



UNIVERSITAS INDONESIA



**ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW* TERHADAP  
*AGENCY COST* DAN KINERJA KEUANGAN**

**SKRIPSI**

**SANTI PIRAMITA  
1006814774**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI  
SALEMBA  
JULI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW* TERHADAP  
*AGENCY COST* DAN KINERJA KEUANGAN**

**SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana**

**SANTI PIRAMITA  
1006814774**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI  
SALEMBA  
JULI 2012**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.**

**Nama : Santi Piramita**

**NPM : 1006814774**

**Tanda Tangan :**



**Tanggal : 12 Juli 2012**

## HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh

Nama : Santi Piramita  
NPM : 1006814774  
Program Studi : Ekstensi Akuntansi

Judul Skripsi

- Indonesia : Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Agency Cost* dan Kinerja Keuangan  
- Inggris : Analysis Of The Impact Of Free Cash Flow To The Agency Cost And Financial Performance

Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh Sarjana Ekonomi pada Program Studi S1 – Ekstensi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

### DEWAN PENGUJI

Ketua : Selvy Monalisa SE.Ak.,MBA (.....)

Pembimbing : Elok Tresnaningsih M.S.Ak (.....)

Anggota Penguji : Dini Marina S.E.,M.Com.,DEA (.....)

Ditetapkan di : Depok  
Tanggal : 12 Juli 2012

Ketua Program Studi Ekstensi Akuntansi

Sri Nurhayati, MM., S.A.S  
NIP : 19600317 198602 2 001

## KATA PENGANTAR

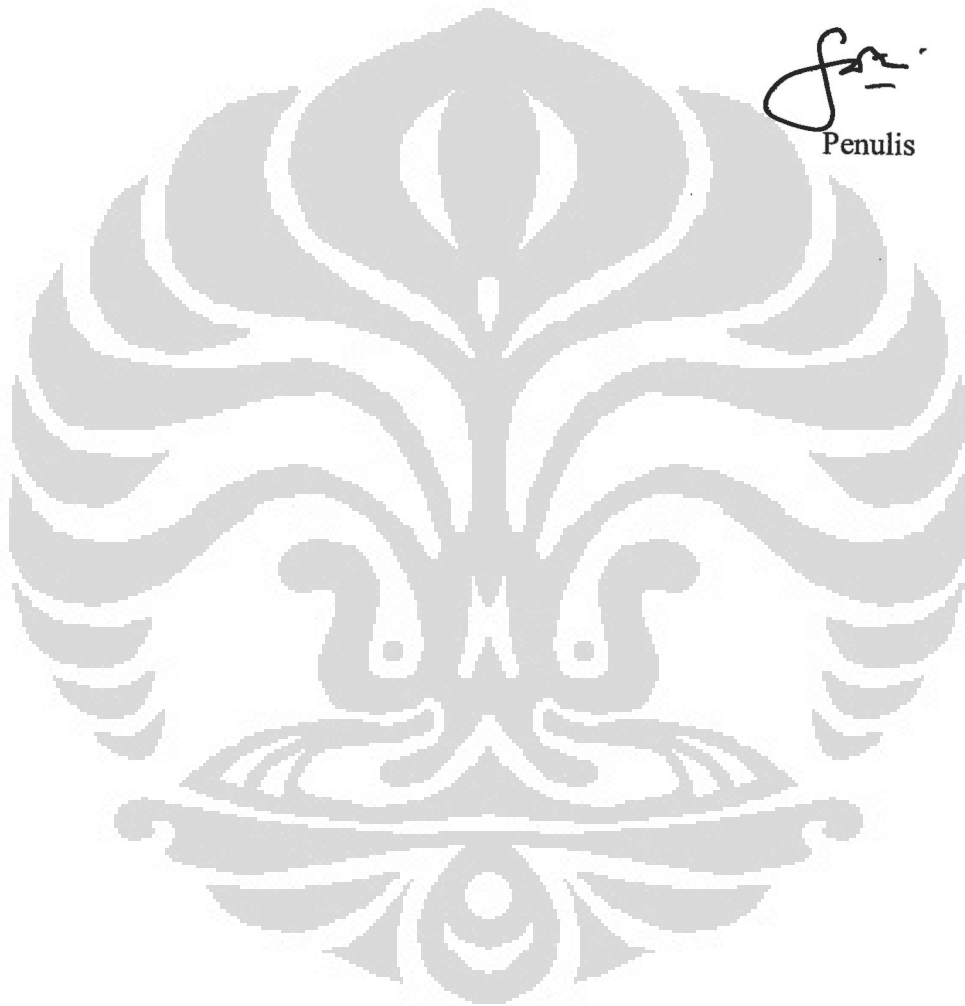
Puji syukur saya panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya yang tiada terhingga, sehingga saya dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulisan skripsi ini disusun sebagai salah satu prasyarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Dalam penyusunan dan penulisan laporan magang ini, penulis telah dibantu dan diberikan dukungan dari beberapa pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Sri Nurhayati, M.M, S.A.S, selaku Ketua Program Ekstensi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
2. Ibu Elok Tresnaningsih M.S.Ak, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan penulis dalam penyusunan skripsi ini. Terima kasih atas kesabaran, pengertian, dan segala masukan yang ibu berikan.
3. Papa dan mama, yang selalu memberikan doa serta motivasi sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Dimas yang selalu memberikan waktu, tenaga dan pikiran hingga terselesainya skripsi ini. Serta kakak-kakakku semua di Bengkulu dan di Jakarta yang tidak bisa disebutkan satu per satu. Semua kerja keras dan kesuksesan ini aku persembahkan untuk kalian semua.
4. Sahabat-sahabat terbaik saya selama diperantauan Yesi, Welda, Fora yang selalu menguatkan dan menemani penulis di kota yang keras ini. Memang ibu tiri tak sekejam ibu kota, *guys!* Terima kasih untuk kebersamaan dan kebahagiaannya selama ini.
5. Teman-teman seperjuangan selama menyelesaikan masa perkuliahan Mirna, Imey, Tian, Tia, Putu, Herman, Evans, Adi, serta teman-teman angkatan Ekstensi Akuntansi 2010 lainnya yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Semua canda tawa dan perjuangan di kampus tercinta ini akan jadi kenangan indah dan bekal yang sangat berguna di masa depan. Sampai bertemu lagi di kesuksesan yang akan datang kawan. Lulusan FEUI, paling sial jadi menteri, Insya Allah.

Tak ada gading yang tak retak. Begitu pula dengan skripsi ini. Saya menyadari bahwa skripsi ini masih terdapat banyak kekurangan. Terlepas dari kekurangan yang ada, semoga tulisan ini bermanfaat bagi pembacanya.

Jakarta, 12 Juli 2012

  
Penulis



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Santi Piramita  
NPM : 1006814774  
Program Studi : S1 Ekstensi  
Departemen : Akuntansi  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Skripsi

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Agency Cost* dan Kinerja Keuangan**

beserta perangkat yang ada (bila diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Salemba

Pada tanggal : 12 Juli 2012

Yang menyatakan



Santi Piramita

## ABSTRAK

Nama : Santi Piramita  
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi  
Judul : Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Agency Cost* dan Kinerja Keuangan

Penelitian bertujuan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* dan kinerja keuangan. Pengujian ini menggunakan model regresi multivariat sebanyak 211 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama dari tahun 2009 dan 2010. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *agency cost* yang diproksi dengan *asset turnover* dan *administration ratio*. Ini membuktikan bahwa keberadaan *free cash flow* dalam perusahaan akan meningkatkan insentif manajemen untuk menggunakannya pada kepentingan pribadi seperti konsumsi yang berlebihan dan *overinvestment* yang akan meningkatkan *agency cost*. Disisi lain *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan menolak *hipotesis free cash flow* dari Jensen (1986). Hasil ini membuktikan bahwa peningkatan *free cash flow* dalam perusahaan akan meningkatkan kinerja keuangan atas adanya kepentingan manajemen yang terkait dengan kompensasi dan keamanan yang mereka terima.

Kata kunci: *Free Cash Flow*, *Agency Cost*, Kinerja Keuangan



## **ABSTRACT**

Name : Santi Piramita  
Study Program : S1 Ekstensi Akuntansi  
Title : Analysis of the impact of free cash flow to the agency cost and financial performance

This study aims to determine impact of free cash on agency cost and financial performance. This testing using multivariat regression model with a sample of companies listed on Bursa Efek Indonesia during 2009-2010. The result of the this study showed free cash flow have a positive impact on the agency cost of asset turnover and administration ratio. This proves that the existence of free cash flow will increase management's incentive for use on personal interests such as excessive consumption and overinvestment which will increase the agency cost. In addition to the free cash flow positive influence on firms performance and not supporting free cash flow hypotesis from Jensen (1986). These results prove that the increase in free cash flow the company will increase its financial performance over the management of interest related to the compensation they will receive

Key words:

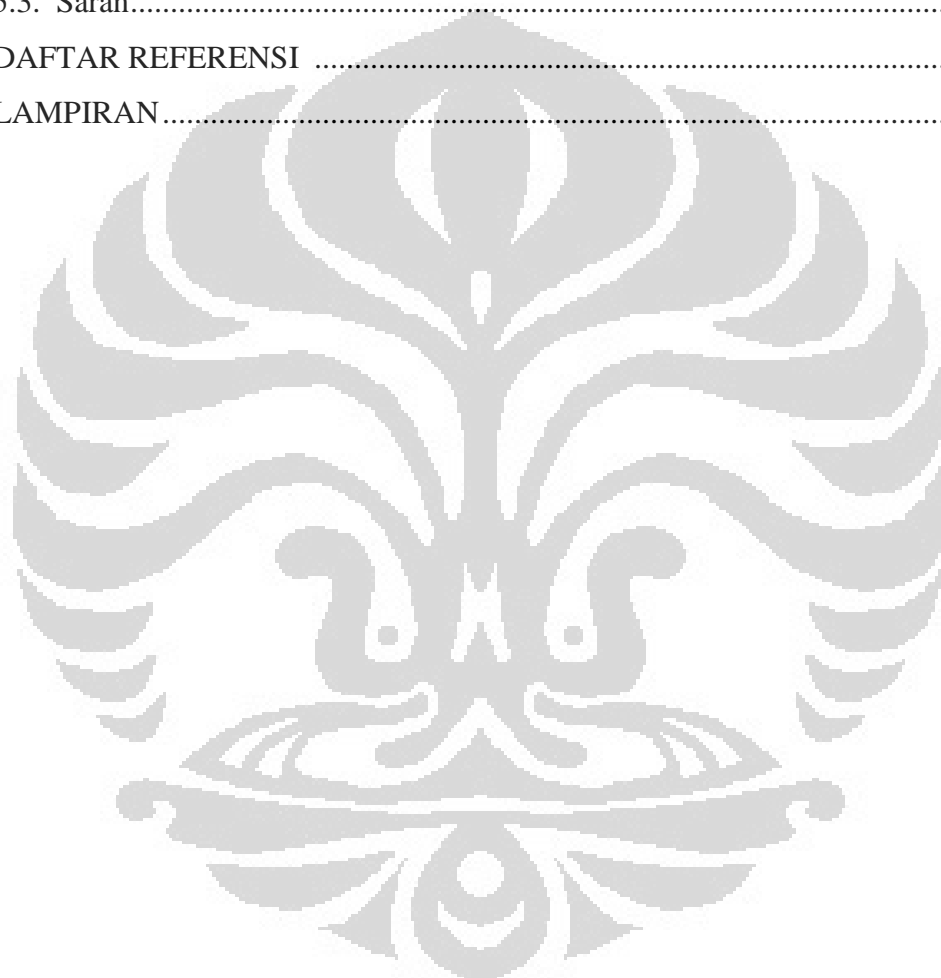
Free cash flow, agency cost, firm performance.

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
LEMBAR PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	vi
ABSTRAK .....	vii
DAFTAR ISI .....	viii
DAFTAR TABEL .....	xi
<b>BAB 1 PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Rumusan Masalah .....	4
1.3. Tujuan Penelitian .....	4
1.4. Manfaat Penelitian .....	5
1.5. Sistematika Penelitian .....	5
<b>BAB 2 LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS .....</b>	<b>7</b>
2.1. Landasan Teori .....	7
2.1.1. Teori Keagenan .....	7
2.1.2. Hipotesis Free Cash Flow .....	9
2.1.3. Biaya Keagenan .....	10
2.1.4. Mekanisme Untuk Mengurangi Masalah Keagenan .....	12
2.1.5. Kinerja Keuangan .....	14
2.1.6. Hubungan Free Cash Flow terhadap Agency Cost .....	15
2.1.7. Hubungan Free Cash Flow dan Kinerja Keuangan .....	16
2.2. Pengembangan Hipotesis .....	16
<b>BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>19</b>
3.1. Pengumpulan Data .....	19
3.1.1 Populasi dan Sampel. ....	19
3.1.2 Metode Pengumpulan Data. ....	20
3.2. Model Penelitian .....	20
3.2.1. Model Penelitian 1: Pengujian Hipotesis H1 .....	20

3.2.2. Model Penelitian 2: Pengujian Hipotesis 2 .....	21
3.3. Operasionalisasi Variabel .....	22
3.3.1 Operasionalisasi Variabel Model Penelitian 1 .....	22
3.3.1.1. Model Penelitian 1a .....	22
3.3.1.2. Model Penelitian 1b.....	24
3.3.2. Operasionalisasi Variabel Model Penelitian 2 .....	25
3.3.2.1. Variabel Dependen .....	25
3.3.2.2. Variabel Independen.....	26
3.3.2.3. Variabel Kontrol.....	26
3.4. Pengujian Empiris.....	27
3.4.1. Statistik Deskriptif.....	27
3.4.2. Pengujian Asumsi Klasik .....	28
3.4.3. Pengujian Hipotesis.....	29
<b>BAB 4 ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>31</b>
4.1. Analisis Statistik Deskriptif.....	31
4.2. Analisis Atas Hasil Pengujian Empiris Hipotesa 1: <i>Free Cash Flow</i> .....	33
Berpengaruh Positif Terhadap <i>Agency Cost</i> .....	
4.2.1. Pengujian H1 dengan Menggunakan <i>Asset Turnover</i> Sebagai .....	33
<i>Agency Cost</i> .....	
4.2.1.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	33
4.2.1.2. Hasil Regresi Model Penelitian (1a).....	34
4.2.2. Pengujian H1 dengan Menggunakan <i>Administration Ratio</i> Sebagai ....	37
<i>Agency Cost</i> .....	
4.2.2.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	37
4.2.2.2. Hasil Regresi Model Penelitian (1b) .....	38
4.3. Analisis Atas Hasil Pengujian Empiris Hipotesa 2: <i>Free Cash Flow</i> .....	41
Berpengaruh Negatif Terhadap Kinerja Keuangan .....	
4.3.1. Pengujian H2 Dengan Menggunakan ROA Sebagai Proksi Kinerja .....	41
Keuangan .....	
4.3.1.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	41
4.3.1.2. Hasil Regresi Model Penelitian (2a).....	41

4.3.2. Pengujian H2 Dengan Menggunakan ROE Sebagai Proksi Kinerja .....	45
Keuangan .....	
4.3.2.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	45
4.3.2.2. Hasil Regresi Model Penelitian 2b .....	46
<b>BAB 5 PENUTUP.....</b>	<b>49</b>
5.1. Simpulan .....	49
5.2. Keterbatasan Penelitian.....	50
5.3. Saran.....	50
DAFTAR REFERENSI .....	51
LAMPIRAN.....	55



## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1. Prosedur Pemilihan Sampel .....	20
Tabel 4.1. Statistik Deskriptif.....	31
Tabel 4.2. Hasil Pengujian Multikolienaritas 1a .....	33
Tabel 4.3. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 1a.....	34
Tabel 4.4 Hasil regresi model penelitian 1a .....	35
Tabel 4.5. Hasil Pengujian Multikolienaritas 1b.....	37
Tabel 4.6. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 1b.....	38
Tabel 4.7. Hasil regresi model penelitian 1b .....	39
Tabel 4.8. Hasil Pengujian Multikolienaritas 2a .....	41
Tabel 4.9. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 2a.....	42
Tabel 4.10. Hasil regresi model penelitian 2a.....	43
Tabel 4.11. Hasil Pengujian Multikolienaritas 2b.....	45
Tabel 4.12. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 2b.....	46
Tabel 4.13. Hasil regresi model penelitian 2b.....	46

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Penelitian

Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan perusahaan sebagai sekumpulan kontrak yang dilakukan antara pihak pemilik modal (*prinsipal*) dengan manajer (*agent*). Pemilik dalam hal ini pemegang saham mempercayakan semua aktivitas perusahaan kepada manajer dan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan untuk dan atas nama pemilik. Manajer diharapkan untuk mengelola perusahaan sesuai dengan tujuan utama perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Bringham dan Gapenski, 1996).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan akan rentan terhadap konflik. Adanya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer seperti itu akan menimbulkan masalah yang dikenal dengan masalah keagenan (*agency conflict*). Masalah keagenan didasarkan atas sifat dasar manusia yang mendahulukan kepentingan diri sendiri (*self interest*) (Eisenhard 1989).

