



**ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN KEPEMILIKAN
MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN
PERBANKAN SYARIAH YANG TERDAFTAR DI BEI**

SKRIPSI

Diajukan guna melengkapi tugas akhir dan memenuhi salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Studi Akuntansi (S1)
dan mencapai gelar Sarjana Ekonomi

Oleh

Danu Rachmat Bahtiar
NIM 080810301030

**JURUSAN S1 AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS JEMBER
2015**

ABSTRAK

Tujuan dalam penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial pada Kebijakan Hutang. Penelitian menggunakan metode purposive sampling untuk menentukan sampelnya. Data yang diperoleh didasarkan pada publikasi dari Statistik Perbankan Syariah, Sampel dalam penelitian ini adalah tujuh perbankan syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2009-2013 dengan jumlah 35 sampel. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis uji asumsi klasik, regresi berganda, dan uji-t. Berdasarkan uji t statistik menunjukkan bahwa model ini cocok karena memiliki nilai signifikansi kurang dari 5% dari nilai *Alpha*. Hasil analisis menunjukkan bahwa dua variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan hutang. *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kata Kunci : *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang.

ABSTRACT

The aims of this study is to analyze the impact of the variables Free Cash Flow, Managerial Ownership on debt. Research using purposive sampling method for taking samples. Data obtained on the basis of the publication of Islamic Banking Statistic, Samples of this research is manufacturing firm which listed in Indonesian Stock Exchange during 2009-2013. This research obtained 35 samples of manufacturing firms. Analysis technique used is asumsi classic trained, multiple regression analysis, and uji-t. Based on the test statistic t indicates that the model is fit because has a significance value less than 5% of Alpha value. The Result of analisis show that the twice independent variables have significant influence to DER and other independence variables have no significant influence to DER. Free cash flow has significant positive influence toward debt, Managerial Ownership has significant positive influence toward debt.

Key Words : Free Cash Flow, Managerial Ownership, and Debt Equity Ratio.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
ABSTRAK	ii
DAFTAR ISI	iii
DAFTAR GAMBAR	iv
DAFTAR TABEL	v
DAFTAR LAMPIRAN	vi
BAB I. PENDAHULUAN	
1.1 LatarBelakangMasalah.....	1
1.2 RumusanMasalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Pembatasan Masalah	6
1.5 Manfaat Penelitian	6
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Tinjauan Pustaka	7
2.1.1 Teori Keagenan	7
2.1.2 <i>Signaling Theory</i>	9
2.1.3 <i>Pecking Order Theory</i>	10
2.1.4 <i>Free Cash Flow</i>	11
2.1.5 Kepemilikan Manajemen.....	12
2.1.6 Kebijakan Hutang.....	12
2.2 Peneliti Terdahulu	14
2.3 Kerangka Konseptual	18
2.4 Hipotesis.....	18
BAB III. METODE PENELITIAN	
3.1 MetodeatauRancanganPenelitian	21
3.2 Identifikasi Variabel.....	22

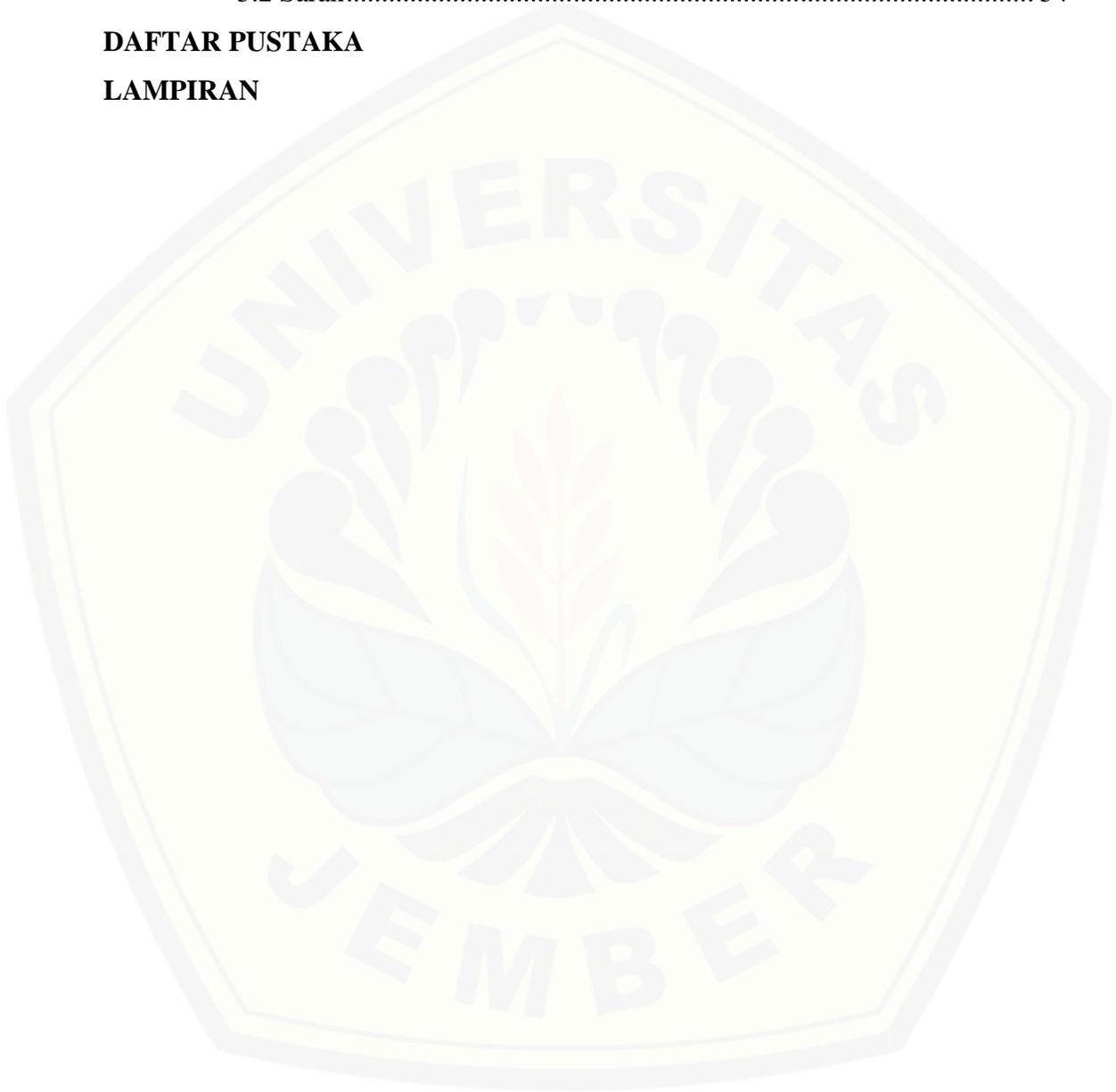
3.3 Jenis Data dan Sumber Data.....	22
3.4 Teknik Pengambilan Sampel.....	23
3.5 Metode Pengumpulan Data.....	24
3.6 Definisi Variabel Penelitian	24
3.7 Metode Analisis Data.....	26
BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian	31
4.1.1 Sejarah Bank Muamalat	31
4.1.2 Sejarah Bank Syariah Mandiri	31
4.1.3 Sejarah Bank Syariah Mega Indonesia.....	32
4.1.4 Sejarah Bank Syariah BRI.....	32
4.1.5 Sejarah Syariah Bukopin.....	32
4.1.6 Sejarah Panin Syariah.....	33
4.1.7 Sejarah Syariah BNI.....	33
4.2 Hasil Penelitian	34
4.2.1 Deskripsi Tingkat <i>Free Cash Flow</i> 7 Bank Umum Syariah di Indonesia Tahun 2009 – 2013.....	36
4.2.2 Deskripsi Tingkat Kepemilikan Manajemen 7 Bank Umum Syariah di Indonesia Tahun 2009-2013.....	37
4.2.3 Deskripsi Tingkat Kebijakan Hutang 7 Bank Umum Syariah di Indonesia Tahun 2009-2013.....	38
4.3 Analisis Data	39
4.3.1 Uji Asumsi Klasik.....	39
4.3.2 Regresi Linear Berganda.....	42
4.3.3 Uji Hipotesis.....	43
4.4 Pembahasan	45
4.4.1 Pengaruh parsial <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Hutang ...	50
4.4.2 Pengaruh parsial Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang	51

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan.....	53
5.2 Saran.....	54

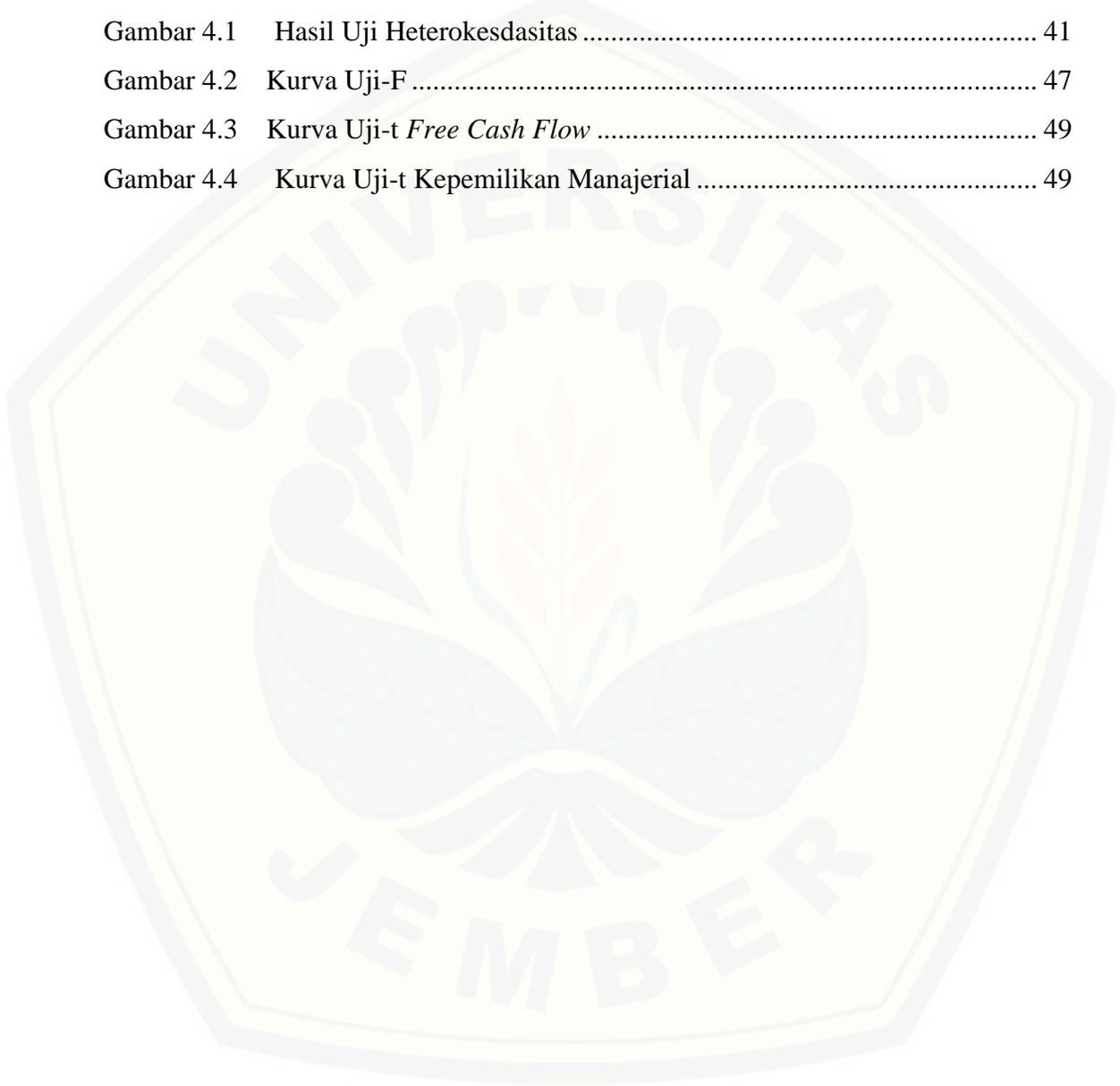
DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Kerangka Konseptual Penelitian	18
Gambar 4.1	Hasil Uji Heterokedstas	41
Gambar 4.2	Kurva Uji-F	47
Gambar 4.3	Kurva Uji-t <i>Free Cash Flow</i>	49
Gambar 4.4	Kurva Uji-t Kepemilikan Manajerial	49



