

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, MANAJERIAL, *FREE CASH FLOW* PADA NILAI PERUSAHAAN DENGAN VARIABEL INTERVENING KEBIJAKAN HUTANG

**Ni Made Dwi Safitri Sadia¹
I Ketut Sujana²**

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: dwisafitri1995@gmail.com/ tlp. 081236756465

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Nilai perusahaan merupakan suatu proksi yang menggambarkan kemakmuran pemegang saham. Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* pada nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Lokasi penelitian ini perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015. Populasi penelitian ini sebanyak 93 perusahaan yang diperoleh dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis jalur (*path analysis*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang, kepemilikan institusional tidak berpengaruh pada nilai perusahaan, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan, *free cash flow* tidak berpengaruh pada nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif pada nilai perusahaan, kebijakan hutang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan institusional pada nilai perusahaan, kebijakan hutang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan, kebijakan hutang mampu memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Kata kunci: Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow*, Kebijakan Hutang, Nilai Perusahaan

ABSTRACT

The value of company is a proxy that describes the prosperity of our shareholders. This study aimed to get empirical evidence of institutional ownership, managerial ownership and free cash flow in the value of the company with the debt policy as intervening variable. The location of this research manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2013-2015. The population of this study were 93 companies that obtained by using purposive sampling technique. The analysis technique used is path analysis. The results showed that the free cash flow positive effect on debt policy, managerial ownership negative effect on the value of the company, the debt policy has positive effect on the value of the company, the debt policy cannot afford mediates the effect of institutional ownership in the company's value and managerial ownership on enterprise value, debt policy is able to mediate the effect of free cash flow in the company's value.

Keywords: Institutional Ownership, Managerial Ownership, Free Cash Flow, Debt Policy, Corporate Value

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan dalam jangka waktu yang panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan (Wahyudi dan Parwestri, 2006). Nilai perusahaan yang semakin tinggi digambarkan dengan semakin sejahtera pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya. Nilai perusahaan dapat ditentukan oleh satu hal seperti struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling dalam Wahidahwati (2002) dalam teori keagenan pendelegasian wewenang pembuatan keputusan operasional oleh pemegang saham (*prinsipal*) kepada manajer (*agen*) menimbulkan pemisahan kepemilikan di antara kedua pihak terkait. Pada hakikatnya manajer harus mengambil keputusan terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Manajer yang bertindak sebagai agen dari pemegang saham di dalam melakukan aktivitasnya kemungkinan tidak konsisten pada apa yang menjadi kepentingan pemilik.

Manajer perusahaan memiliki wewenang dalam menentukan kebijakan yang dapat digunakan untuk memaksimalkan harga saham dengan menentukan keputusan pendanaan (Hasnawati, 2005). Keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih perusahaan. Salah satu sumber keputusan pendanaan perusahaan adalah melalui kebijakan hutang. Keputusan pendanaan merupakan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi

kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya. Semakin tinggi proporsi hutang suatu perusahaan, maka semakin tinggi harga saham perusahaan tersebut, namun pada titik tertentu lainnya peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan (Chen dan Steiner, 1999). Pemenuhan dana ini dapat berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal perusahaan berasal dari laba ditahan. Sedangkan sumber dana eksternal perusahaan berasal dari hutang maupun penerbitan ekuitas.

Hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan (Solihah dan Taswan, 2002). Proporsi hutang yang tinggi dapat meningkatkan harga saham. Modigliani dan Miller (1958) berpendapat bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Pembayaran bunga pinjaman secara periodik dapat menghemat pajak penghasilan dengan sifatnya yang berupa *deductible expense*, namun jumlah hutang yang melewati titik optimalnya justru akan menurunkan nilai perusahaan karena biaya yang ditimbulkannya (*agency cost of debt*) lebih besar dibandingkan dengan manfaat penghematan pajak. Dengan demikian, perusahaan harus dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai. Kebijakan hutang ini tercermin pada *Debt to Equity Ratio (DER)* perusahaan.

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain yang berperan sebagai *monitoring agent* (Bathala dan

Rao, 1994). Kepemilikan institusional mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal sehingga manajer akan diawasi dalam menentukan kebijakan finansial. Alternatif ini menyebabkan perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang relevan untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan prinsipal.

Kepemilikan manajerial adalah suatu kondisi dimana manajer mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan dan berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham di perusahaan (Sugiarto, 2011). Adanya kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi keputusan pencairan dana yang berupa keputusan untuk menggunakan hutang atau dengan mengeluarkan saham baru. (Wahidahwati, 2002) menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial besar mempunyai andil yang besar dalam mengurangi hutang. Kebijakan hutang dinilai sebagai suatu solusi dari konflik keagenan yang disebabkan oleh terdapatnya *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan. *Free cash flow* atau aliran kas bebas adalah kas yang bebas didistribusikan oleh perusahaan kepada para kreditur dan pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi aset tetap (Ross et al., 2000). Jensen (1986) menyatakan bahwa *free cash flow* yang besar dalam perusahaan cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi untuk meminimumkan biaya keagenan. *Free cash flow* yang tinggi memaksa manajemen untuk mendistribusikan dividen kepada pemegang saham. Terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kas bebas yang tinggi

menunjukkan perusahaan tersebut memiliki surplus dana internal yang tinggi. Surplus ini akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam hal membayar atau melunasi kewajiban jangka pendek dan jangka panjangnya.

