

BAB 6

PENUTUP

6.1 Simpulan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menguji mekanisme kontrol terhadap *operational cash flow* oleh kepemilikan mayoritas (institusi terbesar) yang ada dalam perusahaan. Model pengujian dalam penelitian ini menggunakan persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square* (3sls). Hasil analisis yang diperoleh dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan pada model tanpa moderasi kepemilikan mayoritas menunjukkan bahwa *Operating Cash Flow* berpengaruh negatif terhadap utang. Artinya dengan adanya *Operating Cash Flow* yang tinggi, maka perusahaan cenderung akan mengurangi penggunaan utang. Tetapi setelah melibatkan kepemilikan mayoritas sebagai mekanisme kontrol dalam perusahaan, kepemilikan mayoritas dapat melemahkan efek positif *Operating Cash Flow* terhadap utang. Hasil ini dapat menyimpulkan bahwa kepemilikan mayoritas dapat berfungsi sebagai mekanisme kontrol terhadap keputusan pendanaan yang ada dalam perusahaan agar dapat meningkatkan pengawasan terhadap *Operating Cash Flow*. Kepemilikan mayoritas dan kebijakan utang merupakan dua (2) alat kontrol yang bersifat substitusi.

2. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan pada model tanpa moderasi kepemilikan mayoritas menunjukkan bahwa *Operating Cash Flow* berpengaruh negatif investasi. Pada model dengan moderasi, kepemilikan mayoritas dapat melemahkan efek positif *Operating Cash Flow* terhadap investasi. Hasil ini mengindikasikan bahwa tanpa kontrol dari kepemilikan mayoritas sebagai pemilik, membuat manajemen semakin berhati-hati/selektif dalam membuat aktivitas investasi.

3. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan menunjukkan bahwa penggunaan utang pada level rendah akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Penggunaan utang yang optimum dalam perusahaan dapat memberikan efek positif terhadap nilai perusahaan, tetapi semakin tinggi penggunaan utang (melebihi titik optimum) justru akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Artinya penggunaan utang yang semakin tinggi akan meningkatkan kontrol kreditur terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi masalah keagenan dalam perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi penggunaan utang yang terlalu tinggi justru akan meningkatkan risiko perusahaan sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

4. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan tanpa moderasi kepemilikan mayoritas menunjukkan bahwa investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya moderasi kepemilikan mayoritas, investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya

dengan adanya kepemilikan mayoritas sebagai mekanisme kontrol akan mendorong, mengawasi, menyeleksi manajemen untuk membuat keputusan investasi yang *profitable* agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5. Penggunaan utang pada level rendah memberikan efek negatif terhadap investasi, semakin tinggi penggunaan utang dapat berpengaruh positif terhadap investasi. Artinya utang dapat berfungsi sebagai mekanisme kontrol terhadap keputusan investasi pada saat level yang tinggi, di mana pihak kreditur telah menyalurkan dana yang cukup besar dalam perusahaan, sehingga menimbulkan kontrol/pengawasan yang intensif terhadap perusahaan.

6.2 Implikasi Penelitian

Beberapa implikasi penelitian berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada penelitian ini, antara lain:

1. Implikasi Terhadap Pengembangan Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan bahwa untuk meminimalisasikan konflik yang terjadi dalam perusahaan dibutuhkan kontrol/pengawasan dari pemilik perusahaan. Berdasarkan keadaan yang ada di Indonesia, pengawasan dari pemilik akan lebih efektif jika dilakukan oleh pemilik yang memiliki hak untuk melakukan intervensi terhadap penyimpangan yang terjadi. Dalam penelitian ini menggunakan kepemilikan mayoritas sebagai kepemilikan yang dapat mempengaruhi keputusan manajemen perusahaan. Penelitian ini juga menjadikan kepemilikan mayoritas sebagai variabel moderasi untuk melakukan

kontrol/pengawasan terhadap penggunaan *Operating Cash Flow* dalam perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa dengan adanya *Operating Cash Flow* dalam perusahaan, maka manajemen akan berusaha untuk mengurangi penggunaan modal utang yang dapat meningkatkan pengawasan terhadap manajemen. Pada saat kepemilikan mayoritas sebagai moderasi dalam model persamaan penelitian, maka kepemilikan mayoritas dapat dikatakan efektif untuk mempengaruhi manajemen memanfaatkan utang sesuai dengan *trade-off theory* maupun membantu pemilik untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan.

2. Implikasi bagi Manajemen Perusahaan

Tugas manajemen perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dengan cara meningkatkan nilai perusahaan. Untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka manajemen perusahaan akan dihadapkan dengan keputusan pendanaan dan keputusan investasi. Manajemen perusahaan diharapkan mampu mengkombinasikan sumber penggunaan dana dari internal maupun eksternal untuk meningkatkan nilai perusahaan. Manajemen dapat menggunakan sumber pendanaan internal dengan biaya modal yang murah dan menggunakan dana eksternal untuk memperoleh manfaat penghematan pajak dan dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap kebijakan yang diambil dalam perusahaan dengan selalu membandingkan manfaat yang diperoleh dengan biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan.