DAFTAR TABEL

Tabel 2.2 Penelitian terdahulu.....	14
Tabel 3.1 Proses <i>Purposive Sampling</i> Penelitian	23
Tabel 4.1 Sampel Penelitian.....	33
Tabel 4.2 <i>Free Cash Flow</i> 7 Perbankan Syariah.....	34
Tabel 4.3 Kepemilikan Manajerial 7 Perbankan Syariah.....	35
Tabel 4.4 Kebijakan Hutang 7 Perbankan Syariah	36
Tabel 4.5 Uji Statistik Non – Parametrik.....	38
Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinieritas	39
Tabel 4.7 Hasil Uji Autokorelasi	41
Tabel 4.8 Durbin-Watson Test.....	41
Tabel 4.9 Hasil Analisis Regresi.....	42
Tabel 4.10 Uji Simultan	46
Tabel 4.11 Hasil Uji-F.....	46
Tabel 4.12 Uji Parsial.....	48
Tabel 4.13 Hasil Uji-t.....	49

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Hasil Rasio Keuangan dan Olahan Data
- Lampiran 2 Hasil *SPSS 16.0*, dan Tabel distribusi F dan t
- Lampiran 3 Laporan Keuangan 7 Perbankan Syariah



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Suatu perusahaan yang terus berkembang selalu ingin memperoleh keuntungan atau terhindar dari kerugian, maka perusahaan membutuhkan dukungan informasi yang cepat dan berkesinambungan berupa informasi akuntansi dalam bentuk laporan keuangan. Dalam pengertian yang sederhana, laporan keuangan adalah laporan yang menunjukkan kondisi keuangan perusahaan pada saat ini atau dalam suatu periode tertentu (Kasmir, 2008: 7). Dalam laporan keuangan tersaji jumlah laba perusahaan yang mungkin saja tidak berasal dari aktivitas operasi perusahaan, walaupun terkadang arus kasnya bernilai negatif. Perusahaan – perusahaan yang tumbuh sering mengalami fenomena ini. Khususnya ketika perusahaan menginvestasikan kembali laba mereka dalam bisnisnya, supaya dapat memelihara/mempertahankan dan meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Setiap perusahaan memerlukan dana yang besar untuk dapat tumbuh. Dana tersebut dapat diperoleh dari sumber yang berbeda yaitu dari dalam (internal) ataupun dari luar (eksternal). Sumber dana internal berasal dari laba ditahan sedangkan sumber dana eksternal berasal dari para kreditur dalam bentuk hutang dan pemilik yang disebut modal. Hutang merupakan semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi (Munawir, 2004:24). Kewajiban tersebut harus dibayarkan kembali pada waktu tertentu disertai dengan sejumlah bunga yang ditetapkan sendiri oleh pihak kreditur. Besar kecilnya hutang yang akan digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh pihak perusahaan melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar (hutang) agar jumlah penggunaannya dapat meminimalisir besarnya risiko yang harus ditanggung perusahaan. Semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga

yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan. Dengan adanya risiko perusahaan harus mampu membuat suatu kebijakan hutang yang tepat agar hutang yang digunakan mampu membantu perusahaan untuk tumbuh dan berkembang sehingga tidak terjadi kegagalan dalam membayar hutang. Karena kegagalan dalam membayar pokok dan bunga pinjaman biasanya menyebabkan proses hukum dimana pemegang saham akan kehilangan kendali atas perusahaan atau sebagian dari perusahaan mereka dengan kata lain likuiditas perusahaan akan terancam (Damayanti, 2006:46).

Masalah keputusan pendanaan akan berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari sumber dana internal berupa laba ditahan maupun sumber dana eksternal berupa utang dan ekuitas yang sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan juga akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya.

Struktur modal merupakan bauran antara proporsi sumber dana eksternal yang berupa utang jangka panjang dan ekuitas. Myers (2004: 34) menyatakan bahwa perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi terlebih dahulu, daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Hanya jika perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya. Jika dana eksternal dibutuhkan maka perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan utang daripada ekuitas.

Utang menjadi salah satu alternatif sumber pendanaan perusahaan, dimana penggunaan utang dapat menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Brigham and Houston (2004:66) menyatakan bahwa pendanaan utang memiliki keunggulan yaitu bunga yang dibayarkan atas utang dapat menjadi pengurang pajak, sementara dividen yang dibayarkan atas saham bukan pengurang pajak. Hal ini akan menurunkan biaya relatif utang dan pengembalian atas utang jumlahnya tetap, sehingga pemegang saham tidak ikut menerima laba perusahaan jika perusahaan meraih keberhasilan yang luar biasa. Namun utang juga memiliki kelemahan yaitu penggunaan utang dalam jumlah besar akan meningkatkan risiko keuangan perusahaan.

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen keuangan dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan dari pihak ketiga untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan utang merupakan salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer menyangkut keputusan pendanaan, karena keputusan ini akan mempengaruhi nilai perusahaan sehingga berdampak pada kemakmuran pemegang saham.

Ada beberapa variabel yang mempengaruhi kebijakan utang suatu perusahaan diantaranya adalah kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *free cash flow*, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis. Namun penelitian ini dibatasi hanya penelitian tentang *free cash flow* dan kepemilikan manajerial. *Free cash flow* menurut Brigham dan Houston (2004:24) adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Kepemilikan manajemen (*management ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002:22).

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross et al, 2000:28). Dengan kata lain *free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Jadi saat perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dalam mendanai perusahaannya. Penelitian Damayanti (2006) menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mempunyai level hutang yang tinggi pula.

Penggunaan hutang yang tinggi namun tidak diikuti dengan penggunaan hati-hati karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik manajer hanya akan menambah kas perusahaan sehingga menurunkan keuntungan yang akan diterima (Wahidawati, 2002:45). Berbeda halnya jika kepentingan manajer disejajarkan dengan kepentingan pemegang saham yang berarti manajer bertindak sekaligus sebagai pemilik saham. Manajer yang memiliki proporsi kepemilikan saham tentu saja tidak ingin perusahaan berada dalam keadaan sulit keuangan bahkan mengalami kebangkrutan.

Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer membuat manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian jika keputusan yang diambil salah, terutama pada pengambilan keputusan mengenai hutang. Kepemilikan manajerial akan membuat manajer berusaha sebaik mungkin dalam pengelolaan perusahaan. Ross et al (2009:42) dalam Tarjo (2005:32) menyatakan semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene dirinya sendiri. Kepemilikan saham oleh manajer yang tinggi akan meningkatkan risiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga manajer akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang (Moh'd et al, 2008:40).

Hal ini menandakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer akan menurunkan tingkat hutang sehingga meminimalisir tingkat risiko yang dialami perusahaan. Penelitian Damayanti (2006) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan saham manajerial yang tinggi ternyata memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan saham oleh manajerial yang rendah.

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai *Free Cash Flow* dan Kepemilikan manajerial. menunjukkan adanya hasil penelitian yang tidak konsisten, sehingga penulis tertarik untuk meneliti kembali variabel-variabel tersebut. Peneliti tertarik untuk melakukan penelitian pada perusahaan perbankan karena perusahaan perbankan merupakan inti dari sistem keuangan negara, oleh karena itulah

perbankan merupakan salah satu sektor ekonomi yang memiliki peran penting dalam pembangunan ekonomi di Indonesia. Peran penting perbankan adalah sebagai lembaga intermediasi antara pihak-pihak yang memiliki dana dan pihak-pihak kekurangan dana dalam mendorong perkembangan perekonomian.

Hampir disetiap kegiatan perekonomian yang dilakukan seluruh lapisan masyarakat terkait dengan bank. Perusahaan perbankan lebih membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan dan salah satunya adalah dengan menggunakan utang. Selain itu, perusahaan perbankan mempunyai risiko yang tinggi dalam aktivitas usahanya disebabkan adanya faktor-faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi proses pengambilan keputusan mengenai kebijakan-kebijakan yang akan diberlakukan sehingga menarik untuk diteliti. Berdasarkan latar belakang penelitian ini berjudul **“Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Perbankan Syariah yang terdaftar di BEI”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas, maka rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada Perusahaan Perbankan Syariah yang terdaftar di BEI?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada Perusahaan Perbankan Syariah yang terdaftar di BEI?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang dihadapi, maka tujuan diadakannya penelitian ini adalah:

1. Untuk menguji pengaruh *Free Cash Flow* terhadap kebijakan hutang pada Perusahaan Perbankan Syariah yang terdaftar di BEI.

2. Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada Perusahaan Perbankan Syariah yang terdaftar di BEI.

1.4 Pembatasan Masalah

Agar Masalah yang dibahas tidak menyimpang dari tujuan dan data maka pembatasan ruang lingkup penelitian dibatasi oleh:

1. Data yang diambil adalah laporan keuangan Perbankan Syariah di Indonesia tahun 2009-2013.
2. Kinerja keuangan yang dibahas dalam penelitian ini adalah *Free Cash Flow*, Kepemilikan Manajerial, dan Kebijakan Hutang.
3. Berdasarkan laporan keuangan yang mengacu pada Neraca.

1.5 Manfaat Penelitian

Adapun hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini diharapkan sebagai bahan masukan bagi perusahaan dalam mengevaluasi kebijaksanaan yang telah ada dan akan dilaksanakan di masa yang akan datang.
2. Bagi akademisi, hasil temuan empiris penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan literatur Akuntansi Keuangan, serta memperkaya referensi bagi pembaca.
3. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan perbandingan bagi penelitian-penelitian selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Keagenan

Para manajer diberi kekuasaan oleh para pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, di mana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*) (Brigham dan Houston, 2006:126). Bagi perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas, lebih-lebih yang telah terdaftar di pasar modal, seringkali terjadi pemisahan antara pengelola perusahaan (pihak manajemen, disebut juga *agent*) dengan pemilik perusahaan atau pemegang saham (*principal*). Di samping itu, untuk perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas, tanggung jawab pemilik hanya terbatas pada modal yang disetorkan. Artinya, apabila perusahaan mengalami kebangkrutan, maka modal sendiri (ekuitas) yang telah disetorkan oleh para pemilik perusahaan mungkin sekali akan hilang, tetapi kekayaan pribadi pemilik tidak diikutsertakan untuk menutup kerugian tersebut (Husnan dan Pudjiastuti, 2002:11).

Brigham dan Houston (2006:201), hubungan keagenan (*agency relationship*) terjadi ketika salah satu atau lebih individu yang disebut sebagai *principal* menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai *agent*, untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan utama terjadi di antara (1) pemegang saham dan manajer dan (2) manajer dan pemilik utang.

Untuk mengatasi masalah keagenan, diperlukan mekanisme untuk mengawasi (monitoring) manajer agar perilaku opportunistik manajer dapat dicegah dan manajer bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan. Namun munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Menurut Jensen dan Meckling (2006:48), biaya keagenan adalah jumlah dari pengeluaran untuk pengawasan (monitoring) yang dikeluarkan oleh pemegang

saham. Terdapat tiga macam biaya keagenan, yaitu: biaya pengawasan yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengawasi aktifitas dan perilaku manajer antara lain membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan dan premi asuransi untuk melindungi asset perusahaan. Biaya bonding yang ditanggung manajer untuk memberikan jaminan kepada pemilik bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Sedangkan *residual loss* adalah biaya yang ditanggung pemegang saham untuk mempengaruhi keputusan manajer agar meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Haryono, 2005:13).

Biaya keagenan menurut Weston dan Copeland (2000:7) adalah:

- a. Sistem audit untuk membatasi perilaku manajemen.
- b. Berbagai jenis perjanjian yang menyatakan bahwa para manajer tidak akan menyalahgunakan wewenangnya.
- c. Dan perubahan pada sistem organisasi untuk membatasi para manajer menjalankan praktik-praktik yang tidak dikehendaki.

Sjahrial (2006:6), dalam upaya untuk meminimumkan *agency problem*, diperlukan biaya yang disebut *agency cost* yang tercermin dalam empat alternatif :

- a. Pengeluaran untuk monitoring.
- b. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten dalam memaksimalkan nilai perusahaan.
- c. *Fidelity bond*, yaitu kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga dimana pihak ketiga (*bonding company*) setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur, cara kerjanya mirip dengan asuransi kerugian.
- d. *Golden parachutes*, yaitu kontrak antara manajemen dan pemegang saham yang menjamin bahwa manajemen akan mendapatkan kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan.