Berdasarkan teori keagenan, semakin tinggi kepemilikan institusional maka keberadaan investor insitusional untuk memantau perilaku-perilaku manajemen akan semakin efektif. Hutang yang tinggi dapat menyebabkan perusahaan mengalami gagal bayar dan berakhir pada kebangkrutan oleh karena itu *monitoring* yang efektif pada kinerja manajemen sangat dibutuhkan agar penggunaan hutang menurun, hal itu terjadi karena manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman. Penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), dan Rahmawati (2012) menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif pada kebijakan hutang.

H₁: Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif pada kebijakan hutang.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang berperan dalam mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan, agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechnism* (Diana dan Irianto, 2008). *Bonding mechnism* berusaha untuk memberikan kenyamanan bagi kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Wulandari (2012) menunjukkan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada kebijakan hutang. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

H₂: Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif pada kebijakan hutang.

Berdasarkan teori keagenan, perusahaan yang melakukan peningkatan hutang dinilai sebagai suatu solusi dalam mengurangi konflik keagenan yang terjadi diantara manajer dengan pemegang saham akibat adanya *free cash flow* (Indahningrum, 2009). *Free cash flow* yang tinggi memaksa manajemen untuk mendistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembayaran dividen yang lebih tinggi inilah dapat memaksa manajemen perusahaan untuk mencari tambahan dana pihak luar dalam bentuk hutang agar manajemen tetap dapat merealisasikan rencana investasinya, melunasi hutang, dan menambah likuiditas oleh karena dana internal sudah tidak mencukupi. Hal ini telah dibuktikan oleh Wihananto (2009) yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang.

H₃: *Free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang

Bathala *et al.* dalam Indahningrum dan Handayani (2009) mendasari teori keagenan yang menyatakan bahwa peningkatan kemampuan pengawasan pada perilaku manajemen merupakan dampak kepemilikan institusional yang tinggi dalam perusahaan karena hal tersebut memicu manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham dapat berkurang oleh peningkatan kemampuan pengawasan pada perilaku manajemen. Manajer dituntut untuk meningkatkan kinerjanya oleh mekanisme monitoring pihak institusional sehingga akan menjamin peningkatan kemakmuran bagi pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati dan Triatmoko (2007) menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan

pada nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

H₄: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen oleh pemegang saham (*outsider ownership*) sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Kebijakan perusahaan dapat dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham yang dikendalikan oleh manajer. Manajemen dapat cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang adalah dirinya sendiri disebabkan oleh semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan. Peningkatan kinerja dari manajemen akan berpengaruh pada nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Rizqia *et al.* (2013) dan Kusumaningsih (2012) menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan pada variabel nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

H₅: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Wardani dan Siregar (2009) menyatakan bahwa terdapatnya aliran kas bebas dalam perusahaan merupakan suatu sinyal positif yang dapat disampaikan kepada investor akan prospek perusahaan dimasa depan yang menggambarkan kemampuan penciptaan kas di masa depan. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan yang diwujudkan dalam bentuk *return* yang tinggi

melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan di masa depan. Wardani dan Siregar (2009) dan Tommy (2010) telah membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan.

H₆: *Free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Berdasarkan teori *trade off*, jumlah hutang yang semakin meningkat melebihi titik optimalnya dapat menurunkan nilai perusahaan sehingga menimbulkan *financial distress*. Struktur (*trade off*) antara keuntungan penghematan pajak dan *financial distress*. Semakin besar hutang mengindikasikan semakin besar kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar kewajiban berupa pokok beserta bunganya. Risiko kebangkrutan akan semakin tinggi karena beban bunga akan meningkat lebih tinggi dari penghematan pajak. Terbukti dalam penelitian Sujoko dan Subiantoro (2007) dan Rahmawati (2012) bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

H₇: Kebijakan hutang berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Rumusan hipotesis sebelumnya sudah menjelaskan bagaimana hubungan antar variabel secara parsial, yaitu bagaimana masing-masing pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan hutang dan pengaruhnya pada nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif pada kebijakan hutang. Penelitian Rachmawati dan Triatmoko (2007) telah melakukan penelitian yang menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan pada nilai

perusahaan. Hipotesis yang disusun tersebut menunjukkan bahwa perbedaan hubungan antara variabel, ada yang berpengaruh positif maupun negatif. Maka dapat ditarik rumusan hipotesis sebagai berikut.

