

**KEPEMILIKAN MAYORITAS DAN NILAI  
PERUSAHAAN: PENGUJIAN *FREE CASH FLOW*  
*HYPOTHESIS***

**DISERTASI**



**Oleh**

**VICTOR SOEINDRA**

**PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU MANAJEMEN  
PROGRAM PASCASARJANA  
UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA  
SURABAYA  
2016**

**KEPEMILIKAN MAYORITAS DAN NILAI  
PERUSAHAAN: PENGUJIAN *FREE CASH FLOW*  
*HYPOTHESIS***

**DISERTASI**

**Diajukan kepada  
Universitas Katolik Widya Mandala  
Untuk memenuhi persyaratan  
Gelar DOKTOR**



**Oleh**

**VICTOR SOEINDRA  
8121412001**

**PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU MANAJEMEN  
PROGRAM PASCASARJANA  
UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA  
SURABAYA  
2016**

**LEMBAR PENGESAHAN**

**NASKAH DISERTASI INI TELAH DISETUJUI  
TANGGAL: 16 MARET 2016**

**Promotor**



Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, M.B.A

**Ko Promotor**



Dr. Hermeindito, M.M

**Menyetujui**

Ketua Program Studi Doktor Ilmu Manajemen  
Program Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala



Dr. Mudjilah Rahayu, M.M

## PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN

Saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa disertasi ini adalah tulisan saya sendiri, dan tidak ada gagasan atau karya ilmiah siapa pun yang saya ambil secara tidak jujur. Bahwa semua gagasan dan karya ilmiah yang saya kutip telah saya lakukan sejalan dengan etika dan kaidah penulisan ilmiah.

Surabaya, 16 Maret 2016



Victor Soeindra, S.E., M.M  
(NPM. 8121412001)

## ABSTRAK

Penelitian ini mengkaji *free cash flow hypothesis* yang dikemukakan oleh Jensen (1986). Jensen menyatakan bahwa konflik yang terjadi dalam perusahaan timbul karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan (sebagai pemegang saham) dengan manajer (sebagai agen). Dengan adanya perbedaan kepentingan tersebut, manajer bisa saja membuat keputusan-keputusan dalam perusahaan untuk mengutamakan kepentingannya dibandingkan kepentingan pemegang saham. Manajer dengan kewenangan yang diberikan oleh pemilik perusahaan dapat menggunakan dana internal yang ada dalam perusahaan untuk melakukan investasi yang kurang menguntungkan pemegang saham, sehingga pemilik perusahaan memerlukan fungsi pengawasan terhadap kebijakan yang dibuat oleh manajer.

Penelitian ini akan menguji dan menganalisis pengaruh *operating cash flow* terhadap investasi dan utang dalam perusahaan yang akan berdampak pada peningkatan atau penurunan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan kepemilikan mayoritas sebagai variabel moderasi terhadap hubungan *operating cash flow* dengan investasi dan *operating cash flow* dengan utang. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sebanyak 94 perusahaan yang dipilih berdasarkan kriteria penelitian selama periode tahun 2000 – 2013. Penelitian ini menggunakan 3 persamaan simultan dan teknik analisis regresi yang digunakan adalah *three-stage least squared* (3-sls).

Hasil penelitian tanpa menggunakan moderasi kepemilikan mayoritas menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh negatif terhadap investasi perusahaan dan berpengaruh negatif juga terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pada model kedua dengan menggunakan kepemilikan mayoritas sebagai moderasi dapat merubah pengaruh negatif *operating cash flow* terhadap investasi dan utang perusahaan menjadi pengaruh yang positif, dan investasi memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan mayoritas sebagai variabel moderasi berdampak negatif (melemahkan) terhadap hubungan *operating cash flow* dengan investasi dan hubungan *operating cash flow* terhadap utang. Hasil ini menunjukkan bahwa dengan adanya kepemilikan mayoritas dalam perusahaan dapat berperan sebagai mekanisme kontrol untuk mengevaluasi keputusan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa pengaruh utang tidak linear terhadap nilai perusahaan. Penggunaan utang pada level yang terlalu rendah tidak dapat berfungsi sebagai mekanisme kontrol sehingga akan menurunkan nilai perusahaan. Penambahan level utang hingga titik optimum akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi level utang yang terlalu tinggi (melebihi titik optimum) akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci : *free cash flow hypothesis*, *operating cash flow*, investasi, utang, nilai perusahaan, kepemilikan mayoritas.