Dalam mengatasi masalah keagenan dan mengurangi biaya keagenan, maka dapat dilakukan dengan beberapa cara berikut: pertama dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Menurut Jensen dan Meckling (2006:24) dengan pendekatan ini, masalah keagenan dapat dikurangi apabila manajer

mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan merasakan langsung dampak keputusan yang telah diambilnya. Sehingga tidak mungkin manajer bertindak opportunistik lagi. Kedua, pendekatan pengawasan internal. Pendekatan ini dilakukan melalui pendekatan utang. Jensen (2006:86) menyatakan bahwa utang dapat mengendalikan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajer dan dapat menghindarkan perusahaan dari investasi yang sia-sia. Ketiga adalah kepemilikan institusional dan kepemilikan publik sebagai *monitoring agent*. Moh'd, et. al (2008:48) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham dari luar yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan publik, dan penyebaran kepemilikan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena kepemilikan oleh institusional merupakan sumber kekuasaan yang didapat untuk mendukung atau menentang keberadaan manajemen. Maka konsentrasi atau penyebaran kepemilikan menjadi satu hal yang relevan.

2.1.2 Signaling Theory

Isyarat atau signal menurut (Brigham dan Houston, 2001:124) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Dalam (Brigham dan Houston, 2001:124), perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan utang yang melebihi target struktur modal yang normal.

Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

2.1.3 *Pecking Order Theory*

Model lain dari struktur modal dikemukakan oleh Myers dan Majluf (2004:88) dalam *Pecking Order Theory*. Secara ringkas, *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa keputusan pendanaan perusahaan memiliki suatu hierarki. Perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi terlebih dahulu, daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Hanya jika perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya. Jika dana eksternal dibutuhkan maka perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan hutang daripada ekuitas (Siregar, 2005:48).

Dalam teori *Pecking Order Theory* terdapat beberapa asumsi yang digunakan (Mayangsari, 2001:40), yaitu: 1) Perusahaan cenderung memilih pendanaan internal terlebih dahulu (laba ditahan dan depresiasi) sehingga pendanaan eksternal (utang dan saham) alternatif terakhir, 2) Jika perusahaan menggunakan dana eksternal maka pemilihan dilakukan berjenjang mulai dari yang paling aman sampai yang paling berisiko. Seperti mulai dari sekuritas utang, obligasi konversi, saham preferen dan yang terakhir dari saham biasa, 3) Kebijakan dividen yang ketat dimana pihak manajemen akan menetapkan jumlah pembayaran dividen dan target *dividend payout ratio* (DPR) yang konstan dan dalam periode tertentu jumlah pembayaran dividen tidak akan berubah baik perusahaan tersebut untung maupun rugi, dan 4) Dalam mengantisipasi kekurangan atau kelebihan dari persediaan arus kas dengan adanya kebijakan dividen dan fluktuasi dari tingkat keuntungan dan kesempatan investasi maka jika kurang pertama kali perusahaan akan mengambil dari portofolio investasi lancar yang tersedia. Ada empat alasan yang mendasari Myers (2004:48) dalam *pecking order theory* memprediksi perusahaan lebih mengutamakan utang daripada modal sendiri saat pendanaan eksternal dibutuhkan (Siregar, 2005:94), yaitu (1) Pasar menderita kerugian karena adanya asimetri informasi antara manajer dengan pasar. Manajemen cenderung tertarik untuk menerbitkan saham baru saat *overpriced* sedangkan penerbitan saham baru akan menyebabkan harga saham mengalami penurunan; (2) Utang dan saham sama-sama membutuhkan biaya

transaksi bagi perusahaan. Namun, biaya transaksi utang relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan saham; (3) Perusahaan mendapatkan manfaat pajak dengan mengeluarkan sekuritas utang. Manfaat pajak ini diperoleh oleh perusahaan karena adanya biaya bunga yang dapat dibebankan sebagai pengurang penghasilan kena pajak; (4) Kontrol manajemen, dalam hal ini *insider ownership*, yaitu pemilikan oleh manajemen dapat dipertahankan apabila perusahaan menerbitkan sekuritas utang.

2.1.4 Free Cash Flow

Free cash flow menurut Kieso et al, (2007:74) mendefinisikan *free cash flow* sebagai jumlah arus kas *discretionary* perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi utang, melunasi saham treasury, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan. Jumlah saldo kas yang penggunaannya terserah kepada kebijakan manajer. Jumlah ini diperoleh dari arus kas bersih yang tersedia dari aktivitas operasi di kurang *capital expenditure* (IAS:47).

Konsep *free cash flow* merupakan perluasan dari konsep biaya keagenan di dalam struktur modal. Menurut Nurwahyudi dan Mardiyah (2004:42) konsep *free cash flow* memberikan kontribusi penting bagi literatur keuangan dan teori organisasi dengan mengajukan *free cash flow hypothesis* yaitu ketika manajer tidak ingin mendistribusikan kas yang dimiliki perusahaan kepada pemegang saham. *Free cash flow* sering menjadi masalah karena manajer sering menggunakannya untuk ekspansi perusahaan. Hal ini dikarenakan para manajer merasa bahwa kekuasaan dan kepuasan kerja meningkat dengan semakin besarnya perusahaan. Manajer perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan rendah dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung melakukan aktivitas yang tidak meningkatkan nilai perusahaan. Alasannya karena keberadaan kas perusahaan yang memberikan otonomi kekuasaan kepada para manajer untuk menggunakan dan dana tersebut dan peningkatan besaran perusahaan atau meningkatkan *prestise* perusahaan dan gaji manajernya.

2.1.5 Kepemilikan Manajemen

Kepemilikan manajemen (*management ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002:22). Langkah memberikan bagian kepemilikan saham bagi para manajer ditujukan untuk (1) menarik dan mempertahankan manajer yang potensial dan (2) untuk mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham, terutama untuk memaksimalkan harga saham. Para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau direksi disebut sebagai kepemilikan manajemen (Masdupi, 2005:24).

Kepemilikan saham oleh manajer berkaitan erat dengan kontrol dan monitoring terhadap perilaku manajemen, sebagai konsekuensi dari adanya konflik keagenan. Jika tingkat kepemilikan manajemen rendah, berarti manajemen memiliki pengaruh dan *voting power* yang terbatas, sedangkan investor eksternal mempunyai kuasa untuk memonitor dan membatasi perilaku oportunistik manajemen, sehingga mengurangi konflik keagenan. Konsekuensinya, kedua belah pihak mempunyai pengaruh positif terhadap manajemen *incentive problems* (Braidsfold et al, 2001:20), yakni dalam hal mengurangi perilaku oportunistik manajer.

2.1.6 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan proksi dari resiko yang dihadapi oleh pemegang saham dan menjadi biaya keagenan dalam konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Myers dan Majluf (2004:52) seperti dikutip (Faisal, 2004:32) menjelaskan keterkaitan antara kebijakan hutang dengan profitabilitas perusahaan yang menyatakan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan akan menurunkan hutangnya karena memiliki sumber dana internal yang lebih besar dari laba (*earnings*) untuk membiayai kegiatan investasinya.

Perusahaan menggunakan hutang untuk mendanai sebagian besar aktiva. Kebijakan hutang berhubungan positif dengan resiko sehingga peningkatan utang akan meningkatkan resiko keuangan. Peningkatan resiko keuangan berarti

menimbulkan konflik sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk meminimalkan konflik keagenan. Sementara itu, menurut Jensen dan Meckling (2006:58) Kebijakan hutang merupakan proksi dari resiko yang dihadapi oleh pemegang saham dan menjadi biaya keagenan dalam konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen, sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajemen adalah positif.

Debt Ratio yang rendah diharapkan mengurangi resiko kebangkrutan dan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* juga akan menimbulkan konflik keagenan diantaranya melalui *asset substitution* dan *under investment*, sehingga kepemilikan manajemen dengan resiko kebangkrutan yang disebabkan oleh utang. Easterbrook (2004:42), berargumentasi bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan terhadap manajemen, namun bila biaya monitoring tersebut tinggi, maka mereka akan menggunakan pihak ketiga untuk membantu melakukan pengawasan. Pihak ketiga tersebut dengan sendirinya akan berusaha untuk melakukan tindak pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut.

Perusahaan–perusahaan seperti perusahaan bank dan pembiayaan adalah contoh perusahaan yang mempunyai rasio hutang yang cukup tinggi. Apabila perusahaan berbentuk *limited liability company* maka kemungkinan terjadinya *debt agency problems* akan lebih besar. Semakin terkonsentrasi kepemilikan perusahaan, semakin besar kemungkinan terjadinya *debt agency problems*. Karena itulah para akan mensyaratkan berbagai *covenant* untuk melindungi kredit mereka yang mereka berikan. Ketentuan–ketentuan tersebut misalnya mempertahankan rasio likuiditas minimal tertentu, membatasi pembagian dividen maksimum dalam persentase tertentu dan sebagainya. Teori keuangan juga menjelaskan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan dapat dilakukan atas biaya (pengorbanan) pihak kreditur.

2.2 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1	Hasugian (2010)	Pengaruh <i>free cash flow</i> dan profitabilitas terhadap Kebijakan Utang yang terdapat di PT PERKEBUNAN NUSANTARA III (Persero) Medan	Kinerja keuangan diukur dengan <i>Free Cash Flow</i> , <i>Debt to Equity Ratio</i> , dan <i>Return on Investment</i>	uji korelasi spearman's.	<i>Free Cash Flow</i> dan <i>Return on Investment</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> secara parsial sedangkan <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Return on Investment</i> secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .
2	Susanto (2011)	Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Utang.	Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Utang	Regresi linear berganda dengan program SPSS.	Kepemilikan Manajemen, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Set Peluang Investasi, Struktur Aktiva berpengaruh terhadap Kebijakan Utang. Sedangkan Pertumbuhan Perusahaan, Kepemilikan Institusional, Risiko Sistematik tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Metode Analisis	Hasil Penelitian
3	Susilawati (2012)	Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Kelompok Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada BEI Pada Tahun 2006–2010)	Kepemilikan Manajemen, Kebijakan Dividen, <i>Free Cash Flow</i> , Struktur Aset, ukuran perusahaan, kebijakan utang, profitabilitas dan kepemilikan Institusional	Uji asumsi klasik dan uji hipotesis lalu menganalisis dengan menggunakan spss.	Kepemilikan Manajemen, Kebijakan Dividen, dan Kepemilikan Institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang sedangkan Struktur Aset, ukuran perusahaan, dan <i>Free Cash Flow</i> mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan utang. Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan utang.
4	Yudistira (2012)	Analisis Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan Kepemilikan Manajemen Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Automotive & Allied Product yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	<i>free cash flow</i> (FCF) kebijakan utang (DER) kepemilikan manajemen (MOWNSHP)	Uji asumsi klasik dan uji hipotesis lalu menganalisis dengan menggunakan spss.	<i>free cash flow</i> (FCF) tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan utang (DER) sedangkan kepemilikan manajemen (MOWNSHP) berpengaruh dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER). Kepemilikan Manajemen dan <i>free cash flow</i> secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang

1. Hasugian (2010) melakukan penelitian tentang “Pengaruh *free cash flow* dan profitabilitas terhadap Kebijakan Utang yang terdapat di PT PERKEBUNAN NUSANTARA III (Persero) Medan” Hasil dari penelitian tersebut adalah *Free Cash Flow* dan *Return on Investment* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* secara parsial sedangkan *Free Cash Flow* dan *Return on Investment* secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio*.

Persamaan : Menggunakan variabel terikat (Y) sama, yaitu menggunakan Kebijakan Utang.

Perbedaan : Sampel peneliti sekarang menggunakan 7 Bank Syariah di Indonesia, terdapat 1 variabel bebas (X), yaitu menggunakan ROI, dan menggunakan analisis data, asumsi klasik, regresi, dan uji hipotesis.

2. Susanto (2011) melakukan penelitian tentang “Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Utang”. Hasil dari penelitian tersebut adalah Kepemilikan Manajemen, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Set Peluang Investasi, Struktur Aktiva berpengaruh terhadap Kebijakan Utang. Sedangkan Pertumbuhan Perusahaan, Kepemilikan Institusional, Risiko Sistematik tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Persamaan : Menggunakan variabel terikat (Y) sama, yaitu menggunakan Kebijakan Utang, menggunakan analisis regresi dengan program SPSS, 1 variabel bebas yang sama, yaitu Kepemilikan Saham.

Perbedaan : Sampel peneliti sekarang menggunakan 7 Bank Syariah di Indonesia, menggunakan analisis, asumsi klasik, dan uji hipotesis, 5 variabel bebas yang tidak sama.