H₈: Kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* pengaruh kepemilikan institusional pada nilai perusahaan.

Rumusan hipotesis sebelumnya sudah menjelaskan bagaimana hubungan antar variabel secara parsial, yaitu bagaimana masing-masing pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan hutang dan pengaruhnya pada nilai perusahaan. Wulandari (2012) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Rizqia *et al.* (2013) dan Kusumaningsih (2012) menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan pada variabel nilai perusahaan. Hipotesis yang disusun tersebut menunjukkan bahwa hubungan yang berbeda antara variabel, ada yang berpengaruh positif maupun negatif. Maka dapat ditarik rumusan hipotesis sebagai berikut.

H₉: Kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* pengaruh kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan.

Rumusan hipotesis sebelumnya sudah menjelaskan bagaimana hubungan antar variabel secara parsial, yaitu bagaimana masing-masing pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan hutang dan pengaruhnya pada nilai perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, perusahaan yang melakukan peningkatan hutang dinilai sebagai suatu solusi dalam mengurangi konflik keagenan yang terjadi diantara manajer dengan pemegang saham akibat adanya *free cash flow*. *Free cash flow* yang

tinggi memaksa manajemen untuk mendistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini telah dibuktikan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang. Wardani dan Siregar (2009) telah membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Maka dapat ditarik rumusan hipotesis sebagai berikut.

H₁₀: Kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis pendekatan kuantitatif yang berbentuk asosiatif. Pendekatan asosiatif merupakan pendekatan yang mengkaji pengaruh antara dua atau lebih variabel penelitian dimana melalui hubungan yang terbentuk peneliti dapat membangun suatu teori yang berfungsi dalam menjelaskan, meramalkan, serta mengontrol suatu gejala (Sugiyono, 2014:55). Lokasi penelitian ini adalah Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015 yang diakses resmi di situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015. Variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2014:59). Variabel terikat dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor pada tingkat

keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumberdaya yang tercermin pada harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi penyebab perubahannya atau timbulnya variabel terikat (Sugiyono, 2014:59). Variabel bebas dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*. Kepemilikan institusional adalah presentase saham yang dimiliki oleh investor institusi pada total saham yang beredar (Claessens *et al.*, 2002 dalam Widigdo, 2013). Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar (Warfield *et al.*, 1995). Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan.

Variabel *intervening* adalah variabel penyela yang terletak diantara variabel bebas dan variabel terikat sehingga variabel bebas tidak langsung memengaruhi berubahnya atau timbulnya variabel terikat (Sugiyono, 2014: 61). Variabel *intervening* dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Data kuantitatif adalah data dalam bentuk angka yang dapat dinyatakan dan diukur dengan satuan hitung atau data kuantitatif merupakan data kualitatif yang dianggakan (Sugiyono, 2014:14). Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini

adalah data sekunder, yaitu sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data, seperti melalui orang lain maupun melalui dokumen. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang telah diaudit selama periode 2013-2015 yang di unduh di website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Sampel pada penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu.