## ABSTRACT

Conflicts often arise in the company because the differences of interests between the owners of the company (as a shareholder) and the Manager (as an agent). These differences make managers take decisions in a company that prefer their interests than the interests of shareholders. The manager with the authority can use internal funds in the company to make investments that are less favorable for shareholder, so that the owner of the company requires oversight of the policies that made by the manager.

This study will examine and analyze the effect of operating cash flow on debt and investments in companies to the increase or decrease value of the company. This study also used a majority ownership as a moderating variable in the relationship of operating cash flow to investment and operating cash flow with debt. The sample in this study are 94 manufacturing companies, that selected based on criteria for research over the period 2000 - 2013. This study used three simultaneous equations and regression analysis technique that been used is three-stage least squared (3-SLS).

This study results indicate that operating cash flow have positive effect on corporate investment and also the policy of the company's debt. The results also showed that the majority ownership as a moderating variable have negative impact (weaken) to the operating cash flow and investment relations with operating cash flow to debt. These results indicate that the presence of a majority ownership in the company can act as a control mechanism for evaluating decisions that been made by company management that will enhance shareholder value. In addition, majority ownership and debt policy are two control substitution mechanisms. The use of debt at a lowest level can not be a control mechanism that will lower the value of the company. The addition of debt level to the optimum point will increase corporate value, but too high debt level (exceeding the optimum point) will have a negative impact on the value of the company.

**Key words : free cash flow hypothesis, operating cash flow, investment, debt, value of company, majority ownership.**

## PERNYATAAN PUBLIKASI

Saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa disertasi ini adalah tulisan saya sendiri. Disertasi ini diajukan untuk mendapatkan gelar akademik (doktor) di Unika Widya Mandala Surabaya. Disertasi ini dapat dipublikasikan oleh Unika Widya Mandala (bersifat intern) di perpustakaan sebagai referensi mahasiswa Unika Widya Mandala Surabaya. Disertasi ini telah diajukan sebagai jurnal internasional, telah diterima dan telah dipublikasikan secara online.

Surabaya, 16 Maret 2016



Victor Soeindra, S.E., M.M  
(NPM. 8121412001)

## Ringkasan Disertasi

Penelitian ini mengkaji *free cash flow hypothesis* yang dikemukakan oleh Jensen (1986). Jensen menyatakan bahwa konflik yang terjadi dalam perusahaan timbul karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan (sebagai pemegang saham) dengan manajer (sebagai agen). Dengan adanya perbedaan kepentingan tersebut, manajer bisa saja membuat keputusan-keputusan dalam perusahaan untuk mengutamakan kepentingannya dibandingkan kepentingan pemegang saham. Manajer dengan kewenangan yang diberikan oleh pemilik perusahaan dapat menggunakan dana internal yang ada dalam perusahaan untuk melakukan investasi yang kurang menguntungkan pemegang saham, sehingga pemilik perusahaan memerlukan fungsi pengawasan terhadap kebijakan yang dibuat oleh manajer. Jensen (1986) menjelaskan bahwa untuk melakukan pengawasan dapat melalui beberapa kebijakan, yaitu penggunaan modal eksternal maupun kontrol langsung dari pemilik (pemilik mayoritas).

Penelitian ini akan menguji dan menganalisis pengaruh *operating cash flow* terhadap investasi dan utang dalam perusahaan yang akan berdampak pada peningkatan atau penurunan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan kepemilikan mayoritas sebagai variabel moderasi terhadap hubungan *operating cash flow* dengan investasi dan *operating cash flow* dengan utang.

Dana internal perusahaan merupakan dana dalam perusahaan yang dapat digunakan untuk melakukan investasi pada proyek yang baru atau membaginya dalam bentuk dividen. Dengan adanya dana internal yang besar dalam perusahaan, cenderung digunakan untuk membiayai investasi yang baru, karena pihak manajemen perusahaan

akan memperoleh insentif dari investasi yang dilakukan daripada melakukan pembayaran dividen. Investasi yang dilakukan oleh manajemen bisa *underinvestment*, jika manajemen tidak melakukan investasi secara optimal dikarenakan adanya asimetris informasi atau manajemen takut melakukan investasi karena takut untuk menanggung risiko yang dihadapinya. Investasi yang dilakukan juga bisa *overinvestment*, yang disebabkan karena manajer melakukan investasi yang berlebihan (sebagian NPV negatif) sehingga investasi yang dilakukan tidak optimal. Untuk meningkatkan nilai perusahaan secara optimal, manajer harus dapat melakukan mengalokasikan dana internal perusahaan pada investasi yang *fear-investment* (tidak *underinvestment* maupun *overinvestment*). Vogt (1994) juga menjelaskan bahwa perusahaan yang mengalami kendala keuangan cenderung membagikan dividen yang rendah untuk melakukan investasi. Vogt menambahkan bahwa perusahaan yang mengalami kendala keuangan biasanya perusahaan kecil.

