang tidak dapat sepenuhnya dilaksanakan. Dana yang belum ditentukan penggunaannya ini berisiko terhadap penggunaan yang tidak optimal oleh pihak manajemen.

Hal di atas memberikan dukungan dalam dua hal yaitu pertama ada kemungkinan hasil penerbitan obligasi memang tidak digunakan secara optimal oleh perusahaan dan membanjiri perusahaan dengan kas dalam jumlah yang besar (dalam hal ini ialah melalui penerbitan obligasi) yang dapat meningkatkan risiko *cash flow problem*. Sumber daya berupa kas hanya memperoleh *return* yang suboptimal sementara perusahaan harus terus menanggung biaya modal berupa bunga obligasi. Kemudian hal yang kedua ialah dengan semakin besar kas yang tersedia pada perusahaan pada saat obligasi diterbitkan dapat menambah indikasi tersebut, yaitu total sisa hasil penerbitan ditambah dengan jumlah kas yang telah tersedia sebelum obligasi diterbitkan berisiko untuk tidak digunakan secara optimal. Adapun efek positif dari *binding* yang diciptakan dari kewajiban terhadap ketentuan dengan kreditur menjadi kurang optimal atau dapat meng-*offset* karena di sisi lain penerbitan obligasi justru menjadikan sumber daya yang ada menjadi kurang optimal penggunaannya. Hal ini yang membedakan penerbitan obligasi yang digunakan untuk membeli kembali saham (murni hanya untuk mengubah struktur modal perusahaan) dan penerbitan obligasi yang tidak digunakan untuk membeli kembali saham.

Namun seperti yang telah disebutkan sebelumnya bahwa selain jumlah kas yang ada dan kas yang akan datang dalam bentuk penerbitan obligasi, faktor kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan perlu menjadi pertimbangan. Pada perusahaan yang memiliki banyak kas namun memiliki kesempatan investasi yang besar mungkin tidak akan terlalu bermasalah karena kas tersebut dapat langsung diinvestasikan untuk memaksimalkan *stockholder value* dan menghindari atau mengurangi *cash flow problem*. Dengan demikian baik untuk APOL maupun ISAT yang memiliki kelebihan jumlah kas hasil penawaran umum akan memiliki dampak yang berbeda terhadap risiko *cash flow problem* dimana risiko ini dipengaruhi oleh besarnya kesempatan investasi yang dimiliki oleh

masing-masing perusahaan. Disamping itu karakter sektor yang berbeda-beda juga dapat memberikan alasan terhadap perbedaan besarnya kas yang tersedia pada perusahaan dimana hal ini juga perlu mendapat pertimbangan dalam menentukan risiko *cash flow problem* dalam suatu perusahaan (perbedaan besarnya kas yang tersedia dan DPO dapat dilihat pada lampiran). Dengan demikian walaupun pada keseluruhan sampel *cash flow problem* ini tidak signifikan dan tidak dapat dibuktikan secara statistik namun indikasi terjadinya permasalahan ini dapat diamati dengan menganalisis perusahaan secara individu.

Analisis juga dilakukan terhadap perbedaan karakter variabel bebas antar industri (nilai masing-masing antar industri terdapat pada lampiran 2). Hasilnya ialah sektor infrastruktur merupakan sektor yang memiliki kas di bawah kendali manajemen yang terbesar, sementara sektor keuangan yang paling sedikit. Hal ini mungkin karena sektor infrastruktur merupakan sektor yang memiliki karakter *operating leverage* yang tinggi, sehingga dibutuhkan kas dalam jumlah besar untuk menghadapi risiko operasi. Sementara pada sektor keuangan operasi utamanya ialah penyaluran dana atau modal dan berupaya untuk mendapatkan laba maksimal dengan menyalurkan dana tersebut dalam jumlah yang optimal sehingga wajar jika hanya terdapat sedikit jumlah kas tersedia.

Masing-masing sektor memiliki DPO yang relatif sama, kecuali sektor keuangan yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan sektor yang lain. Hal ini mungkin karena karakter bisnis sektor keuangan yang tidak memiliki kebutuhan pendanaan sebanyak sektor lain, seperti untuk modal kerja dan pendanaan ekspansi atau investasi pada aset jangka panjang sehingga tidak membutuhkan laba ditahan sebanyak sektor lain. Laba berjalan tersebut kemudian lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Perbedaan baik nilai kas yang tersedia maupun DPO antar sektor ini memberikan suatu indikasi akan perlunya dilakukan analisis signifikansi variabel uji tersebut secara terpisah antar sektor agar dapat mengakomodasi perbedaan besarnya nilai variabel uji yang disebabkan oleh perbedaan karakteristik antar sektor.