3. Susilawati (2012) telah melakukan penelitian tentang “Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Kelompok Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada BEI Pada Tahun 2006–2010)”. Hasil dari penelitian tersebut adalah Kepemilikan Manajemen, Kebijakan

Dividen, dan Kepemilikan Institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang sedangkan Struktur Aset, ukuran perusahaan, dan *Free Cash Flow* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan utang. Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Persamaan : Menggunakan variabel terikat (Y) sama, yaitu menggunakan Kebijakan Utang, menggunakan analisis uji asumsi klasik, regresi, dan uji hpotesis. 1 variabel bebas yang sama, yaitu *Free Cash Flow*.

Perbedaan : Sampel peneliti sekarang menggunakan 7 Bank Syariah di Indonesia, terdapat 3 variabel bebas (X) yang tidak sama.

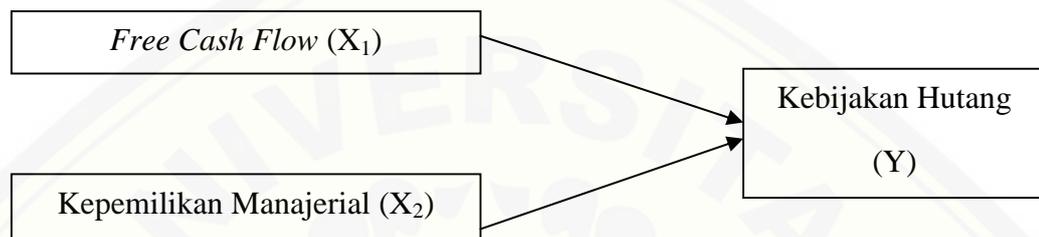
4. Yudistira (2012) melakukan penelitian tentang “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajemen Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Automotive & Allied Product yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. Hasil dari penelitian tersebut adalah *free cash flow* (FCF) tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan utang (DER) sedangkan kepemilikan manajemen (MOWNSHP) berpengaruh dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER). Kepemilikan Manajemen dan *free cash flow* secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.

Persamaan : Menggunakan variabel terikat (Y) sama, yaitu menggunakan Kebijakan Utang, dua variabel bebas (X) yaitu *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajemen, menggunakan analisis uji asumsi klasik, dan uji hpotesis.

Perbedaan : Sampel peneliti sekarang menggunakan 7 Bank Syariah di Indonesia.

2.3 Kerangka Konseptual

Berdasarkan hasil penelitian-penelitian terdahulu maka penelitian ini menggunakan dua variabel independen yaitu variabel *free cash flow*, dan kepemilikan manajemen. Variabel dependennya kebijakan utang. Berikut ini adalah kerangka konseptual penelitian yang berfungsi sebagai acuan sekaligus mencerminkan pola pikir dalam penyusunan dan perumusan hipotesis:



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual

Keterangan:

Free Cash Flow : Variabel Bebas (X_1)

Kepemilikan Manajerial : Variabel Bebas (X_2)

—————> : Pengaruh Parsial

2.4 Hipotesis Penelitian

2.4.1 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan teori keagenan yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level utang yang tinggi akan menurunkan *agency cost of free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen. Ketika *free cash flow* tinggi perusahaan cenderung menggunakan utang untuk kegiatan pendanaan perusahaannya (Jensen, 2006) atau dengan kata lain utang tersebut digunakan untuk menambah jumlah dari *discretionary cash flow* yang digunakan untuk membeli tambahan investasi, melunasi utang, membeli *treasury stock* atau penambahan sederhana atas

likuiditas perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Dengan adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan utang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipertahankan. Dengan adanya utang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas. Hal ini sesuai dengan teori arus kas bebas struktur modal (Keown et al, 2000).

Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang

2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

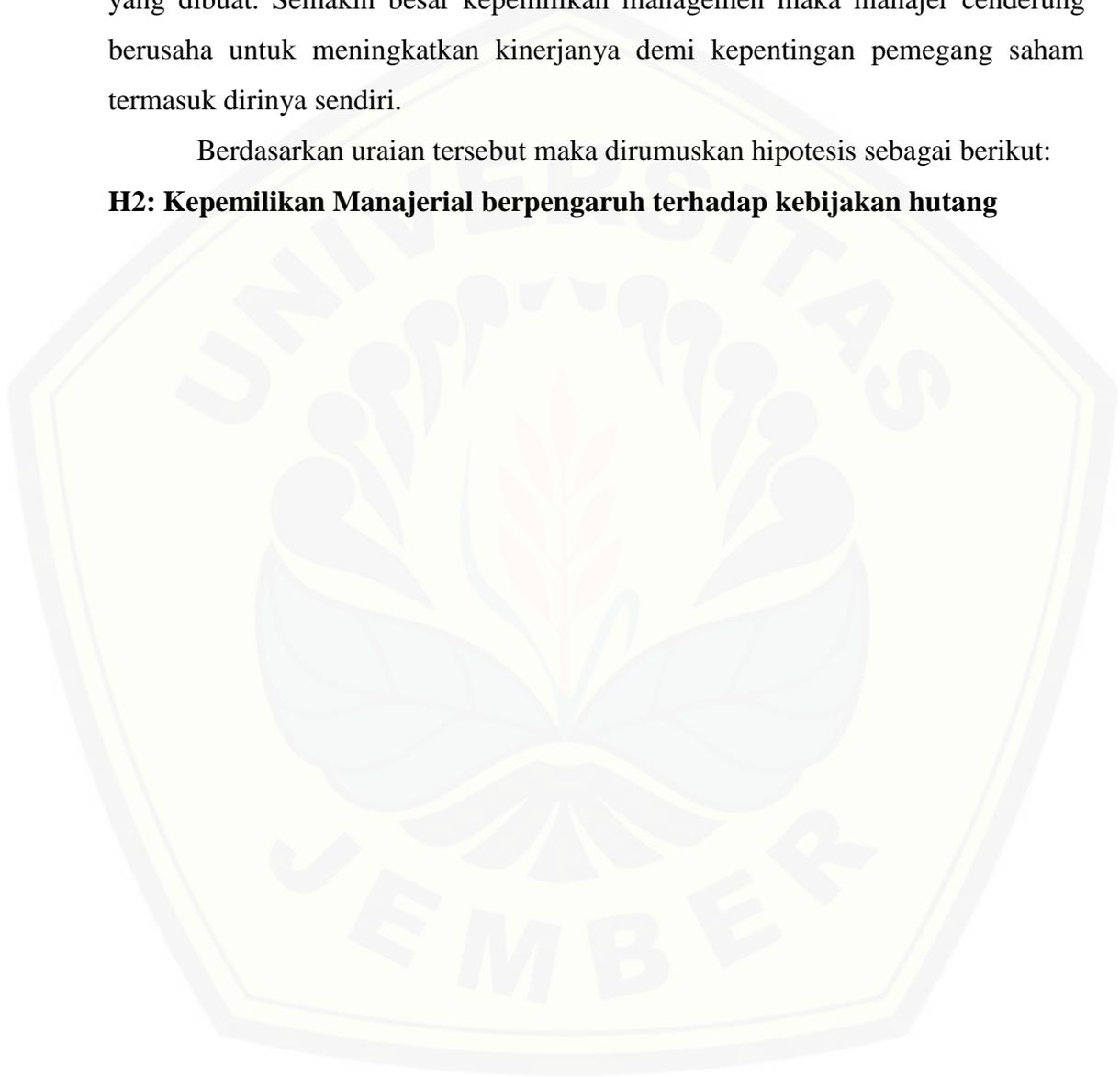
Teori keagenan menyebutkan bahwa *agency cost* yang tinggi akan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan dan berakibat buruk bagi para pemegang saham. Terdapat beberapa alternatif yang bisa digunakan untuk mengurangi *agency cost*, salah satunya dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 2006). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu kepemilikan manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Pada *pecking order theory* ada empat alasan memprediksi perusahaan lebih mengutamakan utang daripada modal sendiri saat pendanaan eksternal dibutuhkan salah satunya adalah kontrol manajemen, dalam hal ini *insider ownership*, yaitu pemilikan oleh manajemen dapat dipertahankan apabila perusahaan menerbitkan sekuritas utang. Dengan meningkatkan kepemilikan

saham oleh manajer, maka manajer akan dapat merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambil sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara opportunistik lagi. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen membuat manajer menerima konsekuensi secara langsung dari setiap keputusan yang dibuat. Semakin besar kepemilikan manajemen maka manajer cenderung berusaha untuk meningkatkan kinerjanya demi kepentingan pemegang saham termasuk dirinya sendiri.

Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Metode atau Rancangan Penelitian

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan metode penelitian deskriptif. Metode penelitian deskriptif salah satu metode penelitian yang banyak digunakan pada penelitian yang bertujuan untuk mendeskripsikan dan menginterpretasikan sesuatu, misalnya kondisi atau hubungan yang ada, pendapat yang berkembang, proses yang sedang berlangsung, akibat atau efek yang terjadi, atau tentang kecenderungan yang telah berlangsung. Seperti yang dikemukakan oleh Kuncoro (2009:12) “Penelitian deskriptif adalah kegiatan pengumpulan data untuk menjawab pertanyaan mengenai status terakhir dari subyek penelitian”. Tipe yang paling umum dari penelitian deskriptif ini meliputi penilaian sikap atau pendapat terhadap organisasi, keadaan, ataupun prosedur. Data deskriptif pada umumnya dikumpulkan melalui daftar pertanyaan dalam survei, wawancara, ataupun observasi.

Dari pengertian tersebut, dapat dikatakan bahwa metode penelitian deskriptif adalah sebuah metode yang digunakan untuk mendeskripsikan, menginterpretasikan sesuatu fenomena, misalnya kondisi atau hubungan yang ada, pendapat yang berkembang, dengan menggunakan prosedur ilmiah untuk menjawab masalah secara aktual. Dengan demikian, penulis beranggapan bahwa metode penelitian deskriptif sesuai dengan penelitian yang dilaksanakan oleh penulis, karena dalam penelitian ini penulis berusaha mendeskripsikan dengan menganalisis Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang pada Bank Syariah di Indonesia.

3.2 Identifikasi Variabel

Berdasarkan pokok permasalahan yang diajukan maka variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Variabel bebas (independen variabel)

Variabel bebas dalam penelitian ini diberi notasi X, yaitu *free cash flow* (X_1) dan kepemilikan manajerial (X_2).

- b. Variabel terikat (dependen variabel)

Variabel terikat dalam penelitian ini diberi notasi Y, yaitu kebijakan hutang.

3.3 Jenis Data dan Sumber Data

- a. Jenis data dalam penelitian ini adalah :

Data kuantitatif yaitu berupa data Laporan Keuangan Perbankan Syariah tahun 2009-2013.

- b. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

Data Sekunder yaitu data yang diperoleh dari sumber yang bukan aslinya atau diperoleh dari pihak lain. Data yang dimaksud seperti literatur yang mendukung penelitian penulis dan dari karya ilmiah lain yang topiknya hampir sama dengan penelitian yang penulis lakukan. Dalam hal ini data diambil dari data Laporan Keuangan Perbankan Syariah tahun 2009-2013.

3.4 Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yaitu sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu (Indriantoro dan Soepomo, 2007:115). Menurut Sutrisno (2009:33) sampel adalah sebagian dari populasi yang memiliki karakteristik yang relatif sama dan dianggap bisa mewakili populasi. Sampel penelitian diambil secara *purposive sampling* dimana sampel dipilih secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu (Indriantoro dan Soepomo, 2009:131). Adapun pertimbangan pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan perbankan, khususnya pada *Perbankan Syariah* yang ada di Indonesia yang tercatat di BEI yang memiliki kriteria-kriteria sebagai berikut.

- a. Data laporan keuangan tahunan perusahaan tersedia berturut-turut untuk tahun pelaporan 2009 – 2013.
- b. Perusahaan tidak sedang merger atau akuisisi, likuidasi dan *delisting* selama pengamatan. Jika perusahaan melakukan akuisisi atau *merger* dan mengalami *delisting* selama pengamatan akan mengakibatkan variabel-variabel dalam penelitian mengalami perubahan yang tidak sebanding dengan periode sebelumnya. Jika perusahaan mengalami likuidasi maka hasil penelitian tidak akan berguna lagi karena perusahaan sudah tidak beroperasi.