Dana internal dapat dibagikan dalam bentuk dividen atau digunakan untuk investasikan kembali ke proyek yang baru. Struktur kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi akan berfokus pada investasi jangka panjang, sehingga dana internal yang ada dalam perusahaan cenderung akan dilakukan untuk membiayai investasi pada proyek yang baru, mengingat bahwa modal internal lebih murah dibandingkan dengan modal eksternal. Untuk menjalankan fungsi pengawasan terhadap manajer membutuhkan otoritas yang bisa mempengaruhi kinerja manajer dalam perusahaan. Kepemilikan saham perusahaan di Indonesia cenderung terkonsentrasi (mayoritas) sehingga dapat menjalankan fungsi pengawasan terhadap kinerja manajer. Kepemilikan mayoritas saham suatu perusahaan pada umumnya dimiliki oleh institusi. Penelitian ini

akan menguji kepemilikan mayoritas sebagai variabel moderasi akan menguatkan atau melemahkan pengaruh *operational cash flow* terhadap investasi dan utang. Jika efek kepemilikan institusional berdampak melemahkan (negatif) hubungan positif *operational cash flow* dan investasi, maka perusahaan di Indonesia cenderung mendukung *agency theory*, tetapi jika efek kepemilikan institusional memiliki pengaruh menguatkan (positif) hubungan *operasional cash flow* dan investasi maka perusahaan di Indonesia cenderung mendukung *pecking order theory* (Myers & Majluf, 1984).

Jensen (1986) menyatakan bahwa sumber terjadinya konflik terletak pada penggunaan dana internal yang ada dalam perusahaan. Tingginya dana internal yang ada dalam perusahaan dapat digunakan oleh pihak-pihak yang berwenang untuk memenuhi kepentingan mereka dengan mengorbankan kepentingan yang lain. Untuk itu, diperlukan pengawasan terhadap keputusan-keputusan yang dilakukan dalam perusahaan, salah satunya meningkatkan pengawasan dari pihak eksternal dengan meningkatkan penggunaan utang. Dengan menggunakan utang maka perusahaan memiliki kewajiban untuk memenuhi biaya yang timbul akibat penggunaan utang tersebut, sehingga manajemen perusahaan akan berusaha untuk melakukan keputusan investasi yang *profitable* dan mengeliminasi proyek-proyek yang kurang menguntungkan bagi perusahaan. Dengan demikian, penggunaan utang dapat membatasi manajemen agar berhati-hati menggunakan dana perusahaan untuk melakukan investasi pada proyek yang tidak menguntungkan.

Struktur kepemilikan saham perusahaan di Indonesia cenderung dimiliki oleh institusi sebagai pemegang saham mayoritas, sehingga pengawasan yang dilakukan terhadap perusahaan akan semakin efisien dan efektif dibandingkan dengan pengawasan

yang dilakukan secara individual. Hal ini disebabkan karena pihak mayoritas lebih mudah memperoleh informasi dengan biaya yang rendah dibandingkan pihak minoritas. Adanya kepemilikan mayoritas dalam suatu perusahaan dapat mempengaruhi keputusan-keputusan dalam perusahaan. Jensen (1986) menyatakan kepemilikan institusi dan kebijakan utang merupakan alat kontrol terhadap kinerja manajer dalam perusahaan, sehingga kepemilikan institusi dan kebijakan utang merupakan dua kebijakan yang bersifat substitusi sebagai alat kontrol.

Tujuan utama suatu perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dengan meningkatkan nilai perusahaan. Untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka manajer harus dapat mengalokasikan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan pada investasi yang akan datang. Myers (1977) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Semakin tinggi investasi suatu perusahaan maka semakin tinggi keuntungan yang diperoleh menandakan kinerja yang baik dari perusahaan sehingga semakin tinggi nilai perusahaan. Kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang menghasilkan keuntungan/nilai tambah bagi perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan tersebut.