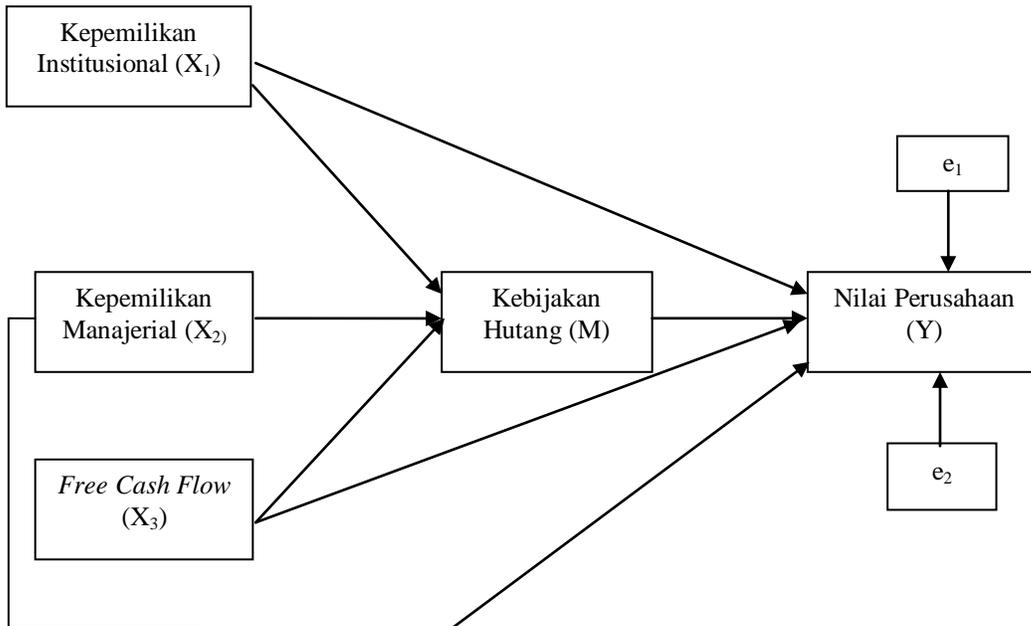
Tabel 1.
Hasil Penentuan Sampel

No	Kriteria Penentuan Sampel	Jumlah
1	Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015	138
2	Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap mengenai kepemilikan saham Manajerial dan institusional	(81)
3	Perusahaan tidak menggunakan mata uang rupiah dalam pelaporan keuangan	(10)
4	Perusahaan tidak menampilkan laporan keuangan tahunan secara lengkap	(16)
Jumlah Sampel		31
Jumlah Observasi 2013-2015 (3 tahun)		93

Sumber: data sekunder diolah, 2016

Pada penelitian ini metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode observasi nonpartisipan. Metode obeservasi nonpartisipan yaitu teknik pengumpulan data dengan cara observasi atau pengamatan dimana peneliti tidak terlibat langsung, tetapi hanya sebagai pengamat independen (Sugiyono, 2014: 405). Penelitian ini menggambarkan pola hubungan yang mengungkapkan pengaruh seperangkat variabel pada variabel yang lainnya, baik secara langsung maupun melalui variabel lain sebagai variabel *intervening*. Pola hubungan jenis ini dapat dianalisis dengan *path*

analysis (analisis jalur). *Path analysis* memberikan secara eksplisit hubungan kausalitas antar variabel berdasarkan pada teori.



Gambar 1. Model Analisis Jalur Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial dan *Free Cash Flow* pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel *Intervening*

Keterangan:

- X1 : Kepemilikan Institusional (KI)
- X2 : Kepemilikan Manajerial (KM)
- X3 : *Free Cash Flow* (FCF)
- M : Kebijakan Hutang (DER)
- Y : Nilai Perusahaan (PBV)
- B₁ : Koefisien jalur X₁ dengan M
- B₂ : Koefisien jalur X₂ dengan M
- B₃ : Koefisien jalur X₃ dengan M
- B₄ : Koefisien jalur X₁ dengan Y
- B₅ : Koefisien jalur X₂ dengan Y
- B₆ : Koefisien jalur X₃ dengan Y
- B₇ : Koefisien jalur M dengan Y
- B₈ : Koefisien jalur X₁, X₂, X₃ dengan Y melalui M

e₁ dan e₂: *error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif memberikan informasi mengenai karakteristik variabel-variabel penelitian yang terdiri atas jumlah pengamatan nilai minimum, nilai maksimum, nilai mean dan standar deviasi. Tabel 2 memperlihatkan hasil uji statistik deskriptif sebagai berikut.

Tabel 2.
Hasil Statistik Deskriptif

No	Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Dev
1	KI (X_1)	93	0,0303	0,9800	0,757668	0,1652907
2	KM (X_2)	93	0,00000	0,7874	0,076745	0,1020286
3	FCF (X_3)	93	-0,8705	0,9651	-0,305185	0,2875295
4	DER (M)	93	0,0431	4,6501	0,990753	0,7259446
5	PBV (Y)	93	0,1197	2,8575	1,092446	0,5818920

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 2 dapat diketahui bahwa jumlah observasi (N) sebanyak 93. Pada penelitian ini nilai perusahaan diprosikan dengan *Price to Book Value* (PBV) mempunyai nilai tertinggi sebesar 2,857 yang dimiliki oleh PT. Kabelindo Murni, Tbk pada tahun 2015, sedangkan nilai terendah 0,2041 dimiliki oleh PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk pada tahun 2014.

Variabel kebijakan hutang pada penelitian ini diprosikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) tertinggi yaitu dimiliki oleh PT. Trias Sentosa, Tbk yakni sebesar 4,650 pada tahun 2013. Kebijakan hutang perusahaan terendah yakni dimiliki oleh PT. Inti Keramik Alam Asri Industri, Tbk yaitu sebesar 0,043 pada tahun 2014. Variabel Kepemilikan Institusional (KI) diprosikan dengan kepemilikan saham oleh institusional mempunyai nilai tertinggi yaitu dimiliki oleh PT. Lionmesh Prima, Tbk dan PT. Martina Berto yakni sebesar 0,9800 pada tahun 2013. Nilai terendah yakni

0,030 dimiliki oleh PT. Mandom Indonesia, Tbk pada tahun 2013. Variabel Kepemilikan Manajerial (KM) diproksikan dengan kepemilikan saham oleh manajerial mempunyai nilai tertinggi yaitu dimiliki oleh PT. Mandom Indonesia, Tbk sebesar 0,787 pada tahun 2013. Nilai terendah dimiliki oleh PT. Intikeramik Alamsari Industri, Tbk dan PT. Indal Aluminium Industry, Tbk dan PT. Indofood, Tbk sebesar 0,0000 pada tahun 2013. Variabel independen *Free Cash Flow* (FCF) diproksikan dengan total aset mempunyai nilai tertinggi yaitu dimiliki oleh PT. Mandom Indonesia Tbk yakni sebesar 0,965 pada tahun 2015. Nilai terendah dimiliki oleh PT. Lion Metal Works, Tbk sebesar -0,8705 pada tahun 2013.