Berdasarkan data kualifikasi di atas maka ada 7 Bank Syariah di Indonesia yang bisa dijadikan sampel dengan menggunakan proses *purposive sampling* dalam penelitian ini seperti ditampilkan pada tabel berikut ini:

Tabel 3.1
Proses *Purposive Sampling* Penelitian

No.	<i>Purposive Sampling</i>	Jumlah
1.	Bank Umum Syariah menurut data Statistik Perbankan Syariah (Islamic Banking Statistic)	11
2.	Tidak tersedia data laporan keuangan selama kurun waktu penelitian 2009-2013	4
	Jumlah	7

3.5 Metode Pengumpulan Data

Adapun teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Study Kepustakaan

Adalah metode penelitian yang dilakukan dengan membaca literatur-literatur atau buku-buku yang ada kaitannya dengan masalah yang diteliti (Djarwanto PS, 2010 : 64)

b. Observasi

Adalah cara pengumpulan data dengan cara mengadakan pengamatan langsung dan mencatat secara sistematis mengenai masalah atau obyek yang ada kaitannya dengan penelitian (Alex S. Nitisemito, 2003 : 113).

c. Studi Literatur

Studi literatur yaitu metode pengumpulan data yang dilakukan dengan cara membaca, mempelajari, dan mencatat dari beberapa literatur yang ada hubungannya dengan masalah objek penelitian.

3.6 Definisi Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel yang digunakan yaitu variabel dependen atau variabel tergantung yang disimbolkan dengan (Y), variabel independen atau variabel bebas yang disimbolkan dengan (X).

a. Variabel dependen (Y)

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang menggambarkan total utang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Kebijakan hutang dikonfirmasi dengan rasio hutang (*debt ratio*). Rasio ini menggambarkan besarnya ekuitas perusahaan didanai oleh hutang (Weston dan Copeland, 2000: 228). Rasio utang diberi simbol DR dan diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Debt Ratio (DR)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total ekuitas}}$$

b. Variabel independen (X)

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi variabel dependen.

Adapun variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah:

- 1) *Free cash flow* (X_1) merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross et al. (2000) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$FCF = \frac{\text{Operating cash flow} - \text{dividen}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Aliran kas operasi adalah kas berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada asset tetap yaitu asset tetap bersih akhir periode dikurangi asset tetap bersih pada awal periode. Modal kerja bersih adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama.

- 2) Kepemilikan Manajemen (X_2) yaitu jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Gideon, 2005). Kepemilikan manajemen dirumuskan dengan sebagai berikut (Masdupi, 2005):

$$INSDR = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajer dan komisaris}}{\text{Total saham}}$$

3.7 Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

3.7.1 Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian hipotesis diperlukan pengujian Asumsi klasik. Uji asumsi klasik digunakan untuk menguji apakah model regresi benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif. Ada empat pengujian dalam uji asumsi klasik yaitu :

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan independennya memiliki distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Ghozali, 2010 : 17). pada prinsipnya normalitas data dapat diketahui dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal pada grafik atau histogram dari residunya. Data normal dan tidak normal dapat diuraikan sebagai berikut:

1. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya, menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya, tidak menunjukkan pola terdistribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Jika dilihat berdasarkan grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebaran agak jauh dari garis diagonal. Hal ini menunjukkan bahwa grafik tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas. Dalam uji normalitas residual dengan grafik dapat menyesatkan apabila tidak hati-hati secara visual kelihatan normal, oleh karena itu untuk melengkapi uji grafik dilakukan juga uji statistik lain yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistic non parametik Kolmogrov-Smirnov (K-S).

Untuk menentukan data dengan uji statistic non – parametrik Kolmogrov-Smirnov, nilai signifikasi harus dibawah 0,05 atau 5% (Imam Ghozali, 2009). Pengujian terhadap normalitas residual dengan menggunakan uji Kolmogrov-Smirnov, mempunyai nilai kolmogrov-smirnov nilai signifikansi sebesar di atas 0,000 maka terjadi perbedaan yang signifikan. Hal ini berarti H_0 ditolak H_a diterima yang berarti data residual terdistribusi normal. Hasil konsisten dengan uji sebelumnya.

2. Uji Autokorelasi

Tujuan dari pengujian ini adalah mengetahui apakah dalam sebuah model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah yang bebas dari autokorelasi (Ghozali dalam Dewanti, 2009:38). Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dapat menggunakan uji *Durbin Watson*.

Adapun ketentuan yang digunakan *Durbin Watson* dan *Statistic Test* untuk mendeteksi gejala autokorelasi dalam regresi adalah sebagai berikut.

- 1) Angka $D - W$ di bawah -4 berarti ada autokorelasi positif
- 2) Angka $D - W$ di antara -4 sampai $+4$ berarti tidak ada autokorelasi
- 3) Angka $D - W$ di atas $+4$ berarti ada autokorelasi negatif

3. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terdapat suatu multikolinearitas. Ada tidaknya multikolinearitas dapat diketahui dengan cara berikut:

- 1) Memiliki VIF (*Variance Inflation Factor*) kurang dari 10
- 2) Memiliki angka toleransi mendekati $>0,1$ atau < 1

4 Uji Heteroskedastisitas

Menguji apakah dalam suatu model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual antara satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka dikatakan homoskedastisitas. Apabila varian tidak sama, disebut heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini

pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan analisis grafik. Kriteria analisis yang digunakan, yaitu:

- 1) Jika ada pola tertentu, titik-titik yang membentuk suatu pola (bergelombang, melebar, menyempit) maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- 2) Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar dari atas dan bawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.7.2 Pengujian Hipotesis

Pada tahap pengujian hipotesis intensitas hubungan antara variabel akan diukur dengan menggunakan regresi linear berganda dan selanjutnya diadakan pembuktian yang telah diajukan dengan koefisien determinasi, uji F dan uji t.

1. Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi berganda dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh *Free cash flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan perbankan Syariah yang terdaftar di BEI.

Formulasi persamaan regresi berganda berganda adalah sebagai berikut (Gujarati, 2005:120):

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + e$$

Dimana: Y = Kebijakan Utang
 α = Bilangan konstanta
 $\beta_1 - \beta_2$ = Koefisien regresi
 X_1 = *Free cash flow*
 X_2 = Kepemilikan Manajerial
 e = *Error term*

2. Uji F

- a. Uji signifikansi simultan (uji statistik F)

Uji F digunakan untuk menguji adanya pengaruh antara variable bebas (X) terhadap variabel terikat (Y) secara bersama-sama dengan rumus (Supranto. J, 2010 : 260) :

$$F = \frac{R^2/k}{(1-R^2)/(n-k-1)}$$

Dimana :

R^2 = Koefisien Korelasi Berganda

k = Jumlah Variabel Bebas

n = Jumlah Sampel

Dimana prosedur penelitian sebagai berikut :

1. *Level of Significant* 95 % ($\alpha = 0,05$), menggunakan $\alpha = 0,05$ karena paling sesuai untuk mengetahui tingkat signifikansi variabel x terhadap variabel Y.
2. Kriteria pengujian :

Jika $F_{hitung} \leq F_{tabel}$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya X_1, X_2 dan X_3 tidak ada pengaruh terhadap Y.

Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya X_1, X_2 dan X_3 ada pengaruh terhadap Y.

3. Penentuan Koefisien Determinasi (R^2)

Untuk mengetahui seberapa besar variabel-variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat, peneliti perlu mengetahui nilai koefisiensi determinasi terlebih dahulu. Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur besarnya proporsi atau presentase pengaruh variabel bebas, yang dimasukkan dalam model persamaan regresi, terhadap variabel terikat. Nilai R^2 antara 0 dan 1 ($0 < R^2 < 1$). Jika semakin tinggi nilai R^2 suatu regresi atau semakin mendekati angka 1, hasil regresi tersebut akan semakin baik.

$$R^2 = \sum Y \frac{b^1 \sum X_1 Y + b^2 \sum X_2 Y + b^3 \sum X_3 Y + b^4 \sum X_4 Y}{\sum Y^2}$$

4. Uji t

Uji parsial dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang terdapat dalam persamaan regresi secara individu berpengaruh terhadap nilai variabel dependen. Adapun ketentuan penerimaan atau penolakan apabila angka signifikan di bawah atau sama dengan 0,05 maka H_1 alternatif diterima dan H_0 ditolak. Pengujian hipotesis juga dapat menggunakan perbandingan antara t_{hitung} dengan t_{tabel} dengan ketentuan sebagai berikut:

$t_{hitung} < t_{tabel}$ atau nilai signifikansi $> 0,05$, maka H_0 diterima.

$t_{hitung} > t_{tabel}$ atau nilai signifikansi $< 0,05$, maka H_0 ditolak.

Pengujian ini dilakukan pada hipotesis alternatif hipotesis 1 (H_1) dan hipotesis 2 (H_2).

5. Penentuan Koefisien Determinasi (R^2)

Untuk mengetahui seberapa besar variabel-variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat, peneliti perlu mengetahui nilai koefisien determinasi terlebih dahulu. Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur besarnya proporsi atau presentase pengaruh variabel bebas, yang dimasukkan dalam model persamaan regresi, terhadap variabel terikat. Nilai R^2 antara 0 dan 1 ($0 < R^2 < 1$). Jika semakin tinggi nilai R^2 suatu regresi atau semakin mendekati angka 1, hasil regresi tersebut akan semakin baik.

$$R^2 = \frac{b^1 \sum X_1 Y + b^2 \sum X_2 Y + b^3 \sum X_3 Y + b^4 \sum X_4 Y}{\sum Y^2}$$

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan dari hasil data yang dilakukan tentang “*Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Perbankan Syariah yang terdaftar di BEP*”. Variabel *Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial*, terhadap variabel terikat (Y) yaitu *Kebijakan Hutang*, maka dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. *Free cash flow* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Hutang, dengan hasil uji-t, diperoleh nilai sig. nya lebih kecil ($<$) dari 0,05 dan t hitung $>$ t tabel dengan t hitung sebesar 2.501 dengan sig. 0,018. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan utang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara keseluruhan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipergunakan.
2. Kepemilikan Manajerial secara parsial memiliki pengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Hutang, hasil uji-t diperoleh t hitung 2.376 dengan sig. 0,024, diperoleh nilai sig. lebih besar ($<$) dari 0,05 dan t hitung $>$ t tabel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Kepemilikan saham oleh pihak manajemen membuat manajer menerima konsekuensi secara langsung dari setiap keputusan yang dibuat. Semakin besar kepemilikan manajemen maka manajer cenderung berusaha untuk meningkatkan kinerjanya demi kepentingan pemegang saham termasuk dirinya sendiri.

5.2 Saran

1. Bagi Perbankan Syariah di Indonesia

Perusahaan dalam melakukan kinerja keuangan yang lebih efisien maka perusahaan harus meningkatkan laba usaha dan mampu menekan biaya-biaya agar memperoleh hasil yang memuaskan, juga meningkatkan pelayanan yang memuaskan kepada masyarakat khususnya para nasabah serta melengkapi berbagai fasilitas sebagai sarana pendukungnya, karena ketika kepemilikan manajemen perusahaan dirasa sudah membaik maka perusahaan cenderung meningkatkan Kebijakan Hutang

2. Bagi Pengurus Perbankan Syariah Indonesia

Bekerja lebih keras lagi karena kegiatan usaha cenderung sudah efektif karena dapat menciptakan laba, hal ini dikarenakan terlalu dapat menekan biaya. Perlu dilakukan evaluasi tentang besarnya biaya yang bersifat tetap misalnya tentang depresiasi agar dapat mencapai laba yang maksimal. Perlu dilakukan pengendalian terhadap karyawan sehingga tidak terjadi penyalahgunaan *modal* yang kemungkinan dapat menambah tingginya saham yang digunakan. Dilakukan re-evaluasi total hutang dan jumlah ekuitas yang telah ditetapkan akan terkoreksi menuju kebenaran dan menunjukkan kinerja keuangan yang benar. Lebih digiatkan kerja sama dengan Pengawas dan Pembina. Bagi Pengawas Keuangan perusahaan, secara rutin dilakukan pengawasan lebih ketat, agar dapat melaksanakan visi dan misi perusahaan.

3. Bagi Investor

Para investor harus dapat menegur dan menuntut manajemen perusahaan bila ada kesalahan agar dapat meningkatkan kinerja perusahaan dalam pencegahan terhadap pengeluaran-pengeluaran yang tidak perlu sehingga akhir tahun memperoleh deviden yang baik, agar perusahaan dapat menanggulangi hutang-hutang yang dimilikinya, sehingga perusahaan tidak bangkrut di tahun berikutnya.