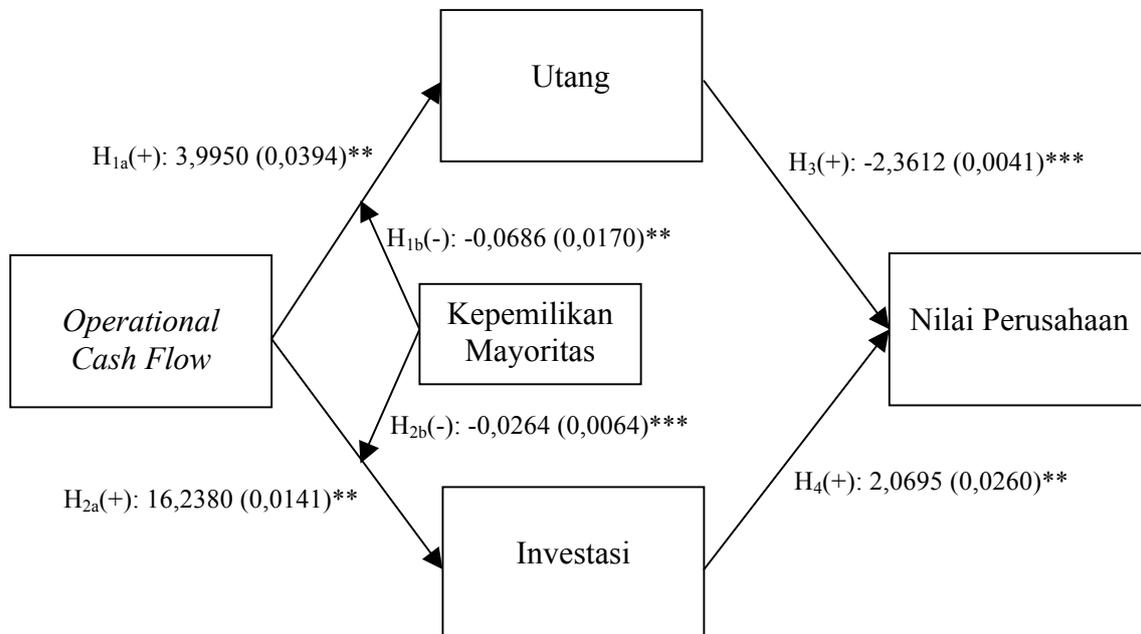
Jensen (1986) menyatakan bahwa utang dapat digunakan sebagai substitusi dividen untuk mendapatkan dana agar dapat melakukan investasi. Utang dalam perusahaan dapat dijadikan sebagai mekanisme kontrol terhadap tindakan manajemen perusahaan, karena perusahaan harus dapat memenuhi kewajibannya yaitu melakukan pembayaran bunga dan pokok pinjaman sehingga perusahaan harus dapat melakukan investasi yang efisien dan menghasilkan keuntungan untuk memenuhi kewajibannya

yang pada akhirnya juga akan meningkatkan nilai perusahaan. Utang juga dapat digunakan sebagai sinyal kepada investor tentang prospek masa depan perusahaan yang baik dalam menghasilkan keuntungan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian *capital structure and firm value: empirical evidence from Ghana* yang dilakukan oleh Antwi et. al (2012) menyimpulkan bahwa baik modal ekuitas maupun utang memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Modal ekuitas berupa laba ditahan yang dihasilkan oleh perusahaan dapat disimpan dan digunakan oleh perusahaan untuk menunjang operasionalnya sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena manajer harus berusaha untuk menghasilkan laba yang optimal agar dapat memenuhi kewajibannya dalam menggunakan utang sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Jensen, 1986). Utang juga dapat memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan memiliki propek yang baik di masa depan.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sebanyak 94 perusahaan yang dipilih berdasarkan kriteria penelitian selama periode tahun 2000 – 2013. Penelitian ini menggunakan 3 persamaan simultan dan teknik analisis regresi yang digunakan adalah *three-stage least squared (3-sls)*.