Manajemen perusahaan dapat menyadari bahwa dengan adanya kontrol dari pihak internal (pemegang saham) maupun pihak eksternal (kreditur) bukan merupakan beban manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan. Manajemen perusahaan harus mampu berkolaborasi dengan *stakeholders* untuk mengembangkan perusahaan. Kontrol yang dilakukan oleh pemilik terhadap manajemen dapat membuat manajemen bersikap *risk adverse*, tetapi hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan adanya kontrol dari kepemilikan mayoritas dalam perusahaan dapat mendorong manajemen untuk meningkatkan investasi pada proyek yang *profitable* sehingga manajemen tidak perlu khawatir untuk melakukan investasi yang optimal.

3. Implikasi bagi Pemilik Perusahaan

Bagi pemilik perusahaan dalam melakukan kontrol dapat menggunakan/melibatkan pihak eksternal untuk bersama-sama melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen perusahaannya. Pemilik perusahaan harus teliti menyeleksi keputusan investasi pada suatu proyek yang dipilih dari beberapa kemungkinan proyek yang dapat dilakukan.

Kontrol yang dilakukan oleh perusahaan seharusnya bukan untuk menciptakan keadaan yang membebani manajemen perusahaan untuk mengembangkan perusahaan. Kontrol yang dilakukan harus dapat mendukung manajemen untuk berani mengambil keputusan strategis yang optimal dalam perusahaan. Selain itu, sebagai pemilik yang memiliki pengaruh langsung terhadap manajemen harus dapat memperhitungkan kepentingan pemilik

minoritas dengan cara pemberian informasi yang transparan mengenai keputusan strategis yang dilakukan oleh manajemen untuk kemajuan perusahaan.

4. Implikasi bagi Para Investor

Bagi para investor, perlu melakukan evaluasi yang intensif terhadap berbagai keputusan investasi yang telah menggunakan dana mereka. Investor perlu menyadari bahwa kepemilikan mayoritas yang dimiliki oleh suatu institusi tertentu dapat mempengaruhi manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan strategis perusahaan. Investor perlu melakukan evaluasi terhadap pilihan proyek investasi yang dilakukan perusahaan.

Kepemilikan mayoritas dalam suatu perusahaan di Indonesia cenderung dimiliki oleh institusi, sehingga institusi tersebut dapat membantu para investor untuk melakukan fungsi monitoring terhadap kinerja manajemen perusahaan. Investor juga harus dapat mempertimbangkan informasi institusi yang memiliki saham mayoritas dalam suatu perusahaan tertentu sebelum memutuskan untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Abel, A.B., & Blanchard, O.J. (1983). An intertemporal model of saving and investment. *Econometrica*, 51, 675-692.
- Aggarwal, R.A., Kyaw, N.A., & Zhao, X. (2011). Financial environment and the value-leverage relation. *Journal of International Business and Economy*, 12(2), 1-26.
- Aggarwal, R.K., Meschke, F., & Wang, T. (2012). Corporate Political Contributions: Investment or agency?. *Meeting Paper*, Chicago.
- Agrawal, A., & Mandelker, G.N. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover of charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(2), 143-161.
- Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994). The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory. *Managerial and Decision Economics*, 15, 139-148.
- Akhtar, A., & Oliver, B. (2009). The determinants of capital structure for Japanese multinational and domestic corporations. *International Review of Finance*, 9, 1-26.
- Akinlo, O. (2011). Determinants of capital structure: Evidence from Nigerian panel data. *African Economic and Business Review*, 9(1), 1-16.
- Ali, L. (2011). The determinants of leverage of the listed-textile companies in India. *European Journal of Business and Management*, 3(12), 54-58.
- Alonso, P.d.A., Iturriaga, F.J.L., & Sanz, J.A.R. (2005). Financial decisions and growth opportunities: A Spanish firm's panel data analysis. *Applied Financial Economics*, 15, 391-407.
- Alti, A. (2003). How sensitive is investment to cash flow when financial is frictionless?. *The Journal of Finance*, 58(2), 707-722.
- Antwi, S., Mills, E.F.E.A., & Zhao, X. (2012). Capital structure and firm value: Empirical evidence from Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, 3(22), 103-111.
- Basgoze, P., & Sayin, H.C. (2013). The effect of R&D expenditure (investments) on firm value: Case of Istanbul stock exchange. *Journal of Business, Economics & Finance*, 2(3), 5-12.