Kepentingan pemilik adalah memaksimalkan kekayaannya melalui pembayaran dividen yang dihasilkan dari investasi yang menguntungkan. Sedangkan manajemen berkepentingan pada ukuran dan pertumbuhan perusahaan, dikarenakan ukuran dan pertumbuhan perusahaan akan memberikan keamanan pekerjaan, promosi, dan kompensasi mereka (Utama, 2002). Adanya potensi bahwa manajer akan mengelola perusahaan lebih untuk kepentingannya sendiri dan bukan untuk kepentingan pemilik menimbulkan insentif bagi pemegang saham untuk membuat berbagai perangkat tata kelola yang dirancang untuk memonitor manajer dan membuat keyakinan bahwa perusahaan akan dikelola sesuai kepentingan pemilik. Biaya yang ditimbulkan karena adanya potensi konflik kepentingan ini disebut dengan biaya keagenan atau *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976). Jensen dan Meckling (1976) membagi *agency cost* menjadi tiga yaitu (1) *monitoring cost* atau biaya pemantauan atas tindakan manajemen,

(2) *bonding cost* atau biaya untuk mengikat kepentingan manager terhadap kepentingan pemilik, (3) *residual loss* atau kerugian yang diterima pemegang saham atas keputusan manajemen yang tidak optimal.

Dalam berbagai penelitian, *agency cost* diukur dengan menggunakan beberapa proksi, diantaranya adalah proksi *asset turnover* (Ang *et al.* 2000; Chen dan Austin, 2007; Wang, 2010) dan *administration ratio*, (Wang, 2010). *Agency cost* yang diukur dari *assets turnover* memiliki hubungan terbalik. *Asset turnover* yang rendah dapat menunjukkan manajemen tidak secara efektif dalam menggunakan aset untuk investasi yang optimal. Hal ini akan mengakibatkan kegagalan dalam memaksimalkan keuntungan pemegang saham sehingga *agency cost* akan meningkat. Sedangkan *agency cost* yang diukur dengan *administration ratio* menunjukkan hubungan yang berbanding lurus. *Administration ratio* yang besar menunjukkan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen atau konsumsi pribadi yang dapat merugikan perusahaan, sehingga *agency cost* akan meningkat.

Jensen (1986) menyatakan bahwa salah satu penyebab masalah keagenan antara manajer dan pemilik adalah ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* dalam jumlah yang cukup besar. *Free cash flow* didefinisikan sebagai arus kas bersih setelah dikurangi dengan kebutuhan untuk mendanai proyek dengan *net present value* (NPV) positif. Dalam hipotesis *free cash flow* yang dikemukakannya, Jensen (1986) menyatakan bahwa ketika sebuah perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang berlebihan dan tidak tersedia proyek yang menguntungkan, manajemen cenderung menyalahgunakan *free cash flow* tersebut dengan mengalokasikannya pada sumber daya yang tidak efisien, perilaku konsumtif yang berlebihan, dan melakukan investasi yang tidak perlu atau investasi dengan NPV negatif, sehingga akan membebani pemegang saham. Penggunaan *free cash flow* dikatakan telah digunakan sesuai dengan kepentingan pemilik yaitu ketika perusahaan bisa mendistribusikan *free cash flow* untuk mendanai proyek dengan NPV positif atau mendistribusikannya kepada pemegang saham dengan bentuk pembelian kembali saham dan pembayaran dividen (Crutchley dan Hansen, 1989).

Beberapa penelitian terdahulu menemukan bukti empiris atas hipotesis *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986). Brush *et al.* (2000), Fosberg *et al.* (2003), dan Chu (2011) menemukan adanya hubungan positif antara *free cash flow* dan *agency cost*. Namun, hasil yang berbeda ditemukan oleh Wang (2010) yang melakukan pengujian atas pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* dan kinerja keuangan pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Taiwan. Wang (2010) menggunakan beberapa proksi atas *agency cost* yaitu *asset turnover*, *operating ratio*, *administration ratio*, *research & development ratio*, *volatilitas operating income*, dan *volatilitas net income*. Hasil penelitiannya menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh secara negatif terhadap *agency cost* yang diproksi dengan *operating ratio*, *administration ratio*, dan *research & development ratio*. Namun, Wang (2010) menemukan hasil yang berbeda ketika menggunakan *asset turnover* sebagai proksi dari *agency cost*. Ia menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh menurunkan *asset turnover*, yang menunjukkan adanya peningkatan *agency cost*.

Beberapa penelitian terdahulu juga menemukan pengaruh *free cash flow* secara negatif terhadap kinerja keuangan. Hal ini dapat terjadi ketika tersedia *free cash flow* yang besar namun hanya ada sedikit peluang investasi yang menguntungkan, sehingga akan memungkinkan manajemen untuk menyalahgunakan *free cash flow* di bawah wewenang mereka untuk meningkatkan ukuran perusahaan melalui investasi yang tidak perlu atau dengan NPV negatif (*overinvestment*). Berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena profitabilitas perusahaan dalam jangka panjang akan lebih rendah (Chung *et al.* 2005) dan kinerja pertumbuhan penjualan pun akan lebih rendah pada perusahaan dengan *free cash flow* (Brush *et al.* 2000). Hasil yang konsisten juga ditemukan oleh Richardson (2006) serta Yuan dan Jiang (2008) yang menemukan adanya hubungan positif antara *free cash flow* dan *overinvestment*. Namun berbeda dengan temuan tersebut, Wang (2010) menemukan adanya hubungan positif yang signifikan antara *free cash flow* dengan kinerja keuangan dan gagal mendukung hipotesis *free cash flow* dari Jensen (1986). Dalam pengujiannya tersebut, Wang (2010) menggunakan *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE) sebagai proksi dari kinerja keuangan.



Hasil ini tidak mendukung hipotesis *free cash flow* dari Jensen (1986) dan mengindikasikan bahwa keberadaan *free cash flow* dalam perusahaan akan meningkatkan peluang investasi yang akan menghasilkan nilai lebih bagi perusahaan.

Sebagaimana Wang (2010), penelitian ini bermaksud untuk melakukan pengujian atas pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* dan kinerja keuangan. Hal ini dilakukan memperhatikan adanya hasil temuan Wang (2010) yang tidak sesuai dengan hipotesis *free cash flow* dan juga berbeda dengan hasil temuan penelitian sebelumnya (Brush *et al.* 2000; Fosberg *et al.* 2003; Chu, 2011). Namun, berbeda dengan Wang (2010), dalam penelitian ini *free cash flow* dihitung dari arus kas operasi dikurangi dividen tunai (Gul, 2001; Tresnaningsih, 2008) dan *agency cost* hanya diukur dengan menggunakan 2 (dua) proksi yaitu *asset turnover* dan *administration ratio*. Kinerja keuangan diukur dengan menggunakan dua proksi yaitu *return on equity* sebagaimana Fosberg dan Rossenberg (2003) dan Wang (2010), dan *return on assets* sebagaimana Nohel dan Tarhan (1998), Ang *et al.* (2000), dan Wang (2010).

## 1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang dikemukakan maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah dengan semakin besarnya *free cash flow* maka *agency cost* juga semakin besar?
2. Apakah dengan semakin besarnya *free cash flow* akan menurunkan kinerja keuangan?

## 1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan masalah tersebut, maka penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk melakukan pengujian secara empiris bahwa:

1. semakin besarnya *free cash flow* maka semakin besar *agency cost*.
2. semakin besarnya *free cash flow* akan menurunkan kinerja keuangan.

#### 1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* dan kinerja keuangan adalah:

##### 1. Bagi Penulis

Untuk memenuhi persyaratan guna mencapai gelar sarjana program S1 di Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Indonesia. Selain itu memberikan pengalaman, pembelajaran, dan pengetahuan mengenai topik yang diangkat dalam penelitian ini.

##### 2. Bagi Pelaku Pasar

Pelaku pasar yaitu manajer, *shareholder*, dan investor diharapkan dapat diberikan pemahaman yang lebih jelas dan terkini mengenai pengaruh keberadaan *free cash flow* terhadap *agency cost* dan kinerja keuangan. Hal tersebut dapat menjadi masukan untuk mengantisipasi terjadinya masalah keagenan dalam perusahaan dan pertimbangan dalam pengambilan keputusan bisnis.

##### 3. Bagi Penelitian

Memperluas wawasan bagi peneliti untuk mengetahui pengaruh keberadaan *free cash flow* terhadap biaya keagenan dan kinerja perusahaan sehingga dapat ditemukan solusi mekanisme penyelesaian konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Selain itu, sebagai bahan referensi dan sumber informasi bagi pembaca dan pihak-pihak lainnya dalam melakukan penelitian-penelitian sejenis di kemudian hari.

#### 1.5. Sistematika Penelitian

Penelitian ini akan dipaparkan dalam sistematika sebagai berikut:

##### **BAB 1 PENDAHULUAN**

Bab ini menjelaskan latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan yang digunakan dalam penelitian ini.

## **BAB 2 LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

Bab ini berisi landasan teori yang mendasari penelitian yang diperoleh dari berbagai studi literatur yang berkaitan dengan topik penelitian serta pengembangan hipotesis.

## **BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN**

Bab ini memaparkan metodologi penelitian seperti populasi dan sampel yang digunakan, metode pengumpulan data, model penelitian, operasionalisasi variabel dan pengujian empiris.

## **BAB 4 ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

Bab ini memberikan analisis mengenai data-data yang telah diperoleh menggunakan statistik deskriptif dan hasil dari pengujian hipotesis.

## **BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN**

Bab ini berisi simpulan yang merangkum esensi dari penelitian secara keseluruhan dan memberikan saran yang berkaitan dengan penelitian pada pihak-pihak yang membutuhkan.

## BAB 2

### LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan terjadi ketika seseorang atau lebih pemilik (*principle*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk melakukan suatu pekerjaan untuk kepentingan *prinsipal* dengan mendelegasikan beberapa wewenang dan pengambilan keputusan kepada *agent*. Prinsipal dalam hal ini adalah pemilik sumber daya dan *agent* adalah pengelola sumber daya (manajer).

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan akan rentan terhadap konflik keagenan. Hal ini didasarkan atas asumsi tentang sifat dasar manusia yang mendahulukan kepentingan diri sendiri (*self interest*) (Eisenhard, 1989). Sifat dasar inilah yang dapat memicu timbulnya konflik kepentingan antara pemegang saham selaku pemilik dan manajer karena masing-masing pihak dalam hubungan agensi berusaha memaksimalkan utilitasnya

Utama (2002) menyatakan bahwa kepentingan pemilik (pemegang saham) adalah memaksimalkan kekayaannya dengan melihat nilai dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan yang nantinya dapat digunakan untuk pembagian dividen. Sedangkan tujuan manajer adalah berfokus pada pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Hal ini dikarenakan peningkatan pertumbuhan akan membuktikan manajer sebagai karyawan yang produktif sehingga memperoleh penghargaan dan wewenang untuk menentukan pengeluaran. Ukuran perusahaan yang semakin besar juga akan memberikan keamanan pekerjaan dan kompensasi yang semakin besar. Berdasarkan atas wewenang mereka dalam perusahaan, manajer memiliki kesempatan untuk menggunakan sumber daya perusahaan untuk meningkatkan keuntungan mereka sendiri secara personal tapi menurunkan kesejahteraan pemegang saham. Dari otoritas yang mereka miliki manajer dapat mentransfer kekayaan dari pemilik. Hal ini dikarenakan kepemilikan sebagian

atau tanpa kepemilikan oleh manajemen memberikan insentif kepada manajer berperilaku dengan cara yang bertentangan dengan pemegang saham, karena manajemen tidak menanggung biaya penuh dari setiap perilaku disfungsional (Godfrey *et al.* 2010)

Scott (1997) menyebutkan masalah keagenan seperti itu bisa terjadi karena *asymmetric information*, yaitu informasi yang tidak seimbang dikarenakan distribusi informasi yang tidak sama antara prinsipal dan agen. Prinsipal seharusnya memperoleh informasi yang dibutuhkan untuk mengukur keberhasilan manajemen, namun informasi tersebut tidak disajikan oleh manajer sepenuhnya. Sehingga prinsipal tidak bisa mengukur kinerja manajer yang sesungguhnya dalam mengelola harta kekayaan mereka.

Tipe pertama dari *asymetry information* adalah *moral hazzard*. *Moral hazzard* terjadi ketika manajer melaksanakan hal-hal diluar kontrak kerja yang disepakati, seperti melakukan tindakan untuk keuntungan pribadi sehingga dapat menurunkan kesejahteraan pemilik. Tipe kedua adalah *adverse selection*, yaitu suatu keadaan dimana prinsipal tidak mengetahui apakah keputusan yang diambil benar-benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya dari manajer, atau menyamarkan atau memanipulasi informasi.

Selain itu, Godfrey *et al.* (2010) juga merepresentasikan sejumlah masalah spesifik yang ditimbulkan karena masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pertama adalah mengenai *horizon problem*, yaitu masalah yang berasal dari perbedaan dalam kepentingan waktu pemegang saham dan manajer. Pemegang saham secara teoritis tertarik pada arus kas yang tak terbatas untuk periode masa yang akan datang. Disisi lain manajer tertarik pada arus kas hanya selama mereka berniat untuk tinggal dalam perusahaan. Sehingga manajer akan mengambil tindakan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan dalam jangka pendek dengan mengorbankan keuntungan jangka panjang. Kedua adalah masalah *risk aversion problem*, yaitu ketika manajemen cenderung mengambil posisi aman untuk mereka sendiri dalam mengambil keputusan investasi. Mereka akan menghindari keputusan investasi yang dianggap menambah resiko bagi kelangsungan pekerjaannya walaupun mungkin investasi tersebut memiliki tingkat return yang tinggi bagi perusahaan (*high risk high return*). Ketiga adalah

*dividen retention problem*, yaitu ketika manajer lebih suka menahan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham untuk membayar gaji dan tunjangan mereka sendiri dan meningkatkan perusahaan dan lingkup kekuasaan dibawah manajemennya. Hal ini bertentangan dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemilik.