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah data yang digunakan dalam penelitian telah terdistribusi normal. Untuk dapat melihat apakah data yang digunakan dalam penelitian telah berdistribusi normal dapat dilihat dengan menggunakan uji non parametrik satu sampel Kolmogorov-Smirnov. Hasil uji Kolmogorov-Smirnov dapat dilihat pada Tabel 3 yaitu sebagai berikut.

Tabel 3.
Hasil Uji Normalitas

Model	N	Asymp.sig (2-tailed)
Persamaan Regresi 1	93	0,104
Persamaan Regresi 2	93	0,080

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,104 dan 0,080. Hal ini menunjukkan bahwa model persamaan regresi tersebut berdistribusi normal, karena nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ atau 0,05.

Uji multikoleniaritas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang bebas dari multikoleniaritas adalah memiliki *tolerance* variabel bebas yang lebih dari 10% atau 0,1 atau sama dengan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* kurang dari 10.

Tabel 4.
Hasil Uji Multikoleniaritas

Model	Variabel	Tolerance	VIF	Ket
Regresi 1	KI	0,650	1,538	Bebas Multikoleniaritas
	KM	0,667	1,499	Bebas Multikoleniaritas
	FCF	0,897	1,114	Bebas Multikoleniaritas
Regresi 2	KI	0,649	1,541	Bebas Multikoleniaritas
	KM	0,666	1,502	Bebas Multikoleniaritas
	FCF	0,766	1,306	Bebas Multikoleniaritas
	DER	0,830	1,204	Bebas Multikoleniaritas

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa nilai *tolerance* pada setiap variabel yang telah diujikan $> 0,10$ dan nilai $VIF < 10$ sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel bebas tidak saling berkorelasi dan pada hasil pengujian dapat menggambarkan asumsi multikoleniaritas dapat terpenuhi.

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Model regresi yang baik adalah yang tidak mengandung gejala heteroskedastisitas atau mempunyai varians yang homogen. Penelitian ini uji heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Jika signifikansi t dari hasil meregresi nilai *absolute residual* pada variabel bebas lebih dari 0,05 maka model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada Tabel 5 yaitu sebagai berikut.

Tabel 5.
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Variabel	Sig. (2-tailed)	Keterangan
Regresi 1	KI	0,769	Bebas Heterokedastisitas
	KM	0,271	Bebas Heterokedastisitas
	FCF	0,163	Bebas Heterokedastisitas
Regresi 2	KI	0,976	Bebas Heterokedastisitas
	KM	0,180	Bebas Heterokedastisitas
	FCF	0,586	Bebas Heterokedastisitas
	DER	0,773	Bebas Heterokedastisitas

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan hasil tersebut dapat dilihat bahwa nilai signifikansi masing-masing variabel di atas $\alpha = 0,05$. Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi dari penelitian ini bebas dari gejala heterokedastisitas

Uji autokorelasi digunakan untuk menguji model regresi linier tentang pengaruh data dari pengamatan sebelumnya. Jika suatu model regresi mengandung gejala autokorelasi, maka prediksi yang dilakukan dengan model tersebut akan tidak baik atau dapat memberikan hasil prediksi yang menyimpang.

Tabel 6.
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,412a	0,170	0,142	0,6725873	2,082
2	0,446 ^a	0,199	0,163	0,5325100	1,837

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 6 dapat dilihat bahwa pada nilai *Durbin Watson* (DW) sebesar 2,082 dengan nilai $d_L = 1,60$ dan $d_U = 1,73$ yang dapat dilihat pada tabel Durbin Watson sehingga $4 - d_u = 2,27$. Nilai *d-statistic* berada diantara d_L dan d_U ($1,60 < 2,082 > 2,27$). Nilai *Durbin Watson* (DW) sebesar 1,837 dengan nilai $d_L = 1,57$ dan $d_U = 1,75$ yang dapat dilihat pada tabel Durbin Watson sehingga $4 - d_U =$

2,25. Nilai *d-statistic* berada diantara d_L dan d_U ($1,57 < 1,75 < 2,25$) maka pengujian dengan *Durbin Watson* (DW) berada pada daerah tidak terdapat autokorelasi sehingga model regresi yang digunakan tidak terdapat gejala autokorelasi. Pada penelitian ini menggunakan analisis jalur (*path analysis*), analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda untuk menguji hubungan kausalitas antara dua atau lebih variabel.