4. Bagi Peneliti Selanjutnya

Diharapkan peneliti selanjutnya perlu dikaji penelitian ulang, agar dapat mengembangkan penelitian ini dengan menggunakan analisis rasio keuangan *free cash flow* dan kepemilikan manajerial, rasio keuangan yang lebih baik

dan relevan sehingga hasil yang didapat bisa lebih akurat dan bermanfaat untuk menilai rasio keuangan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.



DAFTAR PUSTAKA

- Bambang Riyanto. 2008. **Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan**. Yogyakarta: BPFE.
- Brigham, Eugene F dan Phillip R. Daves. 2002. **Intermediate Financial Management. Seventh Edition. United State: Thomson Learning**.
- Brigham, Eugene F. Dan Joel F. Houston. 2011. **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**. Jakarta: Salemba Empat.
- Fidyati, Nisa. 2003. **Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. Jurnal Manajemen dan Akuntansi**. Vol. 1 No. 1. Januari 2003.
- Ghozali, Imam. 2011. **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19**. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar. 2005. **Ekonometrika Dasar. Terjemahan Sumarno Zain dari Basic Econometric**. Jakarta : Erlangga.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny. 2002. **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**. Edisi ke tiga. Yogyakarta: AMP YKPN.
- Husnan, Suad. 2002. **Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**. Edisi ke tiga. Yogyakarta :AMP YKPN.
- James C. Van Horne dan John M. Wachowicz. 2005. **Fundamental of Financial Management**. Buku satu edisi ke dua belas. Jakarta : Salemba Empat.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 2007. **Metode Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen**. Yogyakarta: BPFE.
- Jansen, M. and W. H Meckling, 2006. **“Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure”**, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3-4, p. 305-360.
- Kusuma, H. 2004. **Hubungan Dividen Inisiasi Dan Informasi Asimetri**. Yogyakarta: BPFE.
- Masdupi, Erni. 2005. **Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan**. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol.2, No.1, hal. 57-69.

- Moeljadi. 2006. **Manajemen Keuangan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif**. Jilid Pertama. Malang : Penerbit Bayu Media Publisng.
- Nachrowi, Djalal Nachrowi. 2006. **Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan**. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Prihantoro. 2003. **Estimasi Pengaruh Dividen Payout Ratio Pada Perusahaan Publik Di Indonesia**. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, 1(8), hal. 7-14.
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolp W.; dan Jaffe, Jeffrey F. 2008. **Corporate Finance. 8th Edition. McGraw-Hill International Edition**.
- Sartono, A. 2001. **Long Term Financing Decision : Views and Practicies of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia**. *Gadjah Mada International Journey of Business 3*. pp. 35 – 44.
- Sartono, Agus. 2001. **Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi**. Edisi Empat. Yogyakarta: BPFE.
- Van Horne, J. dan Wachowicz, John. 2007. **Fundamentals of Financial Management**. 13th Edition. Pearson Education.
- Weston, J. F. dan Copeland T. E. 2006. **Dasar – Dasar Manajemen Keuangan**. Jakarta: Erlangga.
- Wahidahwati. 2002. **Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency**. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No.1, Januari: Hal 1-16.

LAMPIRAN 1

HASIL RASIO & OLAHAN DATA



**HASIL DATA DARI
7 PERBANKAN**

Nama Bank	Tahun	FREE CASH FLOW
Bank Syariah Muamalat	2009	3,53
	2010	0,19
	2011	13,3
	2012	-6,52
	2013	-13,11
Bank Syariah Mandiri	2009	4,3
	2010	6,84
	2011	2,24
	2012	3,12
	2013	6,39
Bank Syariah Mega	2009	2,77
	2010	5,81
	2011	7,43
	2012	6,62
	2013	5,21
Bank Syariah BRI	2009	0,6
	2010	0,59
	2011	0,63
	2012	0,62
	2013	0,98
Bank Syariah Bukopin	2009	8,77
	2010	11,39
	2011	-5,91
	2012	4,66
	2013	-0,89
Bank Syariah Panin	2009	0,41
	2010	2,72
	2011	-0,07
	2012	-0,01
	2013	0,12
Bank Syariah BNI	2009	0,43
	2010	0,53
	2011	0,76
	2012	0,25
	2013	0,08

**SETIAP VARIABEL-VARIABEL
SYARIAH TAHUN 2009-2013**

KEPEMILIKAN MANAJERIAL	KEBIJAKAN HUTANG
133,53	190,1
131,67	176,39
138,1	206,71
106,92	330,17
130,14	280,1
147,4	204,53
149,84	247,94
111,42	229,11
117,95	219,31
104,65	226,85
48,91	1066,15
48,91	1081,79
12,75	1169,67
12,75	941,34
47,64	986,39
215,72	608,76
163,36	617,93
125,78	1058,69
123,51	1218,49
116,91	924,71
111,09	1362,73
124,43	1542,12
132,46	1207,32
120,1	1214,65
108,02	1172,36
58,92	73,71
221,68	219,93
210,5	125,02
189,34	372,79
115,78	670,48
133,25	434,43
132,4	13569,38
125,73	10558,04
138,17	602,79
43,48	511,47

Perhitungan Hasil Rasio FREE CASH FLOW Perbankan Syariah

NAMA BANK	TAHUN	KAS	DIVIDEN
1	2	3	4
MUAMALAT	2009	Rp 478.336.483	Rp (87.194.958)
	2010	Rp (53.379.918)	Rp (93.244.898)
	2011	Rp 4.280.760.153	Rp (39.176.169)
	2012	Rp (466.290.084)	Rp 2.457.989.411
	2013	Rp (3.538.984.778)	Rp 2.747.793.109
SYARIAH MANDIRI	2009	Rp 948.533.822.814	Rp 765.496.599
	2010	Rp 2.220.372.086.770	Rp (2.100.437)
	2011	Rp 1.091.427.593.612	Rp 1.635.807.394
	2012	Rp 1.693.695.809.233	Rp 1.579.146.279
	2013	Rp 4.086.071.174.752	Rp 1.735.146.641
MEGA SYARIAH	2009	Rp 1.100.533.000.000	Rp -
	2010	Rp 3.500.452.000.000	Rp 500.088.442.384
	2011	Rp 4.600.427.000.000	Rp -
	2012	Rp 5.009.412.000.000	Rp 692.240.286.550
	2013	Rp 5.119.054.000.000	Rp 1.653.804.487.350
BRI SYARIAH	2009	Rp 21.094.000.000	Rp 1.900.000.000
	2010	Rp 45.738.000.000	Rp 5.477.000.000
	2011	Rp 76.267.000.000	Rp 5.827.000.000
	2012	Rp 131.936.000.000	Rp 44.771.000.000
	2013	Rp 237.904.000.000	Rp 67.566.000.000
BUKOPIN SYARIAH	2009	Rp 3.149.982.000.000	Rp (110.634.000.000)
	2010	Rp 5.229.483.000.000	Rp (181.095.000.000)
	2011	Rp (3.205.341.000.000)	Rp 172.409.000.000
	2012	Rp 2.809.023.000.000	Rp (249.458.000.000)
	2013	Rp (839.870.000.000)	Rp (221.449.000.000)
PANIN SYARIAH	2009	Rp 1.120.000.000	Rp 457.000.000
	2010	Rp 1.462.000.000	Rp (11.017.000.000)
	2011	Rp 2.005.000.000	Rp 2.741.000.000
	2012	Rp 2.562.000.000	Rp 2.741.000.000
	2013	Rp 4.853.000.000	Rp -
BNI SYARIAH	2009	Rp 24.098.000.000	Rp 1.900.000.000
	2010	Rp 39.193.000.000	Rp 5.477.000.000
	2011	Rp 70.235.000.000	Rp 5.827.000.000
	2012	Rp 74.466.000.000	Rp 44.771.000.000
	2013	Rp 80.146.000.000	Rp 67.566.000.000

riah Tahun 2009-2013

TOTAL ASET	FREE CASH FLOW
5	$6 = (3 - 4)/5$
Rp 16.027.178.859	3,53%
Rp 21.400.793.090	0,19%
Rp 32.479.506.528	13,30%
Rp 44.854.413.084	-6,52%
Rp 47.958.957.985	-13,11%
Rp 22.036.534.515.115	4,30%
Rp 32.481.873.142.495	6,84%
Rp 48.671.950.025.861	2,24%
Rp 54.229.395.784.522	3,12%
Rp 63.965.361.177.789	6,39%
Rp 39.685.000.000.000	2,77%
Rp 51.597.000.000.000	5,81%
Rp 61.909.000.000.000	7,43%
Rp 65.219.000.000.000	6,62%
Rp 66.476.000.000.000	5,21%
Rp 3.178.386.000.000	0,60%
Rp 6.856.386.000.000	0,59%
Rp 11.200.823.000.000	0,63%
Rp 14.088.914.000.000	0,62%
Rp 17.400.914.000.000	0,98%
Rp 37.173.318.000.000	8,77%
Rp 47.489.366.000.000	11,39%
Rp 57.183.463.000.000	-5,91%
Rp 65.689.830.000.000	4,66%
Rp 69.147.348.000.000	-0,89%
Rp 161.649.000.000	0,41%
Rp 458.713.000.000	2,72%
Rp 1.016.878.000.000	-0,07%
Rp 2.136.576.000.000	-0,01%
Rp 4.052.701.000.000	0,12%
Rp 5.178.386.000.000	0,43%
Rp 6.394.924.000.000	0,53%
Rp 8.466.887.000.000	0,76%
Rp 12.088.644.000.000	0,25%
Rp 16.400.542.000.000	0,08%

Perhitungan Hasil Rasio KEPEMILIKAN MANAJERIAL 7 Perbankan Syariah T

NAMA BANK	TAHUN	JUMLAH SAHAM YG DIMILIKI	TOTAL SAHAM
1	2	3	4
MUAMALAT	2009	Rp 21.400.793.090	Rp 16.027.178.859
	2010	Rp 32.454.800.042	Rp 24.648.224.800
	2011	Rp 44.854.413.084	Rp 32.479.506.528
	2012	Rp 47.958.957.985	Rp 44.854.413.084
	2013	Rp 62.413.310.000	Rp 47.958.957.985
SYARIAH MANDIRI	2009	Rp 32.481.873.142.495	Rp 22.036.534.515.115
	2010	Rp 48.671.950.025.861	Rp 32.481.873.142.495
	2011	Rp 54.229.395.784.522	Rp 48.671.950.025.861
	2012	Rp 63.965.361.177.789	Rp 54.229.395.784.522
	2013	Rp 66.942.422.000.000	Rp 63.965.361.177.789
MEGA SYARIAH	2009	Rp 1.555.781.000	Rp 3.181.224.188
	2010	Rp 1.555.781.000	Rp 3.181.224.188
	2011	Rp 464.731.862	Rp 3.645.956.050
	2012	Rp 464.731.862	Rp 3.645.956.050
	2013	Rp 3.317.819.156	Rp 6.963.775.206
BRI SYARIAH	2009	Rp 6.856.386	Rp 3.178.386
	2010	Rp 11.200.823	Rp 6.856.386
	2011	Rp 14.088.914	Rp 11.200.823
	2012	Rp 17.400.914	Rp 14.088.914
	2013	Rp 20.343.249	Rp 17.400.914
BUKOPIN SYARIAH	2009	Rp 2.193.952.328.077	Rp 1.974.947.633.237
	2010	Rp 2.730.026.909.823	Rp 2.193.952.328.077
	2011	Rp 3.616.107.512.472	Rp 2.730.026.909.823
	2012	Rp 4.343.069.056.830	Rp 3.616.107.512.472
	2013	Rp 4.691.527.980.000	Rp 4.343.069.056.830
PANIN SYARIAH	2009	Rp 458.713	Rp 778.577
	2010	Rp 1.016.878	Rp 458.713
	2011	Rp 2.140.482	Rp 1.016.878
	2012	Rp 4.052.701	Rp 2.140.482
	2013	Rp 4.692.019	Rp 4.052.701
BNI SYARIAH	2009	Rp 6.394.924	Rp 4.799.247
	2010	Rp 8.466.887	Rp 6.394.924
	2011	Rp 10.645.313	Rp 8.466.887
	2012	Rp 14.708.504	Rp 10.645.313
	2013	Rp 6.394.924	Rp 14.708.504

tahun 2009-2013

KM
5=3/4
133,53%
131,67%
138,10%
106,92%
130,14%
147,40%
149,84%
111,42%
117,95%
104,65%
48,91%
48,91%
12,75%
12,75%
47,64%
215,72%
163,36%
125,78%
123,51%
116,91%
111,09%
124,43%
132,46%
120,10%
108,02%
58,92%
221,68%
210,50%
189,34%
115,78%
133,25%
132,40%
125,73%
138,17%
43,48%