Oleh karena itu, inti dari masalah keagenan adalah bagaimana memastikan bahwa manajer bertindak atau membuat keputusan perusahaan untuk kepentingan pemegang saham dan berusaha untuk memaksimalkan kekayaan pemilik daripada dirinya sendiri. Sehingga dapat disimpulkan bahwa masalah keagenan tidak akan timbul jika pemilik dapat mengetahui segala sesuatu yang dilakukan oleh manajer dan mengawasi secara sempurna tanpa mengeluarkan biaya sepeserpun (Utama, 2002).

### **2.1.2. Hipotesis *Free Cash Flow***

Menurut Jensen (1986) hipotesis *free cash flow* memberikan implikasi penting dalam masalah keagenan. Manajemen bisa terdorong untuk berinvestasi yang tidak perlu, atau pada proyek yang memiliki NPV negatif. Hal ini dikarenakan ketika sebuah perusahaan telah menghasilkan surplus yang berlebihan terhadap *free cash flow*, dan tidak tersedia proyek yang menguntungkan, manajemen cenderung menyalahgunakan *free cash flow* dibawah kendali mereka (perilaku oportunistik). Contoh dari perilaku oportunistik adalah mengalokasikan sumber daya yang tidak efisien, perilaku konsumtif yang berlebihan, berinvestasi yang tidak perlu atau dengan NPV negatif sehingga akan membebankan pemegang saham.

Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai arus kas bersih setelah dikurangi dengan kebutuhan untuk mendanai proyek dengan NPV positif. Sehingga perhitungan *free cash flow* dalam perusahaan adalah arus kas bebas dari aktivitas operasi dikurangi dengan pengeluaran modal dan pembayaran dividen. Menurut Len dan Poulsen (1989) *free cash flow* dihitung dari laba bersih dari operasi sebelum beban depresiasi dikurangi beban pajak, dividen saham dibandingkan dengan total aset perusahaan ditahun tersebut. Sedangkan menurut Keown *et al.* (2002) yaitu jumlah uang tunai yang tersedia dari operasi setelah

investasi pada modal kerja operasional bersih dan aktiva tetap. Artinya setelah perusahaan telah membayar semua beban operasi dan melakukan semua investasi-investasinya, maka sisa arus kas bebas untuk didistribusikan kepada kreditor dan pemegang saham.

Penggunaan *free cash flow* yang efisien atau telah digunakan sesuai dengan kepentingan pemilik adalah ketika perusahaan telah mendanai semua proyek dengan NPV positif dan kelebihan atau arus kas menganggur bisa didistribusikan kepada pemegang saham dengan pembelian kembali saham dan pembayaran dividen, (Crutchley dan Hansen, 1989) sehingga dapat dinyatakan bahwa ketika kepentingan pemegang saham dan manajer secara sempurna telah sejalan maka manajer akan mendistribusikan semua *free cash flow* kepada pemegang saham (Mann dan Sichernman, 1991).

### **2.1.3. Biaya Keagenan (*Agency Cost*)**

Adanya potensi bahwa manajer akan mengelola perusahaan lebih untuk kepentingannya sendiri dan bukan untuk kepentingan pemilik menimbulkan insentif bagi pemegang saham untuk membuat berbagai perangkat tata kelola yang dirancang untuk memonitor manajer dan membuat keyakinan bahwa perusahaan akan dikelola sesuai kepentingan pemilik. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa biaya yang ditimbulkan karena adanya potensi konflik kepentingan ini disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*) dan membagi *agency cost* menjadi tiga yaitu:

#### **a. Biaya Pengawasan (*Monitoring Cost*)**

Biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memonitor agen atau insentif pemegang saham untuk membuat keyakinan bahwa perusahaan akan dikelola dengan baik. Biaya ini ditanggung oleh pemilik untuk mengukur, mengobservasi, dan mengontrol tingkah laku manajer. Contohnya seperti biaya audit internal dan eksternal, biaya kompensasi manajemen, pembatasan anggaran belanja, dan peraturan operasi.

b. Biaya Ikatan (*Bonding Cost*)

Biaya yang dikeluarkan untuk menjamin bahwa agen tidak akan mengambil tindakan atau keputusan yang akan merugikan pemegang saham serta agen juga akan mengkompensasi jika kerugian itu terjadi. Contoh dari biaya perikatan adalah kompensasi kepada manajer termasuk opsi saham dan bonus serta ancaman pengambilalihan bila kesalahan manajemen menyebabkan harga saham menurun.

c. *Residual Loss*

Kerugian ini diderita oleh pemilik akibat penyimpangan tindakan yang lolos dari pengawasan, seperti pengeluaran yang berlebihan dan tidak semestinya oleh agen.

Berdasarkan atas beberapa penelitian, pengukuran atas biaya keagenan (*agency cost*) dapat menggunakan proksi *asset turnover* (Ang *et al.*2000; Chen dan Austin, 2007; Wang, 2010) dan *administration ratio* (Wang, 2010). *Asset turnover* merupakan rasio antara penjualan dibagi dengan total asset. Rasio ini digunakan untuk mengukur *agency cost* karena menunjukkan *asset utilization*, yaitu mengukur kemampuan manajemen dalam menggunakan aset secara efisien pada investasi yang produktif. Nilai *asset turnover* yang rendah merepresentasikan kebijakan manajemen yang tidak memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham seperti *poor investment decision* yaitu dengan berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif. Hal tersebut tidak akan meningkatkan nilai perusahaan, sehingga untuk memberikan keyakinan bahwa manajemen akan berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan maka *agency cost* akan meningkat.

*Administration ratio* yang diukur dengan membagi *administration expense* dengan *sales*, digunakan untuk mengukur *agency cost*, karena *administration ratio* mempresentasikan besarnya beban administrasi dan umum yang merupakan kebijakan manajer yang dikeluarkan perusahaan untuk fungsi manajerial. Peningkatan *administration ratio* merefleksikan adanya pemborosan, dan konsumsi pribadi manajer seperti gaji yang tinggi, jamuan serta fasilitas kantor yang digunakan untuk kepentingan pribadi. Peningkatan rasio ini akan



meningkatkan *agency cost* dalam perusahaan untuk memberikan keyakinan bahwa manajer tidak menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi.

Jensen (1986) dan Chung *et al.* (2005) menggunakan besarnya *free cash flow* untuk menetapkan besarnya *agency cost* dalam perusahaan. Dengan mengembangkan hipotesis aliran kas bebas, dapat menunjukkan adanya kesulitan pemantauan oleh pemegang saham atas perilaku oportunistik manajerial menciptakan potensi bagi manajer untuk menghabiskan arus kas bebas untuk keuntungan mereka sendiri, bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

#### **2.1.4. Mekanisme untuk Mengurangi Masalah Keagenan**

Masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer muncul ketika manajer selaku wakil dari pemegang saham berusaha untuk memaksimalkan keuntungan pribadinya (*perquisites*) seperti melakukan dekorasi kantor yang terlampau mewah, dan biaya bisnis pribadi yang dibebankan perusahaan. Oleh karena itu, masalah keagenan tidak akan timbul jika kepemilikan dan pengelolaan perusahaan tidak dijalankan secara terpisah. Jadi faktor yang dapat mengurangi masalah keagenan tersebut adalah dengan memberikan sebagian kepemilikan kepada manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini dikarenakan apabila manajer melakukan tindakan oportunistik, mereka juga akan menanggung biaya atas perilaku tersebut sesuai dengan proporsi langsung dari kepemilikan mereka di perusahaan.

Utama (2002) dalam artikelnya menyebutkan beberapa mekanisme yang dapat digunakan untuk menekan masalah keagenan dalam perusahaan adalah sebagai berikut:

##### **a. Kontrak Kerja Optimal**

Menurut Jensen (1986) serta Fama dan Jensen (1985) menegaskan bahwa kontrak manajemen yang optimal sebaiknya meliputi kompensasi yang bersifat materi terhadap manajer seperti *stock option*, *performance share*, dan bonus. Pemberian sebagian saham perusahaan bertujuan agar manajer berfungsi pula sebagai pemilik dan memberikan kinerja terbaik untuk memaksimalkan kekayaan pemilik. Selain itu pemberian bonus yang lebih besar jika kinerja manajer melebihi target perusahaan akan memotivasi manajer untuk menghindari

kecenderungan melewati proyek dengan NPV positif. Hal hal tersebut dapat mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer.

#### b. Alat Pengawasan

Berbagai alat pengawasan yang digunakan untuk mengontrol masalah keagenan dalam perusahaan yaitu:

- **Penggunaan utang**  
Penggunaan utang pada perusahaan dengan *free cash flow* dapat mengatasi masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer. Perusahaan dengan *free cash flow* besar akan mendorong manajer untuk menggunakannya bagi kepentingan pribadi sehingga masuknya utang dalam struktur modal perusahaan, manajer akan dituntut untuk membayar bunga dari kas secara periodik dan kreditur juga ikut mengawasi dan mengendalikan perilaku oportunistik manajer.
- **Penggunaan dividen tunai**  
Pemegang saham dapat menuntut kestabilan pembayaran dividen oleh manajer sebagai cara mereka untuk mengawasi dan membatasi tindakan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Hal tersebut akan membuat manajemen untuk berinvestasi pada NPV positif untuk dapat menghasilkan arus kas yang digunakan untuk pembayaran dividen, sehingga masalah keagenan akan berkurang.
- **Keputusan *go public*.**  
Perusahaan yang memutuskan untuk *go public* membuat mereka terikat pada peraturan bursa yang menuntut transparansi laporan keuangan dan proses perdagangan yang adil dan wajar. Hal tersebut akan membuat manajer harus mengurangi masalah keagenan dalam perusahaan untuk memberikan keyakinan kepada investor untuk menanamkan sahamnya di perusahaan.
- ***Good corporate governance*.**  
Wicaksono (2000) menyatakan prinsip *good corporate governance* meliputi *fairness* (kepastian perlindungan atas hak pemegang saham dari penipuan dan penyimpangan, *transparancy* (keterbukaan mengenai informasi kinerja

perusahaan), *accountability* (penciptaan sistem pengawasan yang efektif), *responsibility* (pertanggungjawaban kepada stakeholder). Prinsip tersebut akan membuat adanya transparansi pada laporan keuangan perusahaan sehingga informasi keuangan akan lebih terpercaya dan *adverse selection* dalam perusahaan diharapkan bisa menurun, karena manajer yang memberikan kinerja yang kurang optimal, akan mengalami penurunan pendapatan dan reputasi. Selain itu adanya mekanisme internal seperti penunjukkan dewan komisaris sebagai wakil dari pemegang saham dan dewan komite audit digunakan untuk mengawasi aktivitas manajemen dalam mengelola perusahaan. Selanjutnya, dengan memanfaatkan semua perangkat yang ada diluar perusahaan meliputi pasar uang dan modal yang bersaing, perangkat hukum dan perundang-undangan yang lengkap, penerapan hukum yang konsisten dan adil menjadi mekanisme kontrol eksternal untuk mengatasi perilaku manajemen yang mementingkan diri sendiri.

#### **2.1.5. Kinerja Keuangan**

Kinerja perusahaan merupakan ukuran tingkat keberhasilan manajemen dalam mengelola sumber daya keuangan perusahaan, terutama pada pengelolaan investasi sebagai upaya untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham (Elizabeth, 2000). Oleh karena itu dengan melihat kinerja perusahaan dapat diketahui apakah perusahaan telah mencapai target yang sudah ditentukan sebelumnya. Pengukuran atas kinerja perusahaan diukur dengan kinerja keuangan.

Kinerja keuangan merupakan suatu gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat-alat analisis keuangan, sehingga dapat diketahui mengenai baik buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Penilaian kinerja keuangan merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan oleh pihak manajemen agar dapat memenuhi kewajibannya terhadap para penyandang dana dan juga untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Berdasarkan penelitian terdahulu, terdapat beberapa pengukuran yang dapat digunakan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan yaitu ROA (*Return On Assets*) dan ROE (*Return On Equity*).

Ang *et al.* (2000), Kim dan Kee (2003), dan Wang (2010), menggunakan ROA sebagai ukuran profitabilitas atas kinerja operasi yang relevan. Peningkatan ROA mengindikasikan penggunaan aset yang efisien untuk menghasilkan keuntungan (Nohel dan Tarhan, 1998). Sehingga peningkatan ROA dapat merefleksikan peningkatan kinerja perusahaan. Wang (2010) menggunakan *Return on Equity* (ROE) sebagai ukuran profitabilitas dari investasi yang ditanamkan oleh pemegang saham. Selain itu ROE juga dapat digunakan untuk mengukur efektifitas atas kontrol dari *agency cost* (Fosberg *et al.* 2003). Oleh karena itu peningkatan ROE dapat merefleksikan peningkatan kinerja keuangan.

#### **2.1.6. Hubungan *Free Cash Flow* terhadap *Agency Cost***

Hubungan antara *free cash flow* dan *agency cost* berkaitan erat dengan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer (Jensen, 1986). Wang (2010) menyatakan bahwa hubungan antara *free cash flow* dan *agency cost* dapat dilihat dari dua sisi. Pertama, keberadaan *free cash flow* dapat meningkatkan insentif manajemen untuk melakukan konsumsi yang berlebihan, pemborosan dan *overinvestment* yang akan meningkatkan *agency cost* yang menggunakan proksi *asset turnover*. Hal tersebut dikarenakan adanya kepentingan pribadi manajemen untuk menghabiskan *free cash flow* pada inefisiensi organisasi dan keuntungan pribadi (*perquisite*) (Brush *et al.* 2000).

Richardson (2006) menyatakan adanya hubungan positif antara *free cash flow* dan *overinvestment* yaitu ketika *free cash flow* dalam perusahaan besar dan proyek dengan NPV positif tersedia sedikit, maka manajemen akan melakukan investasi yang tidak perlu atau dengan NPV negatif. Berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif dan melakukan restrukturisasi yang tidak efisien, tujuannya adalah meningkatkan ukuran perusahaan, yang nantinya akan meningkatkan remunerasi mereka namun tidak meningkatkan nilai pemegang saham (Dorff, 2007). Jika perilaku manajer tidak meningkatkan nilai pemegang saham maka *agency cost* akan meningkat (Fosberg *et al.* 2003; Chu, 2011). Oleh karena itu sesuai dengan hipotesis *free cash flow* Jensen (1986) keberadaan *free cash flow* yang besar akan meningkatkan biaya keagenan karena perilaku oportunistik manajer yang membebaskan pemegang saham.

Kontras dengan hal tersebut, Wang (2010) menemukan adanya hubungan negatif antara *free cash flow* dan *agency cost* yang diproksikan dengan *operating ratio*, *administration ratio*, *research and development ratio*. Sehubungan dengan hal tersebut dalam artikelnya Keown *et al.* (2002) menyatakan bahwa *free cash flow* merupakan sejumlah uang tunai yang tersedia dari operasi setelah membayar semua beban operasi dan melakukan semua investasi-investasinya. Oleh karena itu keberadaan dari *free cash flow* yang besar dalam perusahaan menunjukkan adanya efisiensi dari operasional manajemen dalam pengelolaan perusahaan sehingga *agency cost* akan berkurang (Wang, 2010).