Tabel 7.
Hasil Ringkasan Koefisien Jalur Pengaruh Langsung

Regresi	Koef. Reg. Standar	Standar Error	Tingkat Sig	Ket
KI→KH	0,049	0,526	0,685	Tidak Signifikan
KM→KH	-0,049	0,841	0,682	Tidak Signifikan
FCF→KH	0,399	0,257	0,000	Signifikan
KI→NP	0,041	0,417	0,730	Tidak Signifikan
KM→NP	-0,251	0,667	0,035	Signifikan
FCF→NP	0,038	0,221	0,730	Tidak Signifikan
KH→NP	0,324	0,084	0,003	Signifikan

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Tabel 7 menunjukkan pengaruh langsung kepemilikan institusional pada nilai perusahaan tidak signifikan (nilai signifikansi $0,730 > 0,05$). Pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional pada nilai perusahaan tidak signifikan karena kepemilikan institusional tidak mempengaruhi kebijakan hutang dan kebijakan hutang mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini berarti kebijakan hutang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan institusional pada nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial secara langsung tidak berpengaruh pada nilai perusahaan (nilai signifikansi $0,035 < 0,05$). Hasil pengujian pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan menunjukkan kebijakan hutang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan karena kebijakan

hutang tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan (nilai signifikansi $0,003 < 0,05$). *Free Cash Flow* secara langsung tidak berpengaruh pada nilai perusahaan (nilai signifikansi $0,038 > 0,05$). Hasil pengujian pengaruh tidak langsung *free cash flow* pada nilai perusahaan menunjukkan kebijakan hutang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan karena kebijakan hutang tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah dirangkum dapat dilihat bahwa koefisien regresi standar $0,049$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,685$ lebih besar dari $0,05$ maka H_1 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional (KI) tidak berpengaruh pada kebijakan hutang. Berdasarkan Teori keagenan kepemilikan investor sebagai pihak yang memonitor agen hanya sebatas mengawasi tindakan manajemen dan tidak berperan secara aktif dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan hutang. Pengaruh yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan oleh adanya kepemilikan silang dalam perusahaan sehingga pengawasan yang dilakukan tidak terfokus pada satu perusahaan saja.

Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah di rangkum menunjukkan bahwa koefisien regresi standar $-0,049$ dengan tingkat signifikansi $0,682$ lebih besar dari $0,05$ berarti H_2 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan hutang. Kepemilikan saham yang rendah oleh pihak manajemen dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan menyebabkan manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri (Yeniatie dan Nicken, 2010). Pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam

perusahaan merupakan penyebab terjadinya konflik keagenan. Pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan memungkinkan terjadinya asimetri informasi antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*prinsipal*) sehingga terdapat kesempatan bagi manajer untuk bertindak *opportunistik* dalam memaksimalkan kepentingan pribadinya tanpa persetujuan pemilik atau pemegang saham. Semakin besar presentase kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka manajer tersebut akan turut merasakan dampak dari pengambilan keputusan yang dibuatnya sebagai salah satu pemegang saham perusahaan. Hal ini dapat mengurangi *agency cost*. Kepemilikan manajerial yang dimiliki perusahaan dalam penelitian ini memiliki nilai minimum sebesar 0,00% dan maksimum sebesar 25,6% dengan rata-rata 7,71%. Presentase yang dimiliki kepemilikan manajerial tersebut masih rendah dibandingkan dengan presentase kepemilikan yang dimiliki oleh kelompok lainnya dalam perusahaan, maka dari itu dapat disimpulkan sebagai indikasi penyebab tidak berpengaruhnya kepemilikan manajerial pada kebijakan hutang.

Berdasarkan analisis jalur yang telah dirangkum menunjukkan bahwa koefisien regresi standar 0,399 dengan tingkat signifikansi 0,000 lebih kecil dari 0,05 berarti H_3 diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa *Free Cash Flow (FCF)* berpengaruh pada kebijakan hutang. Berdasarkan teori keagenan, perusahaan yang melakukan peningkatan hutang dinilai sebagai salah satu solusi dalam mengurangi konflik keagenan yang terjadi diantara manajer dengan pemegang saham akibat adanya *free cash flow*. *Free cash flow* yang tinggi memaksa manajemen untuk mendistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembayaran

dividen yang lebih tinggi inilah dapat memaksa manajemen perusahaan untuk mencari tambahan dana ke pihak luar dalam bentuk hutang agar manajemen tetap dapat merealisasikan rencana investasinya, melunasi kewajiban, dan menambah likuiditas.

Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah dirangkum menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi standar sebesar 0,041 dengan tingkat signifikansi 0,730 lebih besar dari 0,05 berarti H_4 ditolak sehingga dapat disimpulkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Kepemilikan institusional yang besar dengan rata-rata sebesar 7,58% merupakan pemilik mayoritas. Berdasarkan teori keagenan pengendalian dan pemisahan kepemilikan dalam perusahaan dapat menjadi faktor penyebab terjadinya asimetri informasi antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*prinsipal*) sehingga menjadi kesempatan bagi manajer untuk bertindak *opportunistik* dalam memaksimalkan kepentingan pribadinya tanpa persetujuan pemilik atau pemegang saham. Tindakan *opportunistik* manajer dapat diminimalisir dengan meningkatkan kepemilikan oleh pihak institusi yang dikenal dengan kepemilikan institusional. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan cenderung mengarah pada kepentingan pribadi mengakibatkan strategi aliansi antara investor institusional dengan pihak manajemen ditanggapi negatif oleh pasar. Hal ini tentunya akan berdampak pada penurunan harga saham di perusahaan dipasar modal sehingga dengan kepemilikan institusional belum mampu menjadi mekanisme yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai perusahaan. Hal ini berarti kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan. Kondisi ini dapat terjadi karena kepemilikan manajerial perusahaan sampel ada yang konstan setiap tahunnya dan ada yang tidak stabil, seperti mengalami penurunan dan peningkatan. Ketika kepemilikan manajerial mengalami peningkatan, tetapi tidak meningkatkan nilai perusahaan ini diakibatkan oleh kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur dari tahun 2013-2015 masih kurang dari seratus persen yaitu secara deskriptif memiliki rata-rata sebesar 7,67% sehingga kepemilikan manajerial tidak direspon oleh investor sebagai sinyal positif dalam meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, pemegang saham mayoritas berusaha mengawasi dan mempengaruhi pengambilan keputusan manajemen.

Koefisien regresi standar 0,038 dengan tingkat signifikansi 0,730 lebih besar dari 0,05 berarti H_0 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Hasil yang tidak signifikan dikarenakan kecenderungan perusahaan menahan *free cash flow* agar tetap dibawah kendali yang digunakan sebagai sumber dana internal (laba ditahan) untuk melakukan investasi dibandingkan dengan membagikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Sehingga peningkatan kinerja perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* dalam jumlah yang relatif besar tidak menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk peningkatan *return* berupa dividen maupun harga saham. *Free cash flow* yang tinggi dalam perusahaan dapat mendorong

penyalahgunaan oleh pihak manajemen dalam bentuk pemanfaatan *free cash flow* untuk memperbesar skala perusahaan melebihi ukuran optimalnya meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif dan memperoleh manfaat berupa tunjangan bagi manajer itu sendiri sehingga tidak sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan dan tidak memberikan manfaat bagi pemegang saham. Ketika perusahaan mempunyai kesempatan investasi yang kecil dan perusahaan dengan *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab tidak mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost*. Perusahaan yang menggunakan *free cash flow* yang relatif tinggi cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi untuk menurunkan *agency cost*.

Berdasarkan hasil analisis jalur yang telah dirangkum menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi standar sebesar 0,324 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,003 lebih kecil dari 0,05 berarti H_0 diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh positif antara kebijakan hutang pada nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan pendanaan melalui hutang akan meningkatkan nilai perusahaan dimana perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak yang dapat memberikan manfaat bagi pemegang saham. Peningkatan hutang dapat diartikan pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya dimasa yang akan datang atau risiko bisnis yang rendah, sehingga penambahan hutang telah memberikan sinyal positif.

Berdasarkan uji sobel nilai t hitung (0,369) lebih kecil dari t tabel (1,986) sehingga H_8 yang menyatakan bahwa kebijakan hutang mampu mengintervening pengaruh kepemilikan institusional pada nilai perusahaan ditolak. Berdasarkan uji sobel nilai t hitung (-0,387) lebih kecil dari t tabel (1,986) sehingga H_9 yang menyatakan bahwa kebijakan hutang mampu mengintervening pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* pada nilai perusahaan ditolak.

Berdasarkan uji sobel menunjukkan bahwa nilai t hitung (2,371) lebih besar dari t tabel (1,986) sehingga H_{10} yang menyatakan bahwa kebijakan hutang mampu mengintervening *free cash flow* pada nilai perusahaan diterima. Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang bersumber dari pihak eksternal. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa *free cash flow* yang tinggi membuat kreditor percaya untuk menyalurkan kreditnya kepada perusahaan, sehingga penggunaan hutang membuat manajer termotivasi untuk bekerja lebih efisien guna meningkatkan efisiensi perusahaan agar terhindar dari kebangkrutan sehingga nilai perusahaan bertambah.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan *free cash flow* yang relatif tinggi memaksa manajemen untuk mendistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembayaran dividen yang lebih tinggi inilah dapat memaksa manajemen perusahaan untuk

mencari tambahan dana ke pihak luar dalam bentuk hutang agar manajemen tetap dapat merealisasikan rencana investasinya, melunasi kewajiban, dan menambah likuiditas yang disebabkan karena dana internal sudah tidak mencukupi. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan. Kondisi ini dapat terjadi karena kepemilikan manajerial perusahaan sampel ada yang konstan setiap tahunnya dan ada yang belum stabil seperti mengalami penurunan dan peningkatan.