Hasil Penelitian ini dirangkum pada figur dibawah ini:



Figur Ringkasan Hasil Regresi Persamaan Simultan

Perusahaan yang memiliki *Operating Cash Flow* yang relatif memadai cenderung tidak mengalami kesulitan/kendala keuangan untuk melakukan investasi, sehingga perusahaan yang memiliki dana internal yang besar diharapkan dapat digunakan untuk membiayai investasi yang *profitable*. Jika pilihan investasi yang ada tidak menguntungkan pemegang saham sebaiknya dana internal tersebut dikembalikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Penelitian ini menunjukkan bahwa *Operating Cash Flow* yang tinggi dalam perusahaan cenderung meningkatkan investasi. Adanya kepemilikan mayoritas dalam perusahaan dapat melemahkan pengaruh *operational cash flow* terhadap keputusan investasi, artinya kepemilikan mayoritas akan dapat melakukan fungsi pengawasan terhadap investasi yang dilakukan oleh manajemen. Hal ini mengindikasikan bahwa investasi yang dilakukan sudah *overinvestment* atau tidak adanya peluang investasi yang menguntungkan perusahaan di

masa yang akan datang. Pengurangan *overinvestment* diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena keuntungan yang diperoleh relatif kecil dibandingkan biaya/beban yang harus dikeluarkan/ditanggung oleh perusahaan.

Jensen (1986) menjelaskan bahwa kepemilikan institusi dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan. Dengan adanya kepemilikan institusi, membuat manajemen perusahaan akan diawasi/dikontrol dalam pembuatan keputusan yang berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dengan adanya kontrol dari kepemilikan mayoritas (kepemilikan institusi terbesar) dapat mengurangi efek negatif terhadap hubungan *Operating Cash Flow* dengan investasi. Dengan adanya kepemilikan mayoritas dalam perusahaan, berarti pemilik perusahaan memiliki otoritas/kontrol terhadap manajemen agar bertindak untuk meningkatkan nilai perusahaan. Dengan adanya kontrol dalam perusahaan, pemilik berhak untuk mempengaruhi keputusan manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham yaitu mensejahterakan pemegang saham dengan cara meningkatkan nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan mayoritas dalam perusahaan dapat membuat manajemen berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi. Hal ini disebabkan karena manajemen akan dikenakan sanksi oleh pemilik berupa pemecatan/pergantian jabatan atau pengurangan insentif jika diketahui menyimpang dalam membuat keputusan yang dapat merugikan pemegang saham. Sehingga penelitian ini menyimpulkan bahwa kepemilikan mayoritas (kepemilikan institusi terbesar) dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan.

Dana internal yang tinggi dalam perusahaan merupakan potensi terjadi konflik keagenan, sehingga memerlukan pengawasan yang lebih dari pemilik perusahaan. Dana internal yang tinggi dalam perusahaan cenderung akan meningkatkan penggunaan utang sebagai mekanisme kontrol dalam perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Operating Cash Flow* yang tinggi akan meningkatkan penggunaan utang dalam perusahaan, hal ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan bahwa *operating cash flow* berpengaruh positif terhadap utang perusahaan.

*Operating cash flow* yang tinggi dalam perusahaan akan meningkatkan penggunaan modal eksternal, sebagai mekanisme kontrol terhadap penyimpangan penggunaan dana internal perusahaan yang dapat merugikan pemegang saham. Kontrol lain yang dapat dilakukan yaitu dengan meningkatkan peran kepemilikan mayoritas (kepemilikan institusi terbesar) untuk menjalankan fungsi pengawasan. Pada kondisi ini, dibutuhkan peran aktif pemilik perusahaan untuk meningkatkan pengawasan terhadap pengalokasian *Operating Cash Flow* perusahaan. Untuk melakukan fungsi pengawasan terhadap kinerja manajemen, kepemilikan pemilik minoritas akan membutuhkan biaya yang relatif cukup besar dan tidak dapat mempengaruhi manajemen dalam membuat keputusan strategis perusahaan, sehingga tidak memungkinkan kepemilikan minoritas dapat menjalankan fungsi pengawasan yang baik dalam perusahaan. Kepemilikan yang dapat melakukan fungsi monitoring yang baik adalah kepemilikan mayoritas yang ada dalam perusahaan tersebut. Dengan adanya kepemilikan mayoritas sebagai pemilik yang memiliki otoritas atau pemilik yang bisa mempengaruhi keputusan manajemen perusahaan dapat mengarahkan manajemen untuk tidak melakukan *expropriation* dalam perusahaan. Kepemilikan mayoritas pada perusahaan di Indonesia cenderung dimiliki

oleh institusi. Hasil penelitian dengan memasukkan kepemilikan mayoritas dalam model penelitian dapat mengurangi/melemahkan efek negatif *Operating Cash Flow* terhadap penggunaan utang. Temuan mengindikasikan bahwa dengan adanya kepemilikan mayoritas (kepemilikan institusi terbesar) dalam perusahaan dapat mengurangi intensitas pengaruh *operasional cash flow* terhadap utang. Dengan demikian kepemilikan mayoritas dapat digunakan untuk mengontrol manajemen perusahaan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini mendukung teori keagenan (Jensen, 1986) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol konflik keagenan dalam perusahaan dan kepemilikan institusi dan kebijakan utang merupakan dua (2) alat kontrol yang bersifat substitusi.