### **2.1.7. Hubungan *Free Cash Flow* dengan Kinerja Keuangan**

Sesuai dengan *free cash flow hypothesis* (Jensen, 1986) keberadaan *free cash flow* yang cukup besar membuat kondisi dimana kepentingan manajer berbeda dengan kepentingan pemegang saham. Pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan sebagai dividen, sedangkan manajer lebih memilih menahan *free cash flow* untuk kepentingan pribadi seperti meningkatkan ukuran dan pertumbuhan perusahaan melalui investasi yang tidak perlu atau dengan NPV negatif untuk tujuan kompensasi dan keamanan pekerjaan mereka.

Oleh karena itu, pada perusahaan dengan peluang investasi yang menguntungkan sedikit maka keberadaan *free cash flow* akan menurunkan kinerja operasi perusahaan (Freund *et al.* 2003). Dalam jangka panjang profitabilitas perusahaan akan rendah karena manajer menginvestasikan dananya pada proyek dengan NPV negatif (Chung *et al.* 2005).

Kontras dengan hal tersebut Wang (2010) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan positif antara *free cash flow* dengan kinerja keuangan yang menggunakan proksi ROA, ROE, Tobins'Q dan *return* saham dan gagal mendukung hipotesa *free cash flow* dari Jensen (1986). Hal tersebut mengindikasikan bahwa keberadaan *free cash flow* dapat meningkatkan peluang investasi yang akan menghasilkan nilai lebih bagi perusahaan jika manajer menggunakannya pada investasi yang optimal atau pada proyek dengan NPV positif.

## 2.2. Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini akan melakukan pengujian untuk mengetahui *pengaruh free cash flow* terhadap *agency cost* dan kinerja perusahaan, sehingga hipotesis yang akan dikembangkan adalah sebagai berikut:

### a. *Free cash flow* dan *agency cost*

Hipotesis *free cash flow* oleh Jensen (1986) menyatakan bahwa adanya *free cash flow* yang berlebihan di dalam perusahaan, akan menyebabkan manajemen cenderung menghabiskan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi yang tidak meningkatkan nilai bagi pemegang saham. Berdasarkan atas hal tersebut, untuk memberikan keyakinan bahwa manajer tidak akan melakukan tindakan yang membebankan pemegang saham, maka perusahaan harus mengeluarkan biaya untuk memastikan bahwa perusahaan akan dikelola sesuai dengan kepentingan pemilik yang disebut dengan biaya keagenan.

Richardson (2006), Yuan dan Jiang (2008) dan Chu (2011) menyebutkan keberadaan *free cash flow* akan memberikan insentif kepada manajer untuk melakukan investasi yang tidak perlu (*overinvestment*) atau menghabiskannya untuk konsumsi pribadi mereka. Perilaku oportunistik seperti itu tidak akan meningkatkan nilai pemegang saham, (Jensen, 1986). Jika perilaku manajer tidak meningkatkan nilai pemegang saham maka *agency cost* akan meningkat (Fosberg *et al.* 2003). Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dinyatakan bahwa keberadaan *free cash flow* yang besar dalam perusahaan akan meningkatkan masalah keagenan yang akan menyebabkan peningkatan *agency cost* yang diproksi dengan *asset turnover* dan *administration ratio*. Oleh karena itu, hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

**H1: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *agency cost***

### b. *Free cash flow* terhadap kinerja keuangan

Berdasarkan atas hipotesis *free cash flow* dan *agency theory* dari Jensen (1986) konflik kepentingan yang disebabkan oleh keberadaan *free cash flow* yang cukup besar akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Hal ini dikarenakan kinerja keuangan dinyatakan baik apabila manajemen berhasil

mengelola sumber daya keuangan perusahaan pada investasi yang meningkatkan nilai pemegang saham. Oleh karena itu, apabila *free cash flow* yang merupakan wewenang manajemen tidak dapat memberikan nilai bagi pemegang saham, dan menghabiskannya pada perilaku *perquisites* mereka maka akan menurunkan kinerja keuangan. Kinerja keuangan pada penelitian ini akan menggunakan proksi *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE).

Konsisten dengan hal tersebut, Freud *et al.* (2003) menyatakan adanya hubungan negatif antara *free cash flow* dengan kinerja operasi. Brush *et al.* (2000) juga menyatakan bahwa peningkatan *free cash flow* akan menurunkan kinerja pertumbuhan penjualan yang diproksikan dengan ROA. Oleh karena itu, dapat dikatakan keberadaan *free cash flow* yang besar akan memberikan insentif kepada manajemen untuk melakukan investasi yang tidak perlu atau dengan NPV negatif yang akan menurunkan kinerja perusahaan. Berdasarkan atas penjelasan tersebut, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

**H2: *Free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan**

## BAB 3

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1. Pengumpulan Data

##### 3.1.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia di luar sektor keuangan. Perusahaan dalam sektor keuangan, yang terdiri dari perbankan, asuransi, leasing, dan investasi atau jasa keuangan, tidak digunakan dalam penelitian ini, dikarenakan merupakan sektor perusahaan yang *highly regulated*. Selain itu struktur keuangan dalam sektor keuangan berbeda dengan sektor industri non keuangan, yang akan membuat perbedaan dalam perhitungan kinerja. Kinerja keuangan pada industri non keuangan dihitung dengan rasio likuiditas, profitabilitas, dan solvabilitas. Sedangkan pada industri keuangan dihitung dengan menggunakan CAMEL (*capital, asset quality, management, earning, dan asset liability management*) (Almilia dan Herdiningtiyas, 2005).

Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel yang didasarkan pada kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dalam menentukan sampel penelitian ini adalah:

1. Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 dan 2010.
2. Memiliki laporan keuangan auditan yang disajikan dalam mata uang rupiah.
3. Memiliki periode tutup buku perusahaan per 31 Desember
4. Memiliki ekuitas positif
5. Melaporkan memperoleh laba
6. Memiliki data yang lengkap untuk pengukuran seluruh variabel dalam penelitian ini

Berdasarkan kriteria tersebut, dilakukan pemilihan sampel dengan prosedur sebagaimana ditampilkan pada Tabel 3.1 Sampel yang diperoleh adalah 234 perusahaan.



**Tabel 3.1** Prosedur Pemilihan Sampel

NO	KRITERIA	Jumlah
	<b>Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2009 dan 2010</b>	338
1	Laporan keuangan auditan tidak disajikan dalam mata uang rupiah	(21)
2	Periode tutup buku selain 31 Desember	(0)
3	Perusahaan dengan ekuitas negatif	(22)
4	Perusahaan yang mengalami kerugian di tahun berjalan	(56)
5	Perusahaan dengan data tidak lengkap	(5)
	<b>Jumlah sampel</b>	<b>234</b>

### 3.1.2. Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 dan 2010. Pengumpulan data dilakukan dengan mengumpulkan laporan keuangan perusahaan yang telah diaudit dan dapat diakses dari publikasi Bursa Efek Indonesia pada website [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), Data Stream di Pusat Data Ekonomi dan Bisnis (PDEB) FEUI, dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Selain itu sumber data lainnya untuk mendukung penelitian ini seperti dari jurnal-jurnal diperoleh dari fasilitas jurnal online, buku *text* dan internet.

## 3.2. Model Penelitian

Dalam menguji hipotesis penelitian ini digunakan dua model penelitian yang terpisah. Model penelitian pertama digunakan untuk memeriksa hipotesis H1 yaitu *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *agency cost*. Sedangkan model penelitian kedua digunakan untuk memeriksa hipotesis H2 yaitu *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan.

### 3.2.1. Model Penelitian 1: Menguji Hipotesis H1

Dalam pengujian hipotesis H1 digunakan 2 (dua) proksi untuk mengukur *agency cost*, yaitu *asset turnover*, dan *administration ratio*. Sebagaimana Wang (2010) model penelitian ini juga akan menggunakan analisis regresi multivariat

yang memungkinkan untuk mengontrol faktor-faktor yang mungkin juga mempengaruhi *agency cost* selain *free cash flow*. Ada 2 (dua) variabel kontrol yang akan dimasukkan dalam model penelitian 1, yang dalam berbagai penelitian terdahulu ditemukan mempengaruhi *agency cost*, yaitu ukuran perusahaan (Lin, 2006; Wang, 2010; Fachrudin, 2011) dan tingkat utang (Jensen dan Meckling, 1976; Henry, 2010; Wang, 2010; Fatma dan Chicti, 2011).

Adapun model penelitian 1 yang akan digunakan untuk menguji hipotesis H1 adalah:

$$AC - ATO_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + e \dots\dots\dots(1a)$$

$$AC - AER_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + e \dots\dots\dots(1b)$$

Dimana:

$AC - ATO_{it}$  : *Agency cost* yang menggunakan proksi *aset turnover* perusahaan i pada tahun t

$AC - AER_{it}$  : *Agency cost* yang menggunakan proksi *administration expense ratio* perusahaan i pada tahun t

$FCF_{it-1}$  : *Free cash flow* perusahaan i pada tahun t-1

$SIZE_{it}$  : Ukuran perusahaan i pada tahun t

$DEBT_{it}$  : Tingkat utang perusahaan i pada tahun t

$\beta_0$  : Konstanta

$\beta_1 - \beta_3$  : Koefisien regresi

e : Error

### 3.2.2. Model Penelitian 2: Menguji Hipotesis H2

Mengikuti penelitian Wang (2010) dalam pengujian hipotesis H2 digunakan 2 (dua) proksi untuk mengukur kinerja keuangan yaitu *return on equity* (ROE) dan *return on assets* (ROA). Sebagaimana model penelitian 1, dalam model penelitian 2 juga digunakan analisis regresi multivariat, dengan memasukan variabel kontrol yang dalam berbagai penelitian terdahulu ditemukan mempengaruhi kinerja keuangan. Variabel kontrol dimasukkan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan ( Lin, 2006; Wright *et al.* 2009; Wang, 2010) dan tingkat utang (Cao, 2006; Berger dan Petti, 2006; Wang, 2010).

Adapun model penelitian 2 yang akan digunakan untuk menguji hipotesis H2 adalah:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + e \dots\dots\dots(2a)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + e \dots\dots\dots(2b)$$

Dimana:

$ROE_{it}$  : *Return On Equity* perusahaan i pada tahun t

$ROA_{it}$  : *Return On Asset* perusahaan i pada tahun t

$FCF_{it-1}$  : *Free cash flow* perusahaan i pada tahun t-1

$Size_{it}$  : Ukuran perusahaan i pada tahun t

$Debt_{it}$  : Tingkat utang perusahaan i pada tahun t

$\beta_0$  : Konstanta

$\beta_1 - \beta_6$  : Koefisien regresi

e : Error

### 3.3. Operasionalisasi Variabel

#### 3.3.1. Operasionalisasi Variabel Model Penelitian 1

Berikut ini dijelaskan berbagai proksi, perhitungan dan ekspektasi arah koefisien dari berbagai variabel yang digunakan dalam model penelitian 1. Sebagaimana dijelaskan diatas, model penelitian 1 ini terdiri dari model penelitian (1a) yang digunakan untuk mengukur pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *asset turnover* dan model penelitian (1b) yang mengukur pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *administration ratio*.

##### 3.3.1.1. Model Penelitian (1a)

###### • Variabel Dependen AC-ATO

Variabel dependen AC\_ATO dalam model penelitian (1a) adalah *agency cost* yang menggunakan proksi *asset turnover*. *Asset Turnover* adalah rasio penjualan bersih pada tahun t dibagi dengan total aset pada tahun t. *Asset turnover* yang rendah menunjukkan adanya penggunaan *free cash flow* pada investasi yang tidak optimal, yang disebabkan adanya kepentingan pribadi manajemen, sehingga

*agency cost* akan meningkat, begitu juga sebaliknya. AC-ATO dihitung dengan persamaan berikut:

$$AC - ATO = \frac{\text{Penjualan Bersih pada Tahun } t}{\text{Total Aset pada Tahun } t}$$

- **Variabel Independen FCF**

Dalam model penelitian (1a), variabel FCF (*free cash flow*) dihitung dengan mengikuti penelitian Gul (2001) dan Tresnaningsih (2008), yaitu:

$$FCF_{t-1} = \frac{CFO_{t-1} - Div_{t-1}}{Sales_{t-1}}$$

Dimana:

$CFO_{t-1}$  : Arus Kas Operasi pada tahun t-1

$Div_{t-1}$  : Dividen Kas pada tahun t-1

$Sales_{t-1}$ : Penjualan Bersih pada tahun t-1

FCF diekspektasi memiliki koefisien negatif terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi dengan *asset turnover* (AC-ATO),

- **Variabel Kontrol**

Dalam model penelitian (1a) dimasukan 2 variabel kontrol, yaitu SIZE dan DEBT.

**Ukuran Perusahaan (SIZE)**

SIZE diukur dengan natural logaritma dari penjualan pada tahun t. Variabel SIZE diekspektasi memiliki koefisien negatif terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *asset turnover* (AC-ATO). Hal ini dikarenakan perusahaan besar biasanya akan memiliki kontrol yang bagus dan lebih efisien dalam menggunakan sumber dayanya (Henry, 2010) termasuk *free cash flow* (Wang, 2010).

**Tingkat Utang (DEBT)**

DEBT diukur dengan menggunakan proksi *debt ratio*, yaitu total utang pada tahun t dibagi dengan total aset pada tahun t. DEBT diekspektasi memiliki koefisien positif terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *asset turnover*

(AC-ATO). Hal ini dikarenakan keberadaan utang dapat membatasi perilaku oportunistik manajer dalam menggunakan *free cash flow* (Wang, 2010; Fatma dan Chicti, 2011; Faizal, 2004) , variabel DEBT dihitung sebagai berikut:

$$\text{DEBT} = \frac{\text{Total Hutang pada Tahun } t}{\text{Total Aset pada Tahun } t}$$

### 3.3.1.2. Model Penelitian (1b)

- **Variabel Dependen AC-AER**

AC-AER dihitung dengan rasio beban umum dan administrasi pada tahun  $t$  dibagi dengan penjualan bersih pada tahun  $t$ . *Administration ratio* yang tinggi menunjukkan adanya pemborosan manajemen dan penggunaan untuk kepentingan pribadi dalam menggunakan *free cash flow*. AC-AER diukur dengan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{AC - AER} = \frac{\text{Beban Umum dan Administrasi pada Tahun } t}{\text{Penjualan Bersih pada Tahun } t}$$

- **Variabel Independen FCF**

Sebagaimana model penelitian (1a) dalam model penelitian (1b) juga digunakan variabel independen FCF (*free cash flow*) yang dihitung sebagai berikut:

$$\text{FCF}_{t-1} = \frac{\text{CFO}_{t-1} - \text{Div}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$$

Dimana:

$\text{CFO}_{t-1}$  : Arus Kas Operasi pada tahun  $t-1$

$\text{Div}_{t-1}$  : Dividen Kas pada tahun  $t-1$

$\text{Sales}_{t-1}$ : Penjualan Bersih pada tahun  $t-1$

Variabel FCF diekspektasi memiliki koefisien positif terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *administration ratio* (AC-AER).

- **Variabel Kontrol**

Sebagaimana model penelitian (1a), dalam model penelitian (1b) ini dimasukkan 2 variabel kontrol, yaitu SIZE dan DEBT.

**Ukuran Perusahaan (SIZE)**

SIZE diukur dengan natural logaritma dari penjualan pada tahun t. Variabel SIZE diekspektasi memiliki koefisien negatif terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi dengan *administration ratio* (AC-AER). Hal ini dikarenakan perusahaan besar biasanya akan memiliki kontrol yang bagus dan lebih efisien dalam menggunakan sumber dayanya (Henry, 2010) termasuk *free cash flow* (Wang, 2010).