- Bhagat, S., Black, B., & Blair, M. (2004). Relational investing and firm performance. *Journal of Finance*, 27, 1-30.
- Brigham, E.F., dan Daves. (2004). *Intermediate Financial Management*, 8th Ed. USA: Thomson-South Western.
- Brigham, E.F., dan Houston, J.F. (2007). *Fundamental of Financial Management*, 11th Ed. USA: Thomson-South Western.
- Brio, E.D., Miguel, A.D., & Pindado, J. (2003). Investment and firm value: An analysis using panel data. *Applied Financial Economic*, 13, 913-923.
- Byrd, J. (2010). Financial policies and the agency cost of free cash flow: Evidence from the oil industry. *Working papers series*, Colorado.
- Cai, J.F. (2013). Does corporate governance reduce the overinvestment of free cash flow? Empirical evidence from China. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2(3), 97-126.
- Carlson, S., & Bathala, C.T. (1997). Ownership differences and firm's income smoothing behavior. *Journal of Business and Accounting*, 24(2), 179-196.
- Cassar, G., & Holmes (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian Evidence. *Accounting and Finance*, 43, 123-147.
- Chen, C.R., Guo, W., & Mande, V. (2006). Corporate value, managerial stockholdings and investments of Japanese firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 17(1), 29-51.
- Chen, J.J. (2003). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57, 1341-1351.
- Chen, J., & Strange, R. (2005). The determinants of capital structure : Evidence from Chinese listed companies. *Economic Change and Restructing*, 38(1), 11-35.
- Chowdhury, A., & Chowdhury, S.P. (2010). Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh. *Business and Economic Horizons*, 3(3), 111-122.
- Cleary, S. (1999). The Relationship between firm investment and financial status. *The Journal of Finance*, 54(2), 673-692.
- Collins, O.S., Filibus, I.E., & Clement, A.A. (2012). Corporate capital structure and corporate market value: Empirical evidence from Nigeria. *International Journal of Economics and Finance*, 4(12), 193-201.

- Crutchley, C.E., Jensen, M.R.H., Jahera, J.S., & Raymond, J.E. (1999). Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*, 8(2), 177-197.
- Crutchley, C.E., & Hansen, R.S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*, Winter, 36-46.
- Desai, A., Wright, P., & Chung, K.H. (2011). Impact of change in strategic investments on shareholder return: The role of growth opportunities. *The Journal of Applied Business Research*, 19(1), 41-56.
- Fama, E.F. (1978). The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review*, 68, 272-284.
- Fatma, B.M., & Chichti, J. (2011). Interactions between free cash flow, debt policy and structure of governance: Three stage least square simultaneous model approach. *Journal of Management Research*, 3(2), 1-34.
- Faulkender, M., Flannery, M.J., Hankins, K.W., & Smith, J.M. (2012). Cash flow and leverage adjustments. *Journal of Finance Economic*, 103, 632-646.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R.G., & Petersen, B.C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 141- 206.
- Friend, I., & Lang, L.H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Fu, F. (2010). Overinvestment and the operating performance of SEO firms. *Financial Management*, 249-272.
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 58(5), 2263-2296.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2003). The capital structure of Swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *FAME Research Paper Series*, No. 68.
- Gomes, J.F. (2001). Financing investment. *The American Economic Review*, 91, 1263-1285.
- Gujarati, D.N., & Porter, D.C. (2009). *Basic Econometrics (5rd Ed)*. New York: McGraw-Hill International.

- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hermeindito., 2009, Saling Keterkaitan antara Struktur Kepemilikan, Kebijakan Utang, dan Dividen dengan Kinerja Perusahaan dalam Perspektif Keagenan, Hibah Penelitian PHK A3, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71, 517-540.
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
- Hutchinson, M., & Gul, F.A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 10, 595-614.
- Iturriaga, F.J.L., & Crisotomo, V.L. (2010). Do leverage, dividend payout, and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 46(3), 80-94.
- Iturriaga, F.J.L., & Sanz, J.A.R. (2012). Ownership structure, financial decisions, and institutional setting: An international analysis through simultaneous equations. *Economics Research International*, 2012, 1-12.
- Jaggi, B., & Gul, F. (1999). An analysis of joint effect of investment opportunity set, free cash flow and size on corporate debt policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12, 371-381.
- Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C., & Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, Solberg., & Zorn. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 27, 247 -261.
- Kaaro, H. (2001). The association between financing decision and investment decision. *Journal of Economics and Business*, 7(2), 151-164.
- Kaaro, H. (2012). Leverage dan nilai perusahaan: studi empiris pengujian teori pertukaran dan teori biaya keagenan. *Journal of Economics and Business*.