Keputusan investasi yang dilakukan oleh manajemen seharusnya untuk mensejahterakan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Penggunaan/pengalokasian sumber daya perusahaan pada investasi harus dapat menghasilkan keuntungan di masa yang akan datang. Kenyataan yang terjadi bahwa manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan pemegang saham, sehingga menciptakan peluang bagi manajemen untuk melakukan tindakan pemborosan/penyalahgunaan dana perusahaan untuk memenuhi kepentingan pribadi. Kontrol yang lemah terhadap manajemen akan membuat keputusan yang dapat merugikan pemilik perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tanpa moderasi kepemilikan mayoritas, investasi yang dilakukan oleh perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan artinya tanpa adanya kontrol dari pemilik, manajemen akan bertindak secara leluasa untuk melakukan *expropriation* dalam perusahaan.

Untuk meminimalkan tindakan pemborosan yang dilakukan dalam perusahaan, maka diperlukan kontrol dari pemilik yang memiliki *power* untuk dapat mempengaruhi atau menegur keputusan manajemen yang merugikan perusahaan. Hasil penelitian ini menemukan bahwa dengan adanya kepemilikan mayoritas sebagai pemilik yang dapat mempengaruhi keputusan manajemen dapat bertindak sebagai mekanisme kontrol terhadap keputusan investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penggunaan utang dalam perusahaan merupakan alat kontrol yang dapat digunakan oleh pemilik perusahaan untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Dengan adanya dana eksternal, manajemen perusahaan akan terus dimonitoring oleh pihak kreditur sehingga manajemen akan berhati-hati dalam menggunakan dana tersebut. Pengawasan yang dilakukan secara intensif dari kreditur, membuat manajemen tidak leluasa dalam membuat keputusan-keputusan strategis sehingga manajemen cenderung tidak menyukai penggunaan dana eksternal yang dapat meningkatkan pengawasan. Manajemen akan berusaha untuk mengurangi penggunaan dana eksternal sehingga dapat mengurangi kontrol dari pihak eksternal. Dengan adanya kepemilikan mayoritas (kepemilikan institusi terbesar) dalam perusahaan, dapat mendorong manajemen perusahaan untuk menggunakan modal utang sehingga dapat meningkatkan fungsi pengawasan terhadap manajemen dan akan memantau manajemen agar berhati-hati dalam membuat alokasi dana (internal maupun eksternal) yang ada dalam perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penggunaan utang pada level rendah tentunya memberikan efek kontrol yang rendah pula pada manajemen. Semakin tinggi level utang dalam perusahaan akan meningkatkan fungsi kontrol/dapat membantu pemilik perusahaan untuk secara

bersama-sama melakukan fungsi pengawasan terhadap manajemen. Tetapi penggunaan utang yang terlalu tinggi akan mengakibatkan perusahaan mengalami risiko yang tinggi sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan mayoritas dalam perusahaan, membuat pemilik akan menanggung risiko yang tinggi jika perusahaan mengalami kerugian akibat keputusan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen dalam perusahaan. Kepemilikan mayoritas sebagai pemilik dengan persentase kepemilikan terbesar akan berusaha agar manajemen mampu mengelola utang yang diperoleh perusahaan dengan sebaik-baiknya agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa atas segala kasih dan anugerah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi yang berjudul “Pengujian *Free Cash Flow Hypothesis* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Mayoritas Sebagai Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia”, sebagai persyaratan gelar Doktor Ilmu Manajemen di Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya. Dalam penyusunan disertasi ini, penulis telah banyak mendapatkan bimbingan, saran, motivasi, nasihat serta doa dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, M.B.A, selaku Promotor pembimbing disertasi.
2. Dr. Hermeindito, M.M, selaku Ko-Promotor pembimbing disertasi.
3. Prof. Dr. Anita Lie, selaku Direktur Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
4. Dr. Mudjilah Rahayu, M.M, selaku Ketua Program Studi Doktor Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
5. Seluruh dosen pengajar program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
6. Bapak Benny dan Ibu Linda, sebagai orang tua yang telah memberikan perhatian dan dukungan serta doa bagi penulis untuk menyelesaikan studi.
7. Seluruh rekan mahasiswa program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

8. Seluruh staf Tata Usaha Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
9. Semua pihak yang namanya tidak dapat disebutkan satu persatu, yang telah membantu penulis untuk menyelesaikan studi ini.