**Tingkat Utang (DEBT)**

DEBT diukur dengan menggunakan proksi *debt ratio*, yaitu total utang pada tahun t dibagi dengan total aset pada tahun t. DEBT diekspektasi memiliki koefisien negatif terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *administration ratio* (AC-AER). Hal ini dikarenakan keberadaan utang dapat membatasi perilaku oportunistik manajer dalam menggunakan *free cash flow* (Faizal, 2004; Wang, 2010; Fatma dan Chicti, 2011), variabel DEBT dihitung sebagai berikut:

$$\text{DEBT} = \frac{\text{Total Hutang pada Tahun t}}{\text{Total Aset pada Tahun t}}$$

### 3.3.2. Operasionalisasi Variabel Model Penelitian 2

Berikut ini dijelaskan berbagai proksi, perhitungan dan ekspektasi arah koefisien dari berbagai variabel yang digunakan dalam model penelitian 2. Model penelitian 2 ini dipisahkan menjadi model penelitian (2a) untuk pengujian hipotesis H2 yang menggunakan ROA (*return on asset*) sebagai proksi dari kinerja keuangan dan model penelitian (2b) untuk pengujian hipotesis H2 yang menggunakan ROE (*return on equity*) sebagai proksi dari kinerja keuangan.

#### 3.3.2.1. Variabel Dependen

- **ROA**

Penurunan ROA (*return on asset*) menunjukkan penggunaan *free cash flow* pada investasi yang tidak optimal atau pada kepentingan pribadi manajemen yang

akan menurunkan kinerja keuangan. Mengikuti Wang (2010), ROA dihitung dengan persamaan berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih pada Tahun } t}{\text{Total Aset pada Tahun } t}$$

- **ROE**

ROE (*return on equity*) yang menurun menunjukkan bahwa *free cash flow* digunakan oleh manajemen pada kepentingan pribadi yang tidak meningkatkan nilai pemegang saham. Mengikuti Wang (2010) ROE dihitung dengan persamaan berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih pada Tahun } t}{\text{Total Ekuitas pada Tahun } t}$$

### 3.3.2.2. Variabel Independen (FCF)

Sebagaimana model penelitian 1, mengikuti penelitian Gul (2001) dan Tresnaningsih (2008), variabel *free cash flow* (FCF) dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$\text{FCF}_{t-1} = \frac{\text{CFO}_{t-1} - \text{Div}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$$

Dimana:

$\text{CFO}_{t-1}$  : Arus Kas Operasi pada tahun t-1

$\text{Div}_{t-1}$  : Dividen Kas pada tahun t-1

$\text{Sales}_{t-1}$ : Penjualan Bersih pada tahun t-1

Variabel FCF diekspektasi memiliki koefisien negatif terhadap kinerja keuangan yang menggunakan proksi *return on asset* (ROA)

### 3.3.2.3. Variabel Kontrol

Pada model penelitian (2a) dimasukan 2 variabel kontrol, yaitu SIZE dan DEBT.

#### **Ukuran Perusahaan ( SIZE)**

Sebagaimana model penelitian 1, SIZE diukur dengan natural logaritma dari penjualan. SIZE diprediksi memiliki koefisien positif terhadap kinerja keuangan. Hal ini dikarenakan perusahaan besar lebih efisien dalam menggunakan *free cash*

*flow* (Wang, 2010) dan kontrolnya lebih bagus (Henry 2010) sehingga kinerja keuangan akan meningkat.

### **Tingkat Utang (DEBT)**

Mengikuti model penelitian 1, DEBT diukur dengan menggunakan proksi *debt ratio*. DEBT diekspektasi memiliki koefisien positif dikarenakan utang dapat mencegah pengeluaran yang tidak penting atas keberadaan *free cash flow* dan mendorong untuk mengoperasikan perusahaan dengan lebih efisien sehingga kinerja keuangan dapat meningkat (Cao, 2006). DEBT dihitung dengan persamaan berikut:

$$\text{DEBT} = \frac{\text{Total Hutang pada Tahun } t}{\text{Total Aset pada Tahun } t}$$

### **3.4. Pengujian Empiris**

Perangkat lunak yang digunakan dalam pengolahan data penelitian ini adalah e-views 6 dan SPSS 17. Selain itu juga digunakan Microsoft excel 2007 untuk mengolah data mentah, yaitu data dari laporan keuangan hingga menjadi variabel penelitian. Data yang dikumpulkan dianalisis secara statistik dengan menggunakan analisis regresi multivariat untuk membuktikan hipotesis yang telah disusun. Kemudian dari hasil analisis secara statistik, selanjutnya dapat diinterpretasikan dan disimpulkan.

#### **3.4.1. Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif adalah bagian dari statistik yang mempelajari cara pengumpulan dan penyajian data sehingga mudah untuk dipahami. Statistik deskriptif hanya menguraikan atau memberikan keterangan mengenai suatu data dan fenomena. Dengan melakukan pengumpulan dan peringkasan data variabel dependen dan variabel independen dapat menggambarkan karakteristiknya mengenai rerata (*mean*), nilai minimum, nilai maksimum, dan standar deviasinya.

Nilai rerata (*mean*) menggambarkan nilai kisaran data, nilai ini diperoleh dari penjumlahan seluruh nilai data dan membaginya dengan jumlah data. Simpangan baku atau standar deviasi merupakan pengukur rata rata penyimpangan masing masing item terhadap nilai yang diharapkan.



### 3.4.2. Pengujian Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk mendapatkan model penelitian yang valid dan dapat digunakan untuk melakukan estimasi. Hasil estimasi tersebut harus bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). Menurut Gujarati (2004) hasil dari estimasi yang bersifat BLUE adalah hasil yang:

1. Pada regresi linear berganda tidak terdapat hubungan linear antar variabel bebas atau tidak terdapat multikolinearitas
2. Varian dari tiap variabel adalah tetap atau homokedastisitas
3. Tidak ada korelasi serial antara error (*no- autocorrelation*)
4. Berdistribusi normal

Uji asumsi klasik yang dilakukan antara lain adalah uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

#### Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas (kolinearitas berganda) berarti adanya hubungan linear yang sempurna diantara variabel variabel bebas dalam model regresi korelasi. Jika terdapat korelasi yang sempurna, konsekuensinya adalah koefisien regresi menjadi tidak dapat ditaksir, nilai standar error setiap regresi menjadi tidak terhingga. Sehingga mengakibatkan interval keyakinan untuk pendugaan parameter menjadi semakin lebar dan semakin terbuka kemungkinan terjadinya kekeliruan, menerima hipotesis yang salah.

Pengujian multikolinearitas dapat dilakukan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar variabel independen dengan menggunakan Variance Inflation Factor (VIF). Batas dari VIF adalah 10, dan batas tolerance value 0,1. Dengan demikian, apabila nilai VIF lebih dari 10 dan nilai toleransi dibawah 0,1 maka terjadi multikolinearitas.

#### Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti bahwa variasi residual tidak sama untuk semua pengamatan. Konsekuensi akibat terjadinya heteroskedastisitas adalah bahwa penaksir menjadi tidak efisien baik dalam sampel kecil ataupun besar. Gangguan heteroskedastisitas sering muncul dalam data cross section dan data time series. Hal ini bisa mengakibatkan terjadinya perubahan hasil uji statistik tidak tepat dan interval keyakinan untuk estimasi parameter juga kurang tepat.

Salah satu cara untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas dengan menggunakan nilai probabilitas Obs\*R-squared yang diregresikan dengan menggunakan program e-views 6. Apabila nilai probabilitas Obs\*R-squared lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$  maka diduga kuat terdapat heteroskedastisitas pada model penelitian.

### **Uji Autokorelasi**

Autokorelasi adalah korelasi yang terjadi diantara anggota observasi yang terletak berderetan. Masalah ini seringkali ditemukan apabila kita menggunakan data time series. Pada data cross sectional, masalah korelasi bisa dikatakan relatif jarang terjadi. Autokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi korelasi diantara kelompok observasi menurut waktu dan tempat. Konsekuensi adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah dengan menggunakan pengujian terhadap nilai Durbin Watson (D-W), dasar pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut:

- Angka D-W di bawah -2 berarti ada autokorelasi positif
- Angka D-W diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi
- Angka D-W di atas +2 berarti ada autokorelasi negatif

### **3.4.3. Pengujian Hipotesis**

Dalam membuktikan hipotesis, digunakan tehnik analisis statistik inferensial dengan pendekatan:

- **Uji Signifikansi Parsial (Uji t)**

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan menggunakan *t-test* yaitu dengan membandingkan antara nilai t hitung masing-masing variabel bebas dengan t tabel (nilai kritis dengan tingkat signifikansi 5%). Apabila tingkat signifikansi yang diperoleh (*p value*) lebih kecil dari 0,05 maka  $H_0$  dapat ditolak atau dengan  $\alpha 5\%$

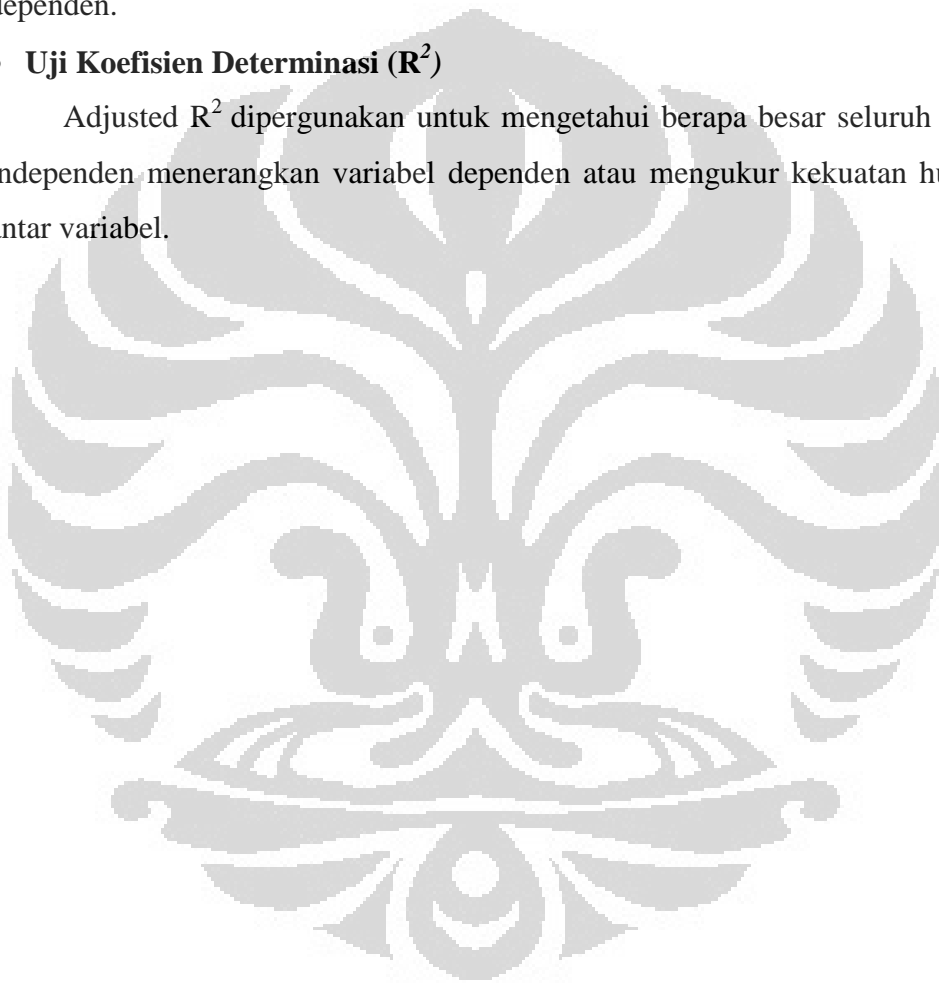
variabel independen tersebut berhubungan secara statistik terhadap variabel dependennya.

- **Uji Signifikansi Serentak (Uji F)**

Dipergunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel variabel secara serempak sehingga data data yang ada dapat digunakan untuk analisis. Jika nilai signifikansi F lebih kecil dari 0,05 maka hipotesis alternatif tidak dapat ditolak atau dengan  $\alpha = 5\%$  variabel independen secara statistik mempengaruhi variabel dependen.

- **Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

Adjusted  $R^2$  dipergunakan untuk mengetahui berapa besar seluruh variabel independen menerangkan variabel dependen atau mengukur kekuatan hubungan antar variabel.



## BAB 4

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

#### 4.1. Analisis Statistik Deskriptif

Sebelum melakukan pengujian atas hipotesis dalam penelitian ini, terlebih dahulu dilakukan seleksi observasi dengan mengeluarkan *outlier* pada observasi yang diperoleh. Nachrowi dan Usman (2006) mendefinisikan *outlier* sebagai nilai yang terpisah dari kumpulan observasi yang dapat bernilai sangat besar atau sangat kecil. *Outlier* pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan kriteria 3 kali standar deviasi untuk masing-masing variabel. Berdasarkan kriteria ini, dari 234 perusahaan sampel diperoleh 211 perusahaan yang akan diobservasi lebih lanjut.

Analisis data hasil pengolahan diawali dengan pembahasan mengenai statistik deskriptif dari masing-masing variabel yang terdiri dari nilai rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi. Berikut adalah tabel ringkasan hasil uji statistik deskriptif untuk model penelitian 1 dan 2:

**Tabel 4.1. Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AC-ATO	211	0.0300	3.4500	0.9753	0.6828
AC-AER	211	0.0035	0.5951	0.1085	0.1090
ROA	211	-0.0018	0.2895	0.0712	0.0582
ROE	211	-0.0934	0.6287	0.1383	0.1117
FCF	211	-0.7365	0.5663	0.0941	0.1598
SIZE	211	23.3490	32.4985	27.637	1.7042
DEBT	211	0.0700	0.8500	0.4405	0.1900
Valid N (listwise)	211				

Variabel AC-ATO atau *agency cost* yang diproksi dengan *asset turnover* menggambarkan biaya yang harus dikeluarkan perusahaan atas perilaku manajer yang melakukan investasi tidak perlu atau dengan NPV negatif untuk tujuan pribadi mereka. Pada tahun 2010 rata-rata *asset turnover* perusahaan adalah sebesar 0.9753 atau (97,53%). Perusahaan dengan nilai ATO tertinggi adalah PT Tembaga Mulia Semanan yaitu dengan nilai 3.45 dan dengan nilai ATO terendah adalah PT Global Land Development yaitu 0.03. Dengan rentang nilai maksimum dan minimum tersebut membuat variasi besaran AC-ATO cukup besar yaitu sebesar 0.6828.

Variabel AC-AER atau variabel *agency cost* yang diproksi dengan *administration ratio* menggambarkan biaya agensi atas perilaku manajemen yang menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan pribadi. Dari Tabel 4.1 diketahui bahwa rata-rata *administration ratio* adalah 0.1085 atau sebesar 10,85% dibandingkan dengan penjualan bersih. Standar deviasi dalam variabel ini yaitu 0.1090 atau sebesar 10,9% dengan rentang nilai minimum dan maksimum variabel AC-AER adalah 0.0035 hingga 0.5951.

Untuk variabel ROA diperoleh rata-rata sebesar 0.0712 atau 7,12% dari total aset perusahaan. Standar deviasi dari ROA cukup rendah yaitu sebesar 0.0582 dikarenakan rentang antara nilai minimum dan maksimum dari ROA selama tahun 2010 tidak begitu jauh yaitu dari -0.018 hingga 0.2895. Variabel ROE diperoleh rata-rata selama tahun 2010 sebesar 0.1383, atau 13.83%. Dengan nilai minimum -0.0934 dan nilai maksimum 0.6287 membuat variasi sebesar 0.1117 atau 11,17%.