Perhitungan Hasil Rasio KEBIJAKAN HUTANG Perbankan Syariah Tahun 2009

NAMA BANK	TAHUN	TOTAL HUTANG	TOTAL EKUITAS
1	2	3	4
MUAMALAT	2009	Rp 1.707.126.038	Rp 898.034.844
	2010	Rp 3.085.416.202	Rp 1.749.157.222
	2011	Rp 4.273.429.198	Rp 2.067.401.205
	2012	Rp 8.115.487.602	Rp 2.457.989.411
	2013	Rp 7.696.572.483	Rp 2.747.793.109
SYARIAH MANDIRI	2009	Rp 3.273.465.906.889	Rp 1.600.459.449.622
	2010	Rp 5.009.834.665.128	Rp 2.020.615.074.975
	2011	Rp 7.041.139.433.515	Rp 3.073.264.468.871
	2012	Rp 9.168.631.145.854	Rp 4.180.690.176.525
	2013	Rp 11.029.685.200.566	Rp 4.861.998.914.310
MEGA SYARIAH	2009	Rp 36.281.000.000.000	Rp 3.403.000.000.000
	2010	Rp 47.231.000.000.000	Rp 4.366.000.000.000
	2011	Rp 57.033.000.000.000	Rp 4.876.000.000.000
	2012	Rp 58.956.000.000.000	Rp 6.263.000.000.000
	2013	Rp 60.357.000.000.000	Rp 6.119.000.000.000
BRI SYARIAH	2009	Rp 2.729.943.000.000	Rp 448.443.000.000
	2010	Rp 5.901.364.000.000	Rp 955.022.000.000
	2011	Rp 10.234.147.000.000	Rp 966.676.000.000
	2012	Rp 13.020.350.000.000	Rp 1.068.564.000.000
	2013	Rp 15.702.786.000.000	Rp 1.698.128.000.000
BUKOPIN SYARIAH	2009	Rp 34.631.954.000.000	Rp 2.541.364.000.000
	2010	Rp 44.597.408.000.000	Rp 2.891.958.000.000
	2011	Rp 52.809.369.000.000	Rp 4.374.094.000.000
	2012	Rp 60.693.088.000.000	Rp 4.996.742.000.000
	2013	Rp 63.712.784.000.000	Rp 5.434.564.000.000
PANIN SYARIAH	2009	Rp 110.970.000.000	Rp 150.552.000.000
	2010	Rp 315.334.000.000	Rp 143.379.000.000
	2011	Rp 564.971.000.000	Rp 451.907.000.000
	2012	Rp 1.684.672.000.000	Rp 451.904.000.000
	2013	Rp 3.526.706.000.000	Rp 525.995.000.000
BNI SYARIAH	2009	Rp 4.642.142.000.000	Rp 1.068.564.000.000
	2010	Rp 5.318.247.000.000	Rp 1.076.677.000.000
	2011	Rp 7.415.437.000.000	Rp 1.051.450.000.000
	2012	Rp 10.236.147.000.000	Rp 1.698.140.000.000
	2013	Rp 13.022.450.000.000	Rp 2.546.064.000.000

-2013

KH
5=3/4
190,10%
176,39%
206,71%
330,17%
280,10%
204,53%
247,94%
229,11%
219,31%
226,85%
1066,15%
1081,79%
1169,67%
941,34%
986,39%
608,76%
617,93%
1058,69%
1218,49%
924,71%
1362,73%
1542,12%
1207,32%
1214,65%
1172,36%
73,71%
219,93%
125,02%
372,79%
670,48%
434,43%
13569,38%
10558,04%
602,79%
511,47%



LAMPIRAN 2

HASIL SPSS 16.0





35
35
35

UT	FREECASHFLO W	KEPEMILIKANM ANAJERIAL
000	.473	.460
473	1.000	.279

re	F	Sig.
845	8.246	.001 ^a
103		

FLOW

Coefficients^a

Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
Constant	.524	5.187	.000	1.652	3.788					
Flow	.103	2.501	.018	.048	.465	.473	.404	.359	.922	1.084
Flow ²	-.092	-2.376	.024	-.031	-.406	-.460	-.387	-.341	.922	1.084

Model Summary^b

of the Date	Change Statistics					Durbin-Watson	
	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change		
1	.32019	.340	8.246	2	32	.001	1.657

FLOW

AKANHUTANG



Mean = -2.05E-16
Std. Dev. = 0.97
N = 35

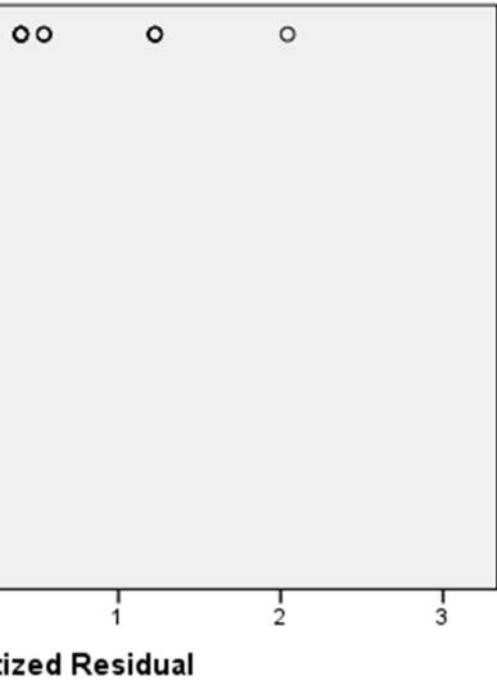
lual



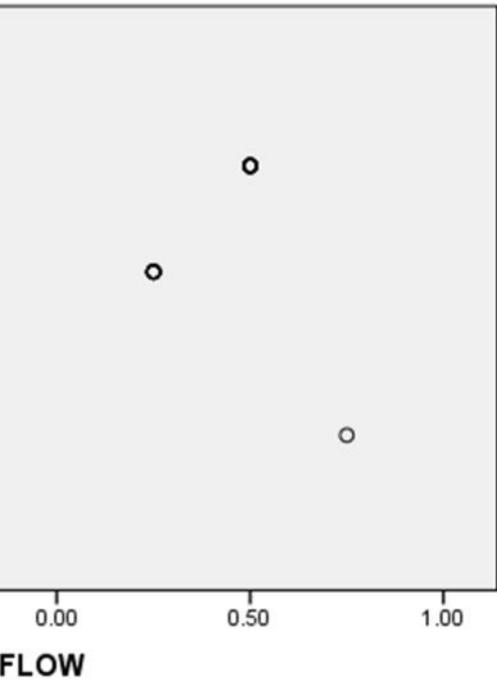
AKANHUTANG



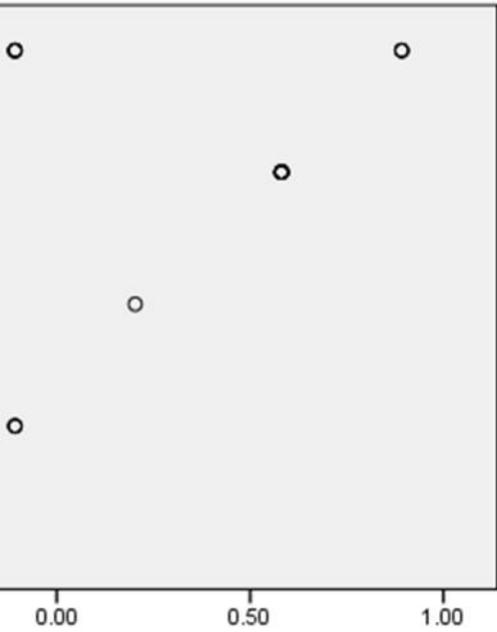
AKANHUTANG



AKANHUTANG



AKANHUTANG



ANAJERIAL



Tabel Distribusi t			
Df	0,1	0,05	0,025
1	3.0777	6.3138	12.7062
2	1.8856	2.9200	4.3027
3	1.6377	2.3534	3.1824
4	1.5332	2.1318	2.7764
5	1.4759	2.0150	2.5706
6	1.4398	1.9432	2.4469
7	1.4149	1.8946	2.3646
8	1.3968	1.8595	2.3060
9	1.3830	1.8331	2.2622
10	1.3722	1.8125	2.2281
11	1.3634	1.7959	2.2010
12	1.3562	1.7823	2.1788
13	1.3502	1.7709	2.1604
14	1.3450	1.7613	2.1448
15	1.3406	1.7531	2.1314
16	1.3368	1.7459	2.1199
17	1.3334	1.7396	2.1098
18	1.3304	1.7341	2.1009
19	1.3277	1.7291	2.0930
20	1.3253	1.7247	2.0860
21	1.3232	1.7207	2.0796
22	1.3212	1.7171	2.0739
23	1.3195	1.7139	2.0687
24	1.3178	1.7109	2.0639
25	1.3163	1.7081	2.0595
26	1.3150	1.7056	2.0555
27	1.3137	1.7033	2.0518
28	1.3125	1.7011	2.0484
29	1.3114	1.6991	2.0452
30	1.3104	1.6973	2.0423
31	1.3095	1.6955	2.0395
32	1.3086	1.6939	2.0369
33	1.3077	1.6924	2.0345
34	1.3070	1.6909	2.0322
35	1.3062	1.6896	2.0301
36	1.3055	1.6883	2.0281
37	1.3049	1.6871	2.0262
38	1.3042	1.6860	2.0244
39	1.3036	1.6849	2.0227
40	1.3031	1.6839	2.0211
41	1.3025	1.6829	2.0195
42	1.3020	1.6820	2.0181
43	1.3016	1.6811	2.0167
44	1.3011	1.6802	2.0154
45	1.3006	1.6794	2.0141
46	1.3002	1.6787	2.0129
47	1.2998	1.6779	2.0117
48	1.2994	1.6772	2.0106

49	1.2991	1.6766	2.0096
50	1.2987	1.6759	2.0086
51	1.2984	1.6753	2.0076
52	1.2980	1.6747	2.0066
53	1.2977	1.6741	2.0057
54	1.2974	1.6736	2.0049
55	1.2971	1.6730	2.0040
56	1.2969	1.6725	2.0032
57	1.2966	1.6720	2.0025
58	1.2963	1.6716	2.0017
59	1.2961	1.6711	2.0010
60	1.2958	1.6706	2.0003
61	1.2956	1.6702	1.9996
62	1.2954	1.6698	1.9990
63	1.2951	1.6694	1.9983
64	1.2949	1.6690	1.9977
65	1.2947	1.6686	1.9971
66	1.2945	1.6683	1.9966
67	1.2943	1.6679	1.9960
68	1.2941	1.6676	1.9955
69	1.2939	1.6672	1.9949
70	1.2938	1.6669	1.9944
71	1.2936	1.6666	1.9939
72	1.2934	1.6663	1.9935
73	1.2933	1.6660	1.9930
74	1.2931	1.6657	1.9925
75	1.2929	1.6654	1.9921
76	1.2928	1.6652	1.9917
77	1.2926	1.6649	1.9913
78	1.2925	1.6646	1.9908
79	1.2924	1.6644	1.9905
80	1.2922	1.6641	1.9901
81	1.2921	1.6639	1.9897
82	1.2920	1.6636	1.9893
83	1.2918	1.6634	1.9890
84	1.2917	1.6632	1.9886
85	1.2916	1.6630	1.9883
86	1.2915	1.6628	1.9879
87	1.2914	1.6626	1.9876
88	1.2912	1.6624	1.9873
89	1.2911	1.6622	1.987
90	1.291	1.662	1.9867
91	1.2909	1.6618	1.9864
92	1.2908	1.6616	1.9861
93	1.2907	1.6614	1.9858
94	1.2906	1.6612	1.9855
95	1.2905	1.6611	1.9853
96	1.2904	1.6609	1.985
97	1.2903	1.6607	1.9847
98	1.2902	1.6606	1.9845