Penulis menyadari bahwa penyusunan disertasi ini masih memiliki banyak kekurangan. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati, penulis sangat mengharapkan semua kritik dan saran demi kesempurnaan disertasi ini.

Akhir kata, penulis berharap agar disertasi ini dapat memberikan manfaat bagi semua pihak yang membaca.

Surabaya, 16 Maret 2016

Penulis

Victor Soeindra  
(NPM. 8121412001)

## DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL LUAR.....	i
HALAMAN SAMPUL DALAM.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN.....	iv
ABSTRAK.....	v
ABSTRACK.....	vi
RINGKASAN DISERTASI.....	vii
UCAPAN TERIMA KASIH.....	xviii
DAFTAR ISI.....	xx
DAFTAR FIGUR.....	xxiii
DAFTAR TABEL.....	xxiv
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	12
1.3 Tujuan Penelitian.....	13
1.4 Batasan Penelitian.....	14
1.5 Manfaat Penelitian.....	15
BAB 2 KAJIAN PUSTAKA.....	18
2.1 Landasan Teori.....	18
2.1.1 Teori Keagenan ( <i>Agency Theory</i> ).....	18
2.1.2 Hipotesis Arus Kas Bebas ( <i>Free Cash Flow Hypothesis</i> ).....	22
2.1.3 Utang ( <i>Debt</i> ).....	26
2.1.4 Investasi ( <i>Investment</i> ).....	28
2.1.5 Nilai Perusahaan ( <i>Firm Value</i> ).....	30
2.1.6 Kepemilikan Mayoritas.....	31
2.2 Penelitian Terdahulu.....	31
2.3 Hubungan antar Variabel.....	37
2.3.1 <i>Operational Cash Flow</i> dan Investasi, dengan Kepemilikan Mayoritas sebagai Moderasi.....	37
2.3.2 <i>Operational Cash Flow</i> dan Utang, dengan Kepemilikan	

8. Seluruh staf Tata Usaha Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
9. Semua pihak yang namanya tidak dapat disebutkan satu persatu, yang telah membantu penulis untuk menyelesaikan studi ini.

Penulis menyadari bahwa penyusunan disertasi ini masih memiliki banyak kekurangan. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati, penulis sangat mengharapkan semua kritik dan saran demi kesempurnaan disertasi ini.

Akhir kata, penulis berharap agar disertasi ini dapat memberikan manfaat bagi semua pihak yang membaca.

Surabaya, 16 Maret 2016

Penulis

Victor Soeindra  
(NPM. 8121412001)

Mayoritas sebagai moderasi.....	39
2.3.3 Keputusan Investasi dan Nilai Perusahaan .....	40
2.3.3 Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan .....	41
2.4 Kerangka Konseptual.....	44
2.5 Instrumen Variabel Persamaan Simultan.....	45
2.5.1 Variabel Instrumen Investasi .....	46
2.5.2 Variabel Instrumen Kebijakan Utang .....	47
2.5.3 Persamaan Nilai Perusahaan .....	48
BAB 3 METODE PENELITIAN .....	49
3.1 Rancangan Penelitian.....	49
3.2 Data dan Sampel .....	50
3.3 Definisi Operasional .....	51
3.4 Teknik Analisis Data.....	54
3.4.1 Model Statistik.....	55
3.4.2 <i>Order and Rank Identification</i> .....	57
3.4.3 Uji Simultanitas.....	61
3.4.4 Pengujian Hipotesis.....	62
BAB 4 HASIL DAN ANALISIS DATA PENELITIAN .....	65
4.1 Gambaran Umum Sampel Penelitian .....	65
4.2 Deskriptif Variabel Penelitian.....	65
4.3 Hasil Identifikasi Persamaan Simultan .....	67
4.4 Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian .....	69
4.4.1 Hasil Pengujian Hipotesis 1a: <i>Operational Cash Flow</i> Berpengaruh Terhadap Investasi Perusahaan (Tanpa Moderasi) .....	72
4.4.2 Hasil Pengujian Hipotesis 2a: <i>Operational Cash Flow</i> Berpengaruh Terhadap Utang Perusahaan (Tanpa Moderasi).....	73
4.4.3 Hasil Pengujian Hipotesis 3: Investasi Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Tanpa Moderasi).....	74
4.4.4 Hasil Pengujian Hipotesis 4: Utang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Tanpa Moderasi).....	74
4.4.5 Hasil Pengujian Hipotesis 1b: Pengaruh Positif <i>Operational Cash     Flow</i> akan Semakin Lemah Terhadap Investasi, Pada Perusahaan Yang Memiliki Kepemilikan Mayoritas .....	75