Dari Tabel 4.1 di atas, terlihat rata-rata FCF atau *free cash flow* adalah sebesar 0.0941 atau sebesar 9% dari total penjualannya. Dengan nilai maksimum sebesar 0.5663 dan nilai minimum sebesar -0.7365 sehingga variasi atau rentang dari *free cash flow* sebesar 0.1598. Sedangkan variabel SIZE memiliki rata-rata sebesar 27.6372. Dengan nilai minimum 23.3490 dan nilai maksimum 32.4985 membuat standar deviasi cukup besar yaitu sebesar 1.7042. Dari penjelasan tersebut dapat dikatakan ukuran perusahaan di Indonesia cukup beragam.

Rata-rata variabel DEBT atau tingkat utang perusahaan adalah sebesar 0.4405. Hal tersebut mengindikasikan bahwa rata-rata struktur modal perusahaan

terdiri dari 44% utang sisanya dari ekuitas. Standar deviasi dalam variabel ini besar yaitu 19% hal ini dikarenakan besarnya rentang nilai variabel yaitu dari 0.0700 hingga 0.8500.

## 4.2. Analisis atas Hasil Pengujian Empiris Hipotesis 1: *Free Cash Flow* Berpengaruh Positif terhadap *Agency Cost*

### 4.2.1. Pengujian H1 dengan Menggunakan *Asset Turnover* Sebagai Proksi *Agency Cost*

Analisis dilakukan dengan menggunakan model penelitian (1a), setelah sebelumnya melakukan pengujian ekonometrika atas asumsi klasik. Hasil pengujian empiris secara lengkap disajikan pada Lampiran 1.

#### 4.2.1.1. Pengujian Asumsi Klasik

- Uji Multikolinearitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat multikolinearitas atau hubungan di antara variabel independen dalam model penelitian . Pengujian dilakukan dengan menggunakan SPSS 17. Nilai *tolerance* yang mendekati 1 dan VIF kurang dari 10 merupakan kriteria bahwa dalam model penelitian tidak terdapat multikolinearitas, sehingga hasil pengujiannya adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.2. Hasil Pengujian Multikolinearitas 1a**

$$AC-ATO = c + \beta_1 FCF + \beta_2 Size + \beta_3 Debt$$

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 FCF	.998	1.002
SIZE	.961	1.041
DEBT	.963	1.039

a. Dependent Variable: AC-ATO

Dari Tabel 4.2 dapat dijelaskan semua variabel independen pada model penelitian (1a) memiliki nilai VIF kurang dari 10, dan nilai *tolerance* yang mendekati nilai satu. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat

multikolinieritas atau hubungan linear antar variabel independen di model regresi 1a dalam menguji pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* yang diproksi dengan *asset turnover*.

- **Uji Heteroskedastisitas**

Pengujian ini dilakukan untuk menguji adanya heteroskedastisitas dengan menggunakan uji White dari *Eviews-6* yang dilihat dari nilai probabilitas *Obs\*R-squared* yang diregresikan. Apabila nilai probabilitas *Obs\*R-squared* lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$  maka diduga kuat terdapat heteroskedastisitas pada model penelitian. Hasil pengujian heteroskedastisitas untuk model penelitian (1a) disajikan dalam Tabel 4.3:

**Tabel 4.3. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 1a**

**Model 1a:  $AC-ATO = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$**

Obs*R-Square: 35.2443	Prob Chi Square (9): 0.0001
-----------------------	-----------------------------

Dari Tabel 4.3 dapat dilihat nilai probabilitas *Obs\*R-squared* kurang dari  $\alpha 5\%$  atau senilai 0.0001, sehingga model penelitian (1a) mengalami gangguan heteroskedastisitas. Namun setelah dilakukan *treatment* dengan *White* dari *e views*, maka data siap untuk dilakukan pengujian lebih lanjut.

- **Uji Autokolinearitas**

Pengujian ini dilakukan untuk menguji adanya autokolinearitas dengan menggunakan uji Durbin Watson dari *Eviews-6*. Apabila nilai nilai Durbin Watson diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi. Nilai pada model penelitian (1a) yaitu sebesar 2.0310 sehingga dapat dikatakan untuk model penelitian (1a) tidak terdapat autokolinearitas.

#### 4.2.1.2. Hasil regresi model penelitian (1a)

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melakukan regresi terhadap model penelitian (1a). Hasil regresi model penelitian (1a) dapat dilihat pada Tabel 4.4 sebagai berikut:

**Tabel 4.4. Hasil regresi Model Penelitian (1a)**

$$AC-ATO = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$$

Variabel	Ekspektasi tanda	Koefisien	Prob
Constanta		-2.9402	0.0000
FCF	-	-0.9644	0.0131**
SIZE	+	0.1388	0.0000*
DEBT	+	0.3805	0.1066
<b>R square</b>		0.1884	
<b>Adj. R Square</b>		0.1766	
<b>F Statistic</b>		16.0230	
<b>Prob (F-statistic)</b>		0.0000*	

\* signifikan pada level 1%

\*\*signifikan pada level 5%

#### a. Hasil uji signifikansi serentak (Uji F)

Dari Tabel 4.4. dapat diketahui bahwa probabilita  $F_{stat}$  yaitu sebesar 0.0000 memiliki nilai lebih kecil dari 1%. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel independen secara simultan/bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (AC-ATO) pada  $\alpha$  1%. Dengan kata lain, variabel-variabel independen yang digunakan pada model penelitian (1a) cukup mencerminkan variabel dependennya.

#### b. Hasil uji koefisien determinasi ( $R^2$ )

Dari Tabel 4.4 dapat diketahui bahwa nilai adjusted  $R^2$  dari model ini adalah sebesar 0.1766. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 17,6693 % variasi dari AC-ATO dapat dijelaskan oleh variabel independennya yaitu *free cash flow*, SIZE, dan DEBT. Sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

#### c. Hasil uji signifikansi parsial (uji t)

Berdasarkan hasil regresi dalam Tabel 4.4 berikut disampaikan analisis dan kesimpulan atas uji signifikansi parsial untuk masing-masing variabel independen dan variabel kontrol.

##### • *Free Cash Flow* (FCF)

Variabel FCF memiliki koefisien negatif dan signifikan pada  $\alpha$  5%. Hasil ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap



*asset turnover* Sehingga peningkatan dari *free cash flow* akan menurunkan *asset turnover* yang berarti akan meningkatkan *agency cost*. Dengan demikian Hipotesis 1 bahwa peningkatan *free cash flow* akan meningkatkan *agency cost* diterima.

Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan *free cash flow* akan meningkatkan *agency cost* atas perilaku manajemen yang berinvestasi yang tidak perlu atau dengan NPV negatif untuk tujuan pribadi mereka. Hal tersebut dapat dilihat dari penurunan *asset turnover* perusahaan yang menunjukkan ketidakmampuan manajemen dalam menggunakan aset pada investasi yang optimal (*overinvestment*). Hasil ini konsisten dengan hipotesis *free cash flow* dari Jensen (1986) dan temuan Richardson (2006) serta, Wang (2010) yang menyatakan adanya hubungan positif antara *free cash flow* dan *agency cost*.

- **SIZE**

Variabel SIZE memiliki koefisien positif dan signifikan dengan  $\alpha$  1%. Hasil ini menunjukkan bahwa SIZE berpengaruh positif terhadap *asset turnover*. Sehingga peningkatan ukuran perusahaan akan meningkatkan *asset turnover* dan menurunkan *agency cost*. Temuan ini mendukung dugaan awal dari penelitian bahwa SIZE berpengaruh negatif terhadap *agency cost*.

Hasil ini menjelaskan bahwa perusahaan besar memiliki kontrol yang baik dan lebih efisien dalam menggunakan sumber daya perusahaan termasuk *free cash flow* sehingga *agency cost* akan menurun. Konsisten dengan penelitian Lin (2006), Fachrudin (2011) dan Wang (2010) juga mengonfirmasi bahwa peningkatan ukuran perusahaan akan menurunkan *agency cost*.

- **DEBT**

Variabel DEBT memiliki koefisien positif dan tidak signifikan dengan nilai p-value sebesar 0.1066. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat utang tidak berpengaruh terhadap *asset turnover*. Dengan demikian hasil ini tidak mendukung dugaan awal penelitian bahwa DEBT berpengaruh negatif terhadap *agency cost*.

Hasil ini konsisten dengan penelitian Margarini (2011) menemukan bahwa utang tidak berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* yang diproksi dengan *asset turnover*. Hasil ini menunjukkan bahwa keberadaan utang tidak menyelesaikan permasalahan *overinvestment* karena keberadaan *free cash flow*

dan mengurangi *agency cost*, keberadaan utang hanya menjadikan utang tersebut sebagai aturan prioritas yang membatasi dana eksternal yang dapat dikumpulkan oleh perusahaan (Hart dan Moore, 1994).

#### 4.2.2. Pengujian H1 Dengan Menggunakan *Administration Ratio* Sebagai Proksi *Agency Cost*

Analisis dilakukan dengan menggunakan model penelitian (1b), setelah sebelumnya melakukan pengujian ekonometrika atas asumsi klasik. Hasil pengujian empiris secara lengkap disajikan pada Lampiran 2.

##### 4.2.2.1. Pengujian Asumsi Klasik

- Uji Multikolinearitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat multikolinearitas atau hubungan di antara variabel independen dalam model penelitian (1b). Hasil pengujian multikolinearitas dapat disajikan sebagai berikut:

**Tabel 4.5. Hasil Pengujian Multikolinearitas (1b)**

$$AC-AER = c + \beta_1 FCF + \beta_2 Size + \beta_3 Debt$$

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 FCF	.998	1.002
SIZE	.961	1.041
DEBT	.963	1.039

Dependent Variable: AC-AER

Dari Tabel 4.5 dapat dijelaskan bahwa variabel independen pada model penelitian (1b) memiliki nilai VIF kurang dari 10, dan nilai tolerance yang mendekati nilai satu. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas atau hubungan linear antar variabel independen pada model regresi yang menguji pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *administration ratio* (AC-AER).

- **Uji Heteroskedastisitas**

Pengujian ini dilakukan untuk menguji adanya heteroskedastisitas dengan menggunakan uji White dari *Eviews-6* yang dilihat dari nilai probabilitas *Obs\*R-squared* yang diregresikan. Apabila nilai probabilitas *Obs\*R-squared* lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$  maka diduga kuat terdapat heteroskedastisitas pada model penelitian. Nilai probabilitas *Obs\*R-squared* pada model penelitian (1b) disajikan pada tabel berikut:

**Tabel 4.6. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas (1b)**

**Model 1b:  $AC-AER = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$**

Obs*R-Square: 25.0330	Prob Chi Square: 0.0029
-----------------------	-------------------------

Dari Tabel 4.6 dapat dilihat nilai probabilitas *Obs\*R-squared* kurang dari  $\alpha 5\%$  atau senilai 0.0029, sehingga model penelitian (1b) mengalami gangguan heteroskedastisitas. Namun setelah dilakukan *treatment* dengan *White* dari *e views*, maka data siap untuk dilakukan pengujian lebih lanjut.

- **Uji Autokolinearitas**

Pengujian ini dilakukan untuk menguji adanya autokolinearitas dengan menggunakan uji Durbin Watson dari *Eviews-6*. Apabila nilai Durbin Watson diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi. Nilai Durbin Watson pada model penelitian (1b) yaitu sebesar 2.122669 sehingga dapat dikatakan untuk model penelitian (1b) tidak terdapat autokolinearitas.

#### 4.2.2.2. Hasil Regresi Model Penelitian (1b)

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melakukan regresi terhadap model penelitian 1b. Hasil regresi model penelitian (1b) dapat dilihat pada Tabel 4.7 sebagai berikut:

**Tabel 4.7. Hasil Regresi Model Penelitian (1b)**

$$AC-AER = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$$

Variabel	Ekspektasi tanda	Koefisien	Prob
Constanta		0.7205	0.0000
FCF	+	0.1062	0.0898**
SIZE	-	-0.0221	0.0000*
DEBT	-	-0.0587	0.0694**
<b>R Square</b>		0.1563	
<b>Adj. R Square</b>		0.1441	
<b>F Statistic</b>		12.7852	
<b>Prob (F-statistic)</b>		0.0000*	

\* signifikan pada level 1%

\*\*signifikan pada level 10%

#### a. Hasil uji signifikasi serentak (Uji F)

Dapat diketahui bahwa probabilitas  $F_{stat}$  yaitu sebesar 0.0000 memiliki nilai lebih kecil dari 1%. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel independen secara simultan/bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (AC-AER) pada  $\alpha$  1%. Dengan kata lain, variabel-variabel independen yang digunakan pada model penelitian (1b) cukup mencerminkan variabel dependennya.

#### b. Hasil uji koefisien determinasi ( $R^2$ )

Dari Tabel 4.7 dapat diketahui bahwa nilai *adjusted*  $R^2$  dari model ini adalah sebesar 0.1441. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 14,41% variasi dari *agency cost* yang menggunakan proksi *administration ratio* dapat dijelaskan oleh variabel independennya yaitu *free cash flow*, ukuran perusahaan, dan rasio utang. Sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

#### c. Hasil uji signifikasi parsial (Uji t)

Berdasarkan hasil regresi dalam Tabel 4.7, berikut ini disampaikan analisis dan kesimpulan atas uji signifikansi parsial untuk masing-masing variabel independen dan variabel kontrol.

- **Free Cash Flow (FCF)**

Variabel FCF memiliki koefisien positif dan signifikan pada  $\alpha$  10%. Hasil ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost*. Dengan demikian Hipotesis 1b bahwa peningkatan *free cash flow* akan meningkatkan *agency cost* yang menggunakan proksi *administration ratio* dapat diterima.

Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan *free cash flow* akan meningkatkan *agency cost* dalam bentuk perilaku manajemen untuk menggunakannya untuk kepentingan pribadi yang dibebankan kepada perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari peningkatan *administration ratio* perusahaan yang menunjukkan adanya inefisiensi perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian Jensen (1986) dan Chu (2011).

- **SIZE**

Variabel SIZE memiliki koefisien negatif dan signifikan pada  $\alpha$  1%. Ini menunjukkan bahwa SIZE berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *agency cost*. Sesuai dengan dugaan awal penelitian bahwa peningkatan ukuran perusahaan akan menurunkan *agency cost*

Hal ini membuktikan bahwa perusahaan besar lebih efisien dalam menggunakan sumber daya perusahaan termasuk dalam pengeluaran oleh kebijakan manajemen dan memiliki kontrol yang baik dalam membatasi perilaku manajer yang tidak sesuai dengan pemegang saham. Konsisten dengan hal tersebut, Lin (2006), Wang (2010) dan Fachrudin (2011) dalam penelitiannya menyatakan adanya hubungan negatif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan *agency cost*

- **DEBT**

Variabel DEBT memiliki koefisien negatif dan signifikan pada  $\alpha$  10%. Hasil ini menunjukkan bahwa DEBT berpengaruh negatif terhadap *agency cost* dan mendukung dugaan awal penelitian bahwa peningkatan utang dapat menurunkan *agency cost*.

Keberadaan utang didalam perusahaan dapat mencegah pengeluaran manajemen yang tidak penting atas keberadaan *free cash flow* dan mendorong untuk mengoperasikannya dengan lebih efisien. Hal tersebut dikarenakan adanya

kewajiban manajemen untuk membayar pokok utang dan bunga secara berkala dan *monitoring* oleh kreditor. Hasil ini konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976), Sigh dan Davidson (2003), Henry (2010), Fatma dan Chicti (2011).