- Kato, H.K., Loewenstein, U., & Tsay, W. (2002). Dividend policy, cash flow, and investment in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10, 443-473.
- Khan, A., Kaleem, A., & Nazir, M. (2012). Impact of financial leverage on agency cost of free cash flow: Evidence from the manufacturing sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(7), 6694-6700.
- Korner, P. (2007). The determinants of corporate debt maturity structure: Evidence from Czech firms. *Czech Journal of Economics and Finance*, 57(3-4), 142-158.
- Kraus, A., & Litzenberger, R.H. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 24(4), 911-922.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R.M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Finance Economics*, 40, 3-29.
- Lewellen, W.G., & Badrinath, S.G. (1997). On the measurement of tobin's Q. *Journal of Financial Economics*, 44, 77-122.
- Lin, F.L., & Chang, T. (2011). Does debt affect firm value in Taiwan? A panel Threshold regression analysis. *Applied Economics*, 43, 117-128.
- Low, P.Y., & Chen, K.H. (2004). Diversification and capital structure: Some International evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23, 55-71.
- Mahadwartha, P.A., & Ismiyanti, F. (2008). Debt policy, free cash flow hypothesis, and balancing of agency theory through ownership: evidence from Indonesia. *Journal Corporate Ownership and Control*, 5(2), 256-263.
- Masulis, R.W. (1983). The impact of capital structure change on firm value: Some estimate. *The Journal of Finance*, 38(1), 107-126.
- Maxwell, O.M., & Kehinde, E.F. (2012). Capital structure and firm value: Empirical evidence from Nigeria. *International Journal of Business and Social Science*, 3(19), 252-261.
- McConnell J.J dan Henri S (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

- McConnell, J.J., & Muscarella, C.J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Finance Economics*, 14, 399-422.
- Memon, F., Bhutto, N.A., & Abbas, G. (2012). Capital Structure and Firm Performance: A Case of Textile Sector of Pakistan. *Asian Journal of Business and Management Science*, 1 (9), 9-15.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, (5), 147-175.
- Myers, S.C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economics Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, (13), 187-221.
- Oladele, K.O. (2013). The determinants of value creation in the Nigerian banking industry: Panel evidence. *International Journal of Business and Social Science*, 4(3), 89-101.
- Onwumere, J.U.J., Ibe, I.G., & Okpara, G.C. (2011). The impact of debt financing on value of firms in developing countries: A lesson from Nigeria. *International Journal of Current Research*, 3(11), 240-248.
- Ozkan, A. (2001). Determinant of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28, 175-198.
- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Bagheri, M.M. (2012). The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures: Evidence from the Tehran stock exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
- Rajan, R.G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ramirez, C.D. (1995). Did J.P. Morgan's men add liquidity? Corporate investment, cash flow, and financial structure at the turn of the twentieth century. *The Journal of Finance*, 50(2), 661-678.
- Reyna, J.M.S.M., & Encalada, J. A.D. (2012). Ownership structure, firm value and investment opportunities set: evidence from Mexican firms. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 8(3), 35-57.

- Richardson, S. (2005). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*.
- Rozeff. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Saarani, A.N., & Shahadan, F. (2013). The determinant of capital structure of SMEs in Malaysia: Evidence from enterprise 50 (E50) SMEs. *Asian Social Science*, 9(6), 64-73.
- Salehi, M., Hematfar, M., & Heydari, A. (2011). A study of the relationship between institutional investors and corporate value: Empirical evidence of Iran. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 8(1), 72-76.
- Shenoy, C., & Koch, P.D. (1996). The firm's leverage-cash flow relationship. *Journal of Empirical Finance*, 2, 307-331.
- Soumaya, H. (2012). The effect of debt, firm size and liquidity on investment-cash flow sensitivity. *International Journal of Accounting and Financing Reporting*, 2(2), 1-16.
- Stulz, R.M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Subramaniam, R.K., & Shaiban, M.S. (2011). Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia: Some evidence on the role of ethnicity and family control. *International Conference on Economics, Business and Management*, 22, 170-177. Singapore: IACSIT Press.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Kartika, A. (2012). The company's policy, firm performance, and firm value: An empirical research on Indonesia Stock Exchange. *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), 30-40.
- Taleb, G.A. (2012). Measurement of impact agency cost level of firms on dividend and leverage policy: An empirical study. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), 234-243.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Ulupui, I.G.K.A. (2007). Analisis pengaruh rasio likuiditas, leverage, aktivitas, dan profitabilitas terhadap return saham. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 2(1), 1-20.

- Vogt, S.C. (1994). The cash flow/investment relationship: Evidence from U.S. manufacturing firms. *Financial Management*, 23(2), 3-20.
- Yi, J. (2005). A study on debt maturity structure. *The Journal of American Academy of Business*, 7(2), 277-285.
- Zhang, Y. (2006). Are debt and incentive compensation substitutes in controlling the free cash flow agency problem?. *Working Paper Series*.