4.4.6 Hasil Pengujian Hipotesis 2b: Pengaruh Positif <i>Operational Cash Flow</i> Terhadap Utang akan Semakin Kuat Pada Perusahaan Yang Memiliki Kepemilikan Mayoritas .....	77
4.4.7 Hasil Pengujian Hipotesis 3: Investasi Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Dengan Moderasi) .....	78
4.4.8 Hasil Pengujian Hipotesis 3: Utang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Dengan Moderasi) .....	78
BAB 5 PEMBAHASAN .....	80
5.1 Pembahasan Hasil Studi .....	80
5.1.1 Pengaruh <i>Free Cash Flow (Operational Cash Flow)</i> Terhadap Investasi Perusahaan (Tanpa Moderasi) .....	80
5.1.2 Pengaruh <i>Free Cash Flow (Operational Cash Flow)</i> Terhadap Utang Perusahaan (Tanpa Moderasi).....	81
5.1.3 Pengaruh Investasi Terhadap Nilai Perusahaan (Tanpa Moderasi)	83
5.1.4 Pengaruh Utang Terhadap Nilai Perusahaan (Tanpa Moderasi).....	84
5.1.5 Pengaruh <i>Free Cash Flow (Operational Cash Flow)</i> Terhadap Investasi Perusahaan (Dengan Moderasi) .....	86
5.1.6 Pengaruh <i>Free Cash Flow (Operational Cash Flow)</i> Terhadap Utang Perusahaan (Dengan Moderasi) .....	88
5.1.7 Pengaruh Investasi Terhadap Nilai Perusahaan (Dengan Moderasi) .....	89
5.1.8 Pengaruh I Terhadap Nilai Perusahaan (Dengan Moderasi).....	90
5.1.9 Variabel Instrumen.....	92
BAB 6 PENUTUP .....	94
6.1 Simpulan Penelitian .....	94
6.2 Implikasi Penelitian.....	96
DAFTAR PUSTAKA .....	100
LAMPIRAN.....	106

## DAFTAR FIGUR

Figur 2.1 <i>Optimum Dividend Payout</i> .....	20
Figur 2.2 <i>Optimal Leverage</i> .....	21
Figur 2.3 Hubungan Utang Kubik dengan Nilai Perusahaan.....	22
Figur 2.4 <i>Optimum Managerial Ownership</i> .....	23
Figur 2.5 Hubungan Investasi dengan Nilai Perusahaan .....	29
Figur 2.6 Efek Utang Terhadap Nilai Perusahaan .....	43
Figur 2.7 Kerangka Konseptual Tanpa Kepemilikan Mayoritas Sebagai Moderasi.....	44
Figur 2.8 Kerangka Konseptual Dengan Kepemilikan Mayoritas Sebagai Moderasi.....	44
Figur 4.1 Ringkasan Hasil Regresi Persamaan Simultan Tanpa Moderasi Kepemilikan Mayoritas.....	71
Figur 4.2 Ringkasan Hasil Regresi Persamaan Simultan Dengan Moderasi Kepemilikan Mayoritas.....	71
Figur 5.1 Level Penggunaan Utang dan Nilai Perusahaan Tanpa Moderasi Kepemilikan Mayoritas.....	84
Figur 5.2 <u>Efek Utang Terhadap Nilai Perusahaan</u> .....	85
Figur 5.3 Level Penggunaan Utang dan Nilai Perusahaan Tanpa Moderasi Kepemilikan Mayoritas dan Dengan Moderasi Kepemilikan.....	92

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Hubungan Peluang Investasi dengan Investasi .....	29
Tabel 4.1 Deskriptif Variabel Penelitian.....	66
Tabel 4.2 Uji Korelasi Antar Residual.....	69
Tabel 4.3 Hasil Uji Model Persamaan Simultan.....	70