### 4.3. Analisis atas Hasil Pengujian Empiris Hipotesis 2: *Free Cash Flow* Berpengaruh Negatif terhadap Kinerja Keuangan

#### 4.3.1. Pengujian H1 dengan Menggunakan ROA Sebagai Proksi Kinerja Keuangan

Analisis dilakukan dengan menggunakan model penelitian (2a), setelah sebelumnya melakukan pengujian ekonometrika atas asumsi klasik. Hasil pengujian empiris secara lengkap disajikan pada Lampiran 3.

##### 4.3.3.1. Pengujian Asumsi Klasik

- Uji Multikolinearitas

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat multikolinearitas atau hubungan diantara variabel independen dalam model penelitian (2a). Hasil pengujian multikolinearitas dapat disajikan sebagai berikut:

**Tabel 4.8. Hasil Pengujian Multikolinearitas (2a)**

$$ROA = c + \beta_1 FCF + \beta_2 Size + \beta_3 Debt$$

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	FCF	.998	1.002
	SIZE	.961	1.041
	DEBT	.963	1.039

a. Dependent Variable: ROA

Dari Tabel 4.8 dapat dijelaskan untuk semua variabel independen pada model penelitian (2a) memiliki nilai VIF kurang dari 10, dan nilai *tolerance* yang mendekati nilai satu. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas atau hubungan linear di antara variabel independen pada model

penelitian (2a) yang menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kinerja perusahaan yang diproksi dengan *return on asset* (ROA).

- **Uji Heteroskedastisitas**

Pengujian ini untuk menguji adanya heteroskedastisitas dengan menggunakan nilai probabilitas *Obs\*R-squared* setelah model diregresikan dengan menggunakan program *e-views* 6. Apabila nilai probabilitas *Obs\*R-squared* lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$  maka diduga kuat terdapat heteroskedastisitas pada model penelitian. Hasil pengujian heteroskedastisitas untuk model penelitian (2a) dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.9. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas (2a)**

$$ROA = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$$

Obs*R-Square: 27.75471	Prob Chi Square: 0.0010
------------------------	-------------------------

Dari Tabel 4.9 di atas dapat dilihat nilai probabilitas *Obs\*R-squared* kurang dari  $\alpha 5\%$  atau senilai 0.0010, sehingga model penelitian (2a) mengalami gangguan heteroskedastisitas. Namun setelah dilakukan *treatment* dengan White dari *e views*, maka data siap untuk dilakukan pengujian lebih lanjut.

- **Uji Autokolinearitas**

Pengujian ini dilakukan untuk menguji adanya Autokolinearitas dengan menggunakan uji Durbin Watson dari *Eviews-6*. Apabila nilai nilai Durbin Watson diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi. Nilai Durbin Watson pada model penelitian (2a) yaitu sebesar 2.1477 sehingga dapat dikatakan untuk model penelitian (2a) tidak terdapat autokolinearitas

#### 4.3.1.2. Hasil Regresi Model Penelitian (2a)

Pengujian Hipotesis H2 dilakukan dengan melakukan regresi terhadap model penelitian (2a). Hasil regresi model penelitian (2a) dapat dilihat pada Tabel 4.10 sebagai berikut:

**Tabel 4.10. Hasil regresi untuk pengujian model ROA**

$$ROA = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$$

Variabel	Ekspektasi tanda	Koefisien	Prob
Constanta		-0.288584	0.0000
FCF	-	0.069509	0.0002*
SIZE	+	0.015058	0.0000*
DEBT	+	-0.142640	0.0000*
<b>R square</b>		0.373708	
<b>Adj. R Square</b>		0.364631	
<b>F Statistic</b>		41.17220	
<b>Prob (F-statistic)</b>		0.00000	

\* tingkat signifikansi 1%

#### a. Hasil uji signifikansi serentak (Uji F)

Dapat diketahui bahwa probabilitas  $F_{stat}$  yaitu sebesar 0.0000 memiliki nilai lebih kecil dari 1%. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel independen secara simultan/bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (ROA) pada  $\alpha$  1%. Dengan kata lain, variabel-variabel independen yang digunakan pada model penelitian (2a) cukup mencerminkan variabel dependennya

#### b. Hasil uji koefisien determinasi ( $R^2$ )

Dari Tabel 4.10 dapat diketahui bahwa nilai *adjusted*  $R^2$  dari model ini adalah sebesar 0.3629. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 36,29% variasi dari ROA dapat dijelaskan oleh variabel independennya yaitu *free cash flow*, ukuran perusahaan dan tingkat utang. Sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

#### c. Hasil uji signifikansi parsial (uji t)

Berdasarkan hasil regresi dalam Tabel 4.10 berikut ini disampaikan analisis dan kesimpulan atas uji signifikansi parsial untuk masing-masing variabel independen dan variabel kontrol.

- **Free Cash Flow (FCF)**

Variabel FCF memiliki koefisien positif dan signifikan pada  $\alpha$  1%. Hasil ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh secara positif dan signifikan



terhadap kinerja keuangan. Dengan demikian Hipotesis 2 bahwa peningkatan *free cash flow* akan menurunkan kinerja keuangan yang menggunakan proksi ROA tidak dapat diterima.

Hasil ini konsisten dengan penelitian Wang (2010) yang mengkonfirmasi bahwa keberadaan *free cash flow* dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang menggunakan proksi *return on asset*. Hal ini mungkin disebabkan adanya kepentingan manajemen terhadap profitabilitas dan ukuran perusahaan yang semakin besar terkait dengan kompensasi dan kemananan pekerjaan bagi manajemen. Sehingga adanya *free cash flow* akan digunakan pada investasi yang akan meningkatkan profitabilitas, meskipun juga disertai adanya peningkatan *agency cost*.

- **SIZE**

Variabel SIZE memiliki koefisien positif dan signifikan pada  $\alpha$  1%. Hasil temuan ini mendukung dugaan awal dari penelitian bahwa SIZE berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang menggunakan proksi *return on asset*.

Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar menjanjikan kinerja yang lebih baik. Hal ini dikarenakan kontrol atas penggunaan sumber dayanya termasuk *free cash flow* lebih baik dan lebih efisien. Konsisten dengan hal tersebut Lin (2006), Wright *et al.* (2009) dan Wang (2010) menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

- **DEBT**

Variabel DEBT memiliki koefisien negatif dan signifikan dengan tingkat  $\alpha$  1%. Hasil temuan ini tidak mendukung dugaan awal penelitian bahwa peningkatan utang akan meningkatkan kinerja perusahaan atas monitoring yang dilakukan oleh kreditor.

Hal ini disebabkan oleh keberadaan utang yang tinggi dalam perusahaan dapat mengakibatkan kesulitan keuangan atas kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang secara reguler serta kebangkrutan dan likuidasi. Hal-hal seperti itu akan menurunkan kinerja keuangan. Konsisten dengan hal tersebut Berger dan Petti (2006), (Lin 2010) dan Wang (2010) juga menemukan adanya hubungan negatif antara utang dan kinerja keuangan.

### 4.3.2. Pengujian H2 dengan Menggunakan ROE Sebagai Proksi Kinerja Keuangan

Analisis dilakukan dengan menggunakan model penelitian (2b), setelah sebelumnya melakukan pengujian ekonometrika atas asumsi klasik. Hasil pengujian empiris secara lengkap disajikan pada Lampiran 4.

#### 4.3.2.1. Pengujian Asumsi Klasik

- **Uji Multikolinearitas**

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat multikolinearitas atau hubungan diantara variabel independen dalam model penelitian (2b). Hasil pengujian multikolinearitas dapat disajikan sebagai berikut:

**Tabel 4.11. Hasil Pengujian Multikolinearitas (2b)**

$$ROA = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$$

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
FCF	.998	1.002
SIZE	.961	1.041
DEBT	.963	1.039

a. Dependent Variable: ROE

Dari Tabel 4.11 dapat dijelaskan untuk semua variabel independen pada model penelitian (2b) memiliki nilai VIF kurang dari 10, dan nilai tolerance yang mendekati nilai satu. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas atau hubungan linear antar variabel independen di setiap model regresi dalam menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kinerja keuangan yang menggunakan proksi *return on equity* (ROE)

- **Uji Heteroskedastisitas**

Pengujian ini untuk menguji adanya heteroskedastisitas dengan menggunakan nilai probabilitas *Obs\*R-squared* setelah model diregresikan dengan menggunakan program *e-views 6*. Apabila nilai probabilitas *Obs\*R-squared* lebih kecil dari *alpha 5%* maka diduga kuat terdapat heteroskedastisitas

pada model penelitian. Hasil pengujian heteroskedastisitas untuk model penelitian (2b) dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.12 Hasil Pengujian Heteroskedastisitas**

**Model 2b:  $ROE = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$**

Obs*R-Square: 17.5329	Prob Chi Square: 0.0410
-----------------------	-------------------------

Dari Tabel 4.12 di atas dapat dilihat nilai probabilitas Obs\*R-squared kurang dari  $\alpha$  5%, sehingga model penelitian (2b) mengalami gangguan heteroskedastisitas. Namun setelah dilakukan treatment dengan *White* dari *e views*, maka data siap untuk dilakukan pengujian lebih lanjut.

• **Uji Autokolinearitas**

Pengujian ini dilakukan untuk menguji adanya autokolinearitas dengan menggunakan uji Durbin Watson dari Eviews-6. Apabila nilai Durbin Watson diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi. Nilai Durbin Watson pada model penelitian (2b) yaitu sebesar 2.0706 sehingga dapat dikatakan untuk model penelitian (2b) tidak terdapat autokolinearitas

**4.3.2.2. Hasil Regresi Model Penelitian (2b)**

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melakukan regresi terhadap model penelitian 2b. Hasil regresi model penelitian (2b) dapat dilihat pada Tabel 4.13 sebagai berikut:

**Tabel 4.13. Hasil regresi untuk pengujian model ROE**

$ROE = c + \beta_1 FCF + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT$

Variabel	Ekspektasi tanda	Koefisien	Prob
Constanta		-0.5156	0.0005
FCF	-	0.1309	0.0001*
SIZE	+	0.0248	0.0000*
DEBT	-	-0.1040	0.0117**
<b>R square</b>		0.1905	
<b>Adj. R Square</b>		0.1787	
<b>F Statistic</b>		16.2386	
<b>Prob (F-statistic)</b>		0.0000*	

\* tingkat signifikansi 1%

\*\* tingkat signifikansi 5%

#### a. Hasil uji signifikansi serentak (Uji F)

Dapat diketahui bahwa probabilitas  $F_{stat}$  yaitu sebesar 0.0000 memiliki nilai lebih kecil dari 1%. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel independen secara simultan/bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (ROE) pada  $\alpha$  1%. Dengan kata lain, variabel-variabel independen yang digunakan pada model penelitian (2b) cukup mencerminkan variabel dependennya.

#### b. Hasil uji koefisien determinasi ( $R^2$ )

Dari Tabel 4.13. dapat diketahui bahwa nilai adjusted  $R^2$  dari model ini adalah sebesar 0.1787. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 17,876% variasi dari ROE dapat dijelaskan oleh variabel independennya yaitu *free cash flow*, ukuran perusahaan, dan utang. Sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

#### c. Hasil uji signifikansi parsial (uji t)

Berdasarkan hasil regresi dalam Tabel 4.13. berikut ini disampaikan analisis dan kesimpulan atas uji signifikansi parsial untuk masing-masing variabel independen dan variabel kontrol

- **Free Cash Flow (FCF)**

Variabel FCF memiliki koefisien positif dan signifikan pada  $\alpha$  1%. Hasil ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Dengan demikian Hipotesis 2 bahwa peningkatan *free cash flow* akan menurunkan kinerja keuangan yang menggunakan proksi ROE tidak diterima.

Hasil ini konsisten dengan penelitian dari Wang (2010) yang menemukan adanya hubungan positif antara *free cash flow* dengan kinerja keuangan yang menggunakan proksi *return on equity*. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan *free cash flow* akan meningkatkan kinerja keuangan. Hasil ini mungkin disebabkan manajemen juga berkepentingan atas peningkatan kinerja keuangan perusahaan, karena pencapaian kinerja keuangan terkait dengan imbalan bagi manajemen dan keamanan pekerjaan mereka. Sehingga meskipun keberadaan *free cash flow* ditemukan meningkatkan *agency cost*, namun tetap dalam batas-batas

dimana manajemen dapat menggunakan *free cash flow* tersebut untuk investasi yang menghasilkan profit.

- **SIZE**

Variabel *SIZE* memiliki koefisien positif dan signifikan dengan pada  $\alpha$  1%. Hasil temuan ini mendukung dugaan awal dari penelitian bahwa *SIZE* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan yang menggunakan proksi *return on equity* (ROE).

Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar memiliki kontrol yang baik dan lebih efisien dalam penggunaan sumber dayanya termasuk *free cash flow*. Sehingga dapat dikatakan perusahaan besar menjanjikan kinerja yang lebih baik dan memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi terhadap pemegang saham. Konsisten dengan hal tersebut Lin (2006), Wright *et al.* (2009) dan Wang (2010) menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

- **DEBT**

Variabel *DEBT* memiliki koefisien negatif dan signifikan pada  $\alpha$  1%. Hasil temuan ini tidak mendukung dugaan awal penelitian bahwa peningkatan utang akan meningkatkan kinerja keuangan atas *monitoring* yang juga dilakukan oleh kreditor.

Hasil ini menjelaskan bahwa ketika utang meningkat maka pengembalian terhadap pemegang saham (ROE) menurun karena adanya kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang terlebih dahulu.. Hasil ini konsisten dengan hal tersebut Berger dan Petti (2006), (Lin 2010) dan Wang (2010) juga menemukan adanya hubungan negatif antara utang dan kinerja keuangan.

## BAB 5

### SIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1. Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* dan kinerja keuangan. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang berada pada sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010. Dalam penelitian ini digunakan dua model penelitian. Model penelitian pertama digunakan untuk menguji pengaruh dari *free cash flow* terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *asset turnover* dan *administration ratio*. Sedangkan model penelitian kedua digunakan untuk menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kinerja keuangan yang menggunakan proksi *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE). Hasil penelitian menemukan bahwa:

1. *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *agency cost* yang menggunakan proksi *asset turnover* dan *administration ratio*. Hasil ini sesuai dengan hipotesis pertama penelitian yang menunjukkan bahwa peningkatan *free cash flow* akan meningkatkan *agency cost* dalam perusahaan dalam bentuk penurunan *asset turnover* dan peningkatan *administration ratio*.
2. *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan yang menggunakan proksi *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROA). Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis kedua penelitian yang menyatakan bahwa *free cash flow* akan menurunkan kinerja keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* digunakan pada investasi yang akan meningkatkan profitabilitas, meskipun juga disertai adanya peningkatan *agency cost*. Hal ini mungkin disebabkan karena adanya kepentingan manajemen atas peningkatan kinerja keuangan perusahaan yang terkait dengan kompensasi dan keamanan pekerjaan mereka.