Kebijakan hutang berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan penggunaan hutang yang lebih besar dapat meningkatkan nilai perusahaan karena penggunaan hutang dapat menghemat pajak. Hal ini dikarenakan pendanaan yang melalui hutang akan meningkatkan nilai perusahaan dimana perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak yang dapat memberikan manfaat bagi pemegang saham. Kebijakan hutang mampu mengintervening pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan kebijakan hutang merupakan variabel intervening yang tepat karena memiliki pengaruh yang signifikan pada nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian dan simpulan maka saran yang dapat disampaikan, yaitu bagi perusahaan agar mengambil keputusan pendanaan sesuai dengan kondisi keuangan perusahaan, sehingga optimalisasi nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan dapat tercapai. Selain untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan dan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham diharapkan untuk

mempertimbangkan sumber data mengenai struktur kepemilikan, karena pemisahan struktur kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia sulit untuk diidentifikasi. Bagi peneliti selanjutnya disarankan menambahkan variabel intervening selain kebijakan hutang karena pada penelitian ini belum dapat membuktikan bahwa kebijakan hutang dapat mengintervening kepemilikan intervening, kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur dan menggunakan periode penelitian yang relatif pendek yaitu dari tahun 2013-2015, penelitian selanjutnya disarankan menggunakan jenis perusahaan lain diluar perusahaan manufaktur dan memperpanjang periode penelitian.

REFERENSI

- Amirya, M., dan S. Atmini. 2008. Determinan Tingkat Hutang Serta Hubungan Tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif Pecking Order Theory. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 5 (2): 227-244.
- Abdillah, Andianto. 2013. "Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di BEI Periode 2009-2012". Semarang : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dian Nuswantoro.
- Bagus Guntur Wahyu. 2011. Pengaruh Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal. Universitas Diponegoro*. Semarang.
- Bathala, C.T., Moon, K.P. dan Rao, R.P. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective". *Financial Management*, Autumn, 23 (3), 38-50.
- Chen, Carl R. dan Thomas L. Steiner. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*, 34 (1), pp: 119-136.

- Diana, D.N.A dan Gugus Irianto. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau dari Teori Keagenan. *Emisi*. Vol.1 No.1.
- Ghozali, Iman. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- Gregory, A dan Yuan-Hsin Wang. 2010. Cash Acquirers: Free Cash Flow Shareholder Monitoring and Shareholder Return. *Discussion Paper* University of Exeter, UK. No. 10/07.
- Hair, J.F. Jr., Anderson, R.E., Tatham., R.L & Black., W.C (1998). *Multivariate Data Analysis, (5th Edition)*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Harjito, D.A dan Nurfauziah. 2006. "Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol. 10.no 2. Desember: hal. 121-136.
- Haryadi, 2014. Pengaruh *Agency Cost, Profitability, dan Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Hasnawati, S. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan Indonesia*, 34(9): 33-41.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G., Palia, D. 1999. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics* 53, pp.353-384.
- Ika Permana Sari, 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional, dan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Diponegoro.
- Indahningrum dan Handayani, (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 11 No. 3 Desember 2009, Hlm 189-207.
- Jensen, Michael. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *AEA Papers and Proceedings*, May, Vol. 76 No. 2, 323-329.

- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Jurnal of Fiancial Economics*, Vol. 3, Issue 4, pp. 305—360.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corparate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jusriani, 2013. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011). *Skripsi*. Semarang. Universitas Diponegoro.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, dan Terry D Warfield, 2002. *Akuntansi Intermediete*, Terjemahan Emil Salim, Jilid 1, Edisi Kesepuluh, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Modigliani, Franco dan Merton H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economi Review*, 48 (3), pp: 261-297.
- Naini, Wahidahwati. 2014. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*. Vol. 3 No. 4.
- Ningsih, Hana Ratna. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Rasio Pengembalian Aktiva Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Industri Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Universitas Komputer Indonesia*.
- Risqia, D.A., Aisjah S., dan Sumiati, 2013. Effect of Managerial Ownership, Finacial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *IISTE*. Vol. 4, No. 11, pp. 120-130.
- Ross, S.A. 1977. The Determination of Financial Structure: the icentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No.1 23-40.
- Sugiyono, 2014. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Tarjo, 2005. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia. Universitas Trunojoyo Bangkalan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 8 (1) : 82-104.

Warfield, Terry D., J.J. Wild, dan K.I., Wild. 1995. Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 20, Issue 1, pp 61-91.