

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Indonesia merupakan salah satu negara berkembang dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi. Banyak perusahaan kecil di Indonesia berkembang menjadi perusahaan yang besar, sehingga sistem pengelolaan perusahaan yang tradisional berubah menjadi sistem pengelolaan yang profesional. Pengelolaan perusahaan secara tradisional berarti pengelolaan yang masih dijalankan oleh pemilik perusahaan sendiri atau pengelolaan yang bersifat kekeluargaan. Pemilik perusahaan yang kecil dengan sistem tradisional akan berusaha untuk mengembangkan perusahaannya menjadi perusahaan yang besar.

Perusahaan yang berkembang menjadi besar dan kompleks membutuhkan pengelolaan yang profesional untuk menjalankannya. Pengelolaan secara profesional berarti pemilik perusahaan melibatkan orang yang memiliki kompetensi dan kapabilitas untuk membantunya mengelola perusahaan tersebut. Pemilik perusahaan dapat merekrut seseorang dan mendelegasikan wewenangnya untuk mengelola perusahaan. Hubungan ini dikenal dengan nama hubungan keagenan (*agency relationship*). Hubungan keagenan ini terjadi pada saat pemilik perusahaan mendelegasikan wewenangnya kepada seorang agen (*agent*) atau manajer untuk mengambil keputusan-keputusan strategis perusahaan agar dapat mengembangkan perusahaan sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan.

Pemilik perusahaan akan bertindak sebagai pemegang saham perusahaan tersebut, dan sebagai imbalan yang akan diterima oleh seorang manajer adalah gaji, kompensasi, bonus dan fasilitas lainnya. Tugas utama dari seorang manajer adalah untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan cara meningkatkan nilai perusahaan melalui keputusan-keputusan keuangan yang diambil oleh manajer tersebut. Keputusan keuangan yang harus diperhatikan