## 5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang diharapkan dapat membantu akademisi berikutnya yang ingin mengembangkan penelitian ini. Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

1. Periode penelitian hanya mencakup 1 tahun yaitu tahun 2010 dikarenakan keterbatasan waktu penelitian.
2. Hanya digunakan 2 proksi atas *agency cost*, yaitu *asset turnover*, dan *administration ratio* karena kesulitan perolehan data dan keterbatasan waktu. Beberapa proksi lain atas *agency cost*, yaitu variabel volatilitas pendapatan, volatilitas pendapatan operasi dan *research and development expense* tidak diuji.
3. Hanya digunakan 2 proksi atas kinerja keuangan yaitu *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE) karena kesulitan perolehan data dan keterbatasan waktu. Beberapa proksi lain atas kinerja keuangan yaitu variabel *tobin's q* dan *return* saham tidak diuji.
4. Tidak dibuatnya pemisaham subsampel dalam penelitian ini yaitu subsampel perusahaan dengan pertumbuhan tinggi dan pertumbuhan rendah. Sementara itu, hipotesa *free cash flow* sangat terkait dengan kondisi pertumbuhan tersebut.

## 5.3. Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Adapun saran untuk penelitian selanjutnya adalah:

1. Memperpanjang periode penelitian dengan sampel yang lebih luas agar sampel lebih representatif dan hasil penelitian dapat digeneralisasi.
2. Melakukan pengujian dengan menggunakan proksi untuk *agency cost* yang berbeda seperti volatilitas pendapatan, volatilitas pendapatan operasi, dan *research and development expense ratio*.
3. Melakukan pengujian dengan menggunakan proksi kinerja keuangan yang berbeda, seperti *tobin's q* dan *return* saham.
4. Membagi sampel dalam subsampel yang membedakan *free cash flow* pada perusahaan dengan pertumbuhan tinggi, dan *free cash flow* pada pertumbuhan rendah.

## DAFTAR REFERENSI

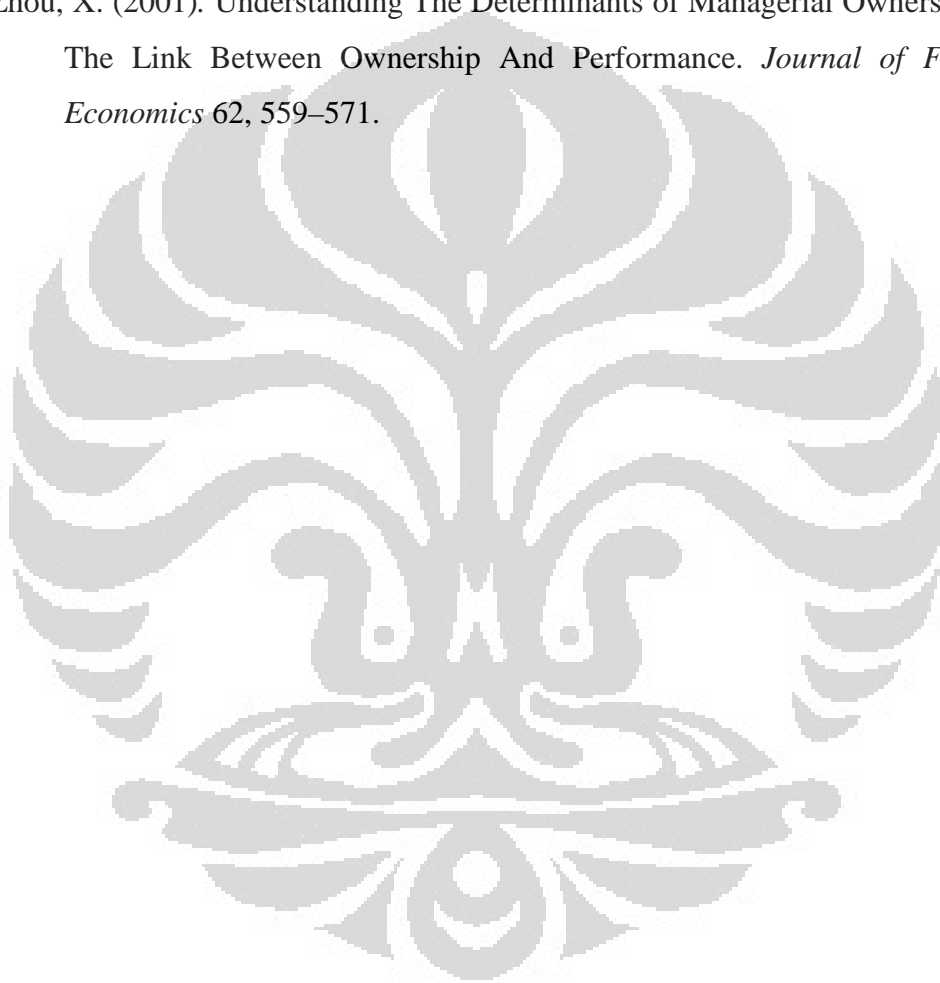
- Almilia, Luciana Spica dan Winny Herdiningtyas (2005). Analisis Rasio Camel Terhadap Prediksi Kondisi Bermasalah Pada Lembaga Perbankan Periode 2000–2002. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol 7, No. 2, Nopember 2005.
- Ang, J.S., Cole R. A dan J.W. Lin (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 81-106.
- Berger, Allen N dan Emilia Bonaccorsi di Patti (2006). Capital Structure And Firm Performance: A New Approach To Testing Agency Theory And An Application To The Banking Industry. *Journal of Banking & Finance* 30: 1065–1102.
- Brigham, E.F dan Louis Gapenski (1996). *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition, New York: The Dryden Press.
- Byungmo, Kim dan Inmoo Lee (2003). Agency Problems And Performance Of Korean Companies During The Asian Financial Crisis: Chaebol Vs. NON-Chaebol Firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 11: 327-348.
- Chen, Xiaoying (Cindy) dan Jasmine Yur Austin (2007). Re-measuring Agency Cost: The Effectiveness Of Blockholders. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 47: 588–601.
- Chu, Junhong (2011). Agency Cost under the Restriction of Free Cash Flow. *Journal of Service Science and Management*, 4, 79-85.
- Chung, R., Firth M dan J.B. Kim (2005). Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring. *Journal of Business Research*, Vol. 58 pp. 766-776.
- Crutchley, C.E dan R.S. Hansen (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol. 18, No. 5, pp. 36-46.
- D'Mello, R dan M. Miranda (2010). Long-term Debt And Overinvestment Agency Problem. *Journal of Banking and Finance* 34, 324-335.
- Douglas, Emery R dan Jhon D Finnerty (1997). *Corporate Financial Management*. Prentice Hall.
- Elizabeth (2000). Hubungan Laba Akuntansi Dan Arus Kas Terhadap Kinerja Perusahaan. "Jurnal Riset Akuntansi Indonesia", Vol.6, No.2: 76-85.



- Faisal, Muhammad (2004). Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan hutang. Tesis. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro. Semarang.
- Fama, Eugene F dan M.C. Jensen (1985). Organizational Forms and Investment Decision. *Journal Of Financial Economic*.101-118.
- Fatma, Ben Moussa dan Jemeleddine Chichti (2011). Interactions Between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach. *Journal of Management Research*, Vol. 3, No. 2: E9.
- Fosberg, Richard H dan Sidney Rosenberg (2003). Agency Cost Control. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*. P.299.
- Freund, Steven., Prezas, Alexandros P dan Gopala K. Vasudevan (2003). Operating Performance and Free Cash Flow of Asset Buyers. *Journal of Financial Management*, pg. 87.
- Godfrey, Jayne., Hodgson, Alln., Tarca, Ann Hamilton, Jane dan Scott Holmes (2010). *Accounting Theory* (7th edition). Australian: Jhon Wiley & Sons Australia Ltd.
- Gujarati, Damodar N (2003). *Basic Econometrics* . 4rd . McGraw-Hill.
- Gul, Ferdinand A (2001). Free cash flow, Debt-Monitoring and Managers' LIFO / FIFO Policy Choice. *Journal of Corporate Finance* 7: 475-492.
- Henry, Darren. (2010). Agency costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective. *Pacific-Basin Finance Journal* 18: 24-46.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M.C dan W.H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jordan, B.D dan T.W. Miller Jr (2009). *Fundamentals of Investment: Valuation and Management*(5th ed). New York: McGraw-Hill/Irwin.

- Keown, Arthur J., Maryi, Jhon D., Petty, J William dan David F Scott Jr (2002). *Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi* (Ed, 9). (Haryadini, Penerjemah). Jakarta: PT Intermedia.
- Lehn, K dan A. Poulsen (1989) . Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *Journal of Finance* 44, 771–787.
- Lin, Kun Lin (2006). Study on Related Party Transaction with Mainland China in Taiwan Enterprises, *Dissertation*, Departemen Manajemen, Universitas Guo Li Cheng Gong, China.
- M. Singh dan W. N. Davidson III (2003). Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, pp. 793-816
- Nohel, T dan V. Tarhan (1998). Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on The Agency Costs Of Free Cash Flow. *Journal of Financial Economics* 49, 187-222.
- Prasetyantoko, A (2008). *Corporate governance: pendekatan institusional*, Gramedia Pustaka Utama, Jakarta
- Richardson, Scott (2006). Overinvestment of Free Cash Flow. *Review Accounting Study* ,11: 159-189.
- Brush, T. H., Philip, B dan H.Margaretha (2000). The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 455-472.
- Tarjo (2005). Analisa Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal riset akuntansi indonesia*, vol 18 no 1 januari . p82-104.
- Utama, A Chyntia (2002, Desember). Tiga Bentuk Masalah Keagenan (“Agency Problem”) dan Alternatif Pemecahannya Bag 1. *Usahawan* NO.12 Th XXXI,14-20.
- Utama, A Chyntia (2002, Desember). Tiga Bentuk Masalah Keagenan (“Agency Problem”) dan Alternatif Pemecahannya Bag 2. *Usahawan* NO1 Th XXXII,14-20.

- Wang, Goerge Yungchih. (2010). The Impact of Free Cash Flow and Agency Cost on Firm Performance. *Journal Service Science & Management*, 3, 408-418.
- Wicaksono, Andhika (2000). Struktur Kepemilikan Pengungkapan dan *Corporate Governance*. Skripsi. Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi. Depok.
- Yuan, J dan Y.Jiang (2008).“Accounting Information Quality, Free cash flow and overinvestment: A Chinese study”. *The Business Review, Cambridge*, Vol.
- Zhou, X. (2001). Understanding The Determinants of Managerial Ownership And The Link Between Ownership And Performance. *Journal of Financial Economics* 62, 559–571.



## LAMPIRAN

(Output EViews 6.0)

### Lampiran 1:

#### Hasil Pengujian Empiris Hipotesis 1a: Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Agency Cost* yang diproksi dengan *Asset Turnover*

##### a) Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 1a

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	4.478512 Prob. F(9,201)	0.0000
Obs*R-squared	35.24435 Prob. Chi-Square(9)	0.0001
Scaled explained SS	60.72626 Prob. Chi-Square(9)	0.0000

##### b) Hasil Pengujian Autokorelasi dan Regresi 1a

Dependent Variable: AC\_ATO

Method: Least Squares

Date: 07/05/12 Time: 11:36

Sample: 1 211

Included observations: 211

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.940238	0.631362	-4.656976	0.0000
FCF	-0.964414	0.385309	-2.502965	0.0131
SIZE	0.138897	0.023811	5.833311	0.0000
DEBT	0.380544	0.234810	1.620648	0.1066

R-squared	0.188455	Mean dependent var	0.975308
Adjusted R-squared	0.176693	S.D. dependent var	0.682829
S.E. of regression	0.619573	Akaike info criterion	1.899204
Sum squared resid	79.46134	Schwarz criterion	1.962747
Log likelihood	-196.3661	Hannan-Quinn criter.	1.924889
F-statistic	16.02300	Durbin-Watson stat	2.031020
Prob(F-statistic)	0.000000		

(Lanjutan)

**Lampiran 2:****Hasil Pengujian Empiris Hipotesis 1b: Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Agency Cost* yang diproksi dengan *Administration Ratio*****a) Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 1b**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	3.006160	Prob. F(9,201)	0.0022
Obs*R-squared	25.03206	Prob. Chi-Square(9)	0.0029
Scaled explained SS	82.49034	Prob. Chi-Square(9)	0.0000

**b) Hasil Pengujian Autokorelasi dan Regresi 1b**

Dependent Variable: AC\_AER

Method: Least Squares

Date: 07/05/12 Time: 11:43

Sample: 1 211

Included observations: 211

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.720573	0.130936	5.503254	0.0000
FCF	0.106278	0.062345	1.704684	0.0898
SIZE	-0.021570	0.004590	-4.699009	0.0000
DEBT	-0.058779	0.032197	-1.825581	0.0694
R-squared	0.156327	Mean dependent var		0.108551
Adjusted R-squared	0.144100	S.D. dependent var		0.109042
S.E. of regression	0.100880	Akaike info criterion		-1.730993
Sum squared resid	2.106597	Schwarz criterion		-1.667450
Log likelihood	186.6197	Hannan-Quinn criter.		-1.705308
F-statistic	12.78527	Durbin-Watson stat		2.122669
Prob(F-statistic)	0.000000			

**Lampiran 3:****Hasil Pengujian Empiris Hipotesis 2a: Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Kinerja Perusahaan* yang diproksi dengan *Return On Asset*.****a) Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 2a**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	3.382653	Prob. F(9,201)	0.0007
Obs*R-squared	27.75471	Prob. Chi-Square(9)	0.0010
Scaled explained SS	50.96826	Prob. Chi-Square(9)	0.0000

(Lanjutan)

**b) Hasil Pengujian Autokorelasi dan Regresi 2a**

Dependent Variable: ROA  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/05/12 Time: 11:49  
 Sample: 1 211  
 Included observations: 211  
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.288584	0.048678	-5.928474	0.0000
FCF	0.069509	0.018327	3.792790	0.0002
SIZE	0.015058	0.001835	8.205090	0.0000
DEBT	-0.142640	0.019500	-7.314857	0.0000
R-squared	0.373708	Mean dependent var		0.071276
Adjusted R-squared	0.364631	S.D. dependent var		0.058287
S.E. of regression	0.046461	Akaike info criterion		-3.281635
Sum squared resid	0.446834	Schwarz criterion		-3.218093
Log likelihood	350.2125	Hannan-Quinn criter.		-3.255950
F-statistic	41.17220	Durbin-Watson stat		2.147794
Prob(F-statistic)	0.000000			

**Lampiran 4:**

**Hasil Pengujian Empiris Hipotesis 2b: Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kinerja Perusahaan yang diproksi dengan *Return On Equity*.**

**a) Hasil Pengujian Heteroskedastisitas 2b**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.023962	Prob. F(9,201)	0.0383
Obs*R-squared	17.53298	Prob. Chi-Square(9)	0.0410
Scaled explained SS	44.48571	Prob. Chi-Square(9)	0.0000

(Lanjutan)

**b) Hasil Pengujian Autokorelasi dan Regresi 2b**

Dependent Variable: ROE

Method: Least Squares

Date: 07/05/12 Time: 11:57

Sample: 1 211

Included observations: 211

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.515692	0.146474	-3.520720	0.0005
FCF	0.130960	0.031724	4.128154	0.0001
SIZE	0.024878	0.005193	4.790568	0.0000
DEBT	-0.104089	0.040917	-2.543875	0.0117
R-squared	0.190508	Mean dependent var		0.138345
Adjusted R-squared	0.178776	S.D. dependent var		0.111761
S.E. of regression	0.101280	Akaike info criterion		-1.723089
Sum squared resid	2.123314	Schwarz criterion		-1.659546
Log likelihood	185.7858	Hannan-Quinn criter.		-1.697403
F-statistic	16.23862	Durbin-Watson stat		2.070464
Prob(F-statistic)	0.000000			