99	1.2902	1.6604	1.9842
100	1.2901	1.6602	1.984



Tabel Distribusi F

DF 2	DF 1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	161.4476	199.5000	215.7073	224.5833	230.1619	233.986	236.7684	238.8827	240.5433	241.8818
2	18.5128	19.0000	19.1643	19.2468	19.2964	19.3295	19.3532	19.371	19.3848	19.3959
3	10.1280	9.5521	9.2766	9.1172	9.0135	8.9406	8.8867	8.8452	8.8123	8.7855
4	7.7086	6.9443	6.5914	6.3882	6.2561	6.1631	6.0942	6.041	5.9988	5.9644
5	6.6079	5.7861	5.4095	5.1922	5.0503	4.9503	4.8759	4.8183	4.7725	4.7351
6	5.9874	5.1433	4.7571	4.5337	4.3874	4.2839	4.2067	4.1468	4.099	4.06
7	5.5914	4.7374	4.3468	4.1203	3.9715	3.866	3.787	3.7257	3.6767	3.6365
8	5.3177	4.4590	4.0662	3.8379	3.6875	3.5806	3.5005	3.4381	3.3881	3.3472
9	5.1174	4.2565	3.8625	3.6331	3.4817	3.3738	3.2927	3.2296	3.1789	3.1373
10	4.9646	4.1028	3.7083	3.4780	3.3258	3.2172	3.1355	3.0717	3.0204	2.9782
11	4.8443	3.9823	3.5874	3.3567	3.2039	3.0946	3.0123	2.948	2.8962	2.8536
12	4.7472	3.8853	3.4903	3.2592	3.1059	2.9961	2.9134	2.8486	2.7964	2.7534
13	4.6672	3.8056	3.4105	3.1791	3.0254	2.9153	2.8321	2.7669	2.7144	2.671
14	4.6001	3.7389	3.3439	3.1122	2.9582	2.8477	2.7642	2.6987	2.6458	2.6022
15	4.5431	3.6823	3.2874	3.0556	2.9013	2.7905	2.7066	2.6408	2.5876	2.5437
16	4.4940	3.6337	3.2389	3.0069	2.8524	2.7413	2.6572	2.5911	2.5377	2.4935
17	4.4513	3.5915	3.1968	2.9647	2.8100	2.6987	2.6143	2.548	2.4943	2.4499
18	4.4139	3.5546	3.1599	2.9277	2.7729	2.6613	2.5767	2.5102	2.4563	2.4117
19	4.3807	3.5219	3.1274	2.8951	2.7401	2.6283	2.5435	2.4768	2.4227	2.3779
20	4.3512	3.4928	3.0984	2.8661	2.7109	2.599	2.514	2.4471	2.3928	2.3479
21	4.3248	3.4668	3.0725	2.8401	2.6848	2.5727	2.4876	2.4205	2.366	2.321
22	4.3009	3.4434	3.0491	2.8167	2.6613	2.5491	2.4638	2.3965	2.3419	2.2967
23	4.2793	3.4221	3.0280	2.7955	2.6400	2.5277	2.4422	2.3748	2.3201	2.2747
24	4.2597	3.4028	3.0088	2.7763	2.6207	2.5082	2.4226	2.3551	2.3002	2.2547
25	4.2417	3.3852	2.9912	2.7587	2.6030	2.4904	2.4047	2.3371	2.2821	2.2365
26	4.2252	3.3690	2.9752	2.7426	2.5868	2.4741	2.3883	2.3205	2.2655	2.2197
27	4.2100	3.3541	2.9604	2.7278	2.5719	2.4591	2.3732	2.3053	2.2501	2.2043
28	4.1960	3.3404	2.9467	2.7141	2.5581	2.4453	2.3593	2.2913	2.236	2.19
29	4.1830	3.3277	2.9340	2.7014	2.5454	2.4324	2.3463	2.2783	2.2229	2.1768
30	4.1709	3.3158	2.9223	2.6896	2.5336	2.4205	2.3343	2.2662	2.2107	2.1646
31	4.1596	3.3048	2.9113	2.6787	2.5225	2.4094	2.3232	2.2549	2.1994	2.1532
32	4.1491	3.2945	2.9011	2.6684	2.5123	2.3991	2.3127	2.2444	2.1888	2.1425
33	4.1393	3.2849	2.8916	2.6589	2.5026	2.3894	2.303	2.2346	2.1789	2.1325
34	4.1300	3.2759	2.8826	2.6499	2.4936	2.3803	2.2938	2.2253	2.1696	2.1231
35	4.1213	3.2674	2.8742	2.6415	2.4851	2.3718	2.2852	2.2167	2.1608	2.1143
36	4.1132	3.2594	2.8663	2.6335	2.4772	2.3638	2.2771	2.2085	2.1526	2.1061
37	4.1055	3.2519	2.8588	2.6261	2.4696	2.3562	2.2695	2.2008	2.1449	2.0982
38	4.0982	3.2448	2.8517	2.6190	2.4625	2.349	2.2623	2.1936	2.1375	2.0909
39	4.0913	3.2381	2.8451	2.6123	2.4558	2.3423	2.2555	2.1867	2.1306	2.0839
40	4.0847	3.2317	2.8387	2.6060	2.4495	2.3359	2.249	2.1802	2.124	2.0772
41	4.0785	3.2257	2.8327	2.6000	2.4434	2.3298	2.2429	2.174	2.1178	2.071
42	4.0727	3.2199	2.8270	2.5943	2.4377	2.324	2.2371	2.1681	2.1119	2.065
43	4.0670	3.2145	2.8216	2.5888	2.4322	2.3185	2.2315	2.1625	2.1062	2.0593
44	4.0617	3.2093	2.8165	2.5837	2.4270	2.3133	2.2263	2.1572	2.1009	2.0539
45	4.0566	3.2043	2.8115	2.5787	2.4221	2.3083	2.2212	2.1521	2.0958	2.0487
46	4.0517	3.1996	2.8068	2.5740	2.4174	2.3035	2.2164	2.1473	2.0909	2.0438
47	4.0471	3.1951	2.8024	2.5695	2.4128	2.299	2.2118	2.1427	2.0862	2.0391
48	4.0427	3.1907	2.7981	2.5652	2.4085	2.2946	2.2074	2.1382	2.0817	2.0346
49	4.0384	3.1866	2.7939	2.5611	2.4044	2.2904	2.2032	2.134	2.0775	2.0303
50	4.0343	3.1826	2.7900	2.5572	2.4004	2.2864	2.1992	2.1299	2.0734	2.0261
51	4.0304	3.1788	2.7862	2.5534	2.3966	2.2826	2.1953	2.126	2.0694	2.0222
52	4.0266	3.1751	2.7826	2.5498	2.3930	2.2789	2.1916	2.1223	2.0656	2.0184

53	4.0230	3.1716	2.7791	2.5463	2.3894	2.2754	2.1881	2.1187	2.062	2.0147
54	4.0195	3.1682	2.7758	2.5429	2.3861	2.272	2.1846	2.1152	2.0585	2.0112
55	4.0162	3.1650	2.7725	2.5397	2.3828	2.2687	2.1813	2.1119	2.0552	2.0078
56	4.0130	3.1619	2.7694	2.5366	2.3797	2.2656	2.1782	2.1087	2.0519	2.0045
57	4.0099	3.1588	2.7664	2.5336	2.3767	2.2625	2.1751	2.1056	2.0488	2.0014
58	4.0069	3.1559	2.7636	2.5307	2.3738	2.2596	2.1721	2.1026	2.0458	1.9983
59	4.0040	3.1531	2.7608	2.5279	2.3710	2.2568	2.1693	2.0997	2.0429	1.9954
60	4.0012	3.1504	2.7581	2.5252	2.3683	2.2541	2.1665	2.097	2.0401	1.9926
61	3.9985	3.1478	2.7555	2.5226	2.3657	2.2514	2.1639	2.0943	2.0374	1.9899
62	3.9959	3.1453	2.7530	2.5201	2.3631	2.2489	2.1613	2.0917	2.0348	1.9872
63	3.9934	3.1428	2.7505	2.5177	2.3607	2.2464	2.1588	2.0892	2.0322	1.9847
64	3.9909	3.1404	2.7482	2.5153	2.3583	2.244	2.1564	2.0868	2.0298	1.9822
65	3.9886	3.1381	2.7459	2.5130	2.3560	2.2417	2.1541	2.0844	2.0274	1.9798
66	3.9863	3.1359	2.7437	2.5108	2.3538	2.2395	2.1518	2.0821	2.0251	1.9775
67	3.9840	3.1338	2.7416	2.5087	2.3517	2.2373	2.1497	2.0799	2.0229	1.9752
68	3.9819	3.1317	2.7395	2.5066	2.3496	2.2352	2.1475	2.0778	2.0207	1.973
69	3.9798	3.1296	2.7375	2.5046	2.3475	2.2332	2.1455	2.0757	2.0186	1.9709
70	3.9778	3.1277	2.7355	2.5027	2.3456	2.2312	2.1435	2.0737	2.0166	1.9689
71	3.9758	3.1258	2.7336	2.5008	2.3437	2.2293	2.1415	2.0717	2.0146	1.9669
72	3.9739	3.1239	2.7318	2.4989	2.3418	2.2274	2.1397	2.0698	2.0127	1.9649
73	3.9720	3.1221	2.7300	2.4971	2.3400	2.2256	2.1378	2.068	2.0108	1.9631
74	3.9702	3.1203	2.7283	2.4954	2.3383	2.2238	2.136	2.0662	2.009	1.9612
75	3.9685	3.1186	2.7266	2.4937	2.3366	2.2221	2.1343	2.0644	2.0073	1.9594
76	3.9668	3.1170	2.7249	2.4920	2.3349	2.2204	2.1326	2.0627	2.0055	1.9577
77	3.9651	3.1154	2.7233	2.4904	2.3333	2.2188	2.131	2.0611	2.0039	1.956
78	3.9635	3.1138	2.7218	2.4889	2.3317	2.2172	2.1294	2.0595	2.0022	1.9544
79	3.9619	3.1123	2.7203	2.4874	2.3302	2.2157	2.1278	2.0579	2.0007	1.9528
80	3.9604	3.1108	2.7188	2.4859	2.3287	2.2142	2.1263	2.0564	1.9991	1.9512
81	3.9589	3.1093	2.7173	2.4844	2.3273	2.2127	2.1248	2.0549	1.9976	1.9497
82	3.9574	3.1079	2.7159	2.4830	2.3259	2.2113	2.1234	2.0534	1.9961	1.9482
83	3.9560	3.1065	2.7146	2.4817	2.3245	2.2099	2.122	2.052	1.9947	1.9468
84	3.9546	3.1052	2.7132	2.4803	2.3231	2.2086	2.1206	2.0506	1.9933	1.9454
85	3.9532	3.1038	2.7119	2.4790	2.3218	2.2072	2.1193	2.0493	1.9919	1.944
86	3.9519	3.1026	2.7106	2.4777	2.3205	2.2059	2.118	2.048	1.9906	1.9426
87	3.9506	3.1013	2.7094	2.4765	2.3193	2.2047	2.1167	2.0467	1.9893	1.9413
88	3.9493	3.1001	2.7082	2.4753	2.3181	2.2034	2.1155	2.0454	1.988	1.94
89	3.9481	3.0989	2.7070	2.4741	2.3169	2.2022	2.1143	2.0442	1.9868	1.9388
90	3.9469	3.0977	2.7058	2.4729	2.3157	2.2011	2.1131	2.043	1.9856	1.9376
91	3.9457	3.0966	2.7047	2.4718	2.3145	2.1999	2.1119	2.0418	1.9844	1.9364
92	3.9445	3.0954	2.7036	2.4707	2.3134	2.1988	2.1108	2.0407	1.9833	1.9352
93	3.9434	3.0943	2.7025	2.4696	2.3123	2.1977	2.1097	2.0395	1.9821	1.9341
94	3.9423	3.0933	2.7014	2.4685	2.3113	2.1966	2.1086	2.0384	1.981	1.9329
95	3.9412	3.0922	2.7004	2.4675	2.3102	2.1955	2.1075	2.0374	1.9799	1.9318
96	3.9402	3.0912	2.6994	2.4665	2.3092	2.1945	2.1065	2.0363	1.9789	1.9308
97	3.9391	3.0902	2.6984	2.4655	2.3082	2.1935	2.1054	2.0353	1.9778	1.9297
98	3.9381	3.0892	2.6974	2.4645	2.3072	2.1925	2.1044	2.0343	1.9768	1.9287
99	3.9371	3.0882	2.6965	2.4636	2.3063	2.1915	2.1035	2.0333	1.9758	1.9277
100	3.9361	3.0873	2.6955	2.4626	2.3053	2.1906	2.1025	2.0323	1.9748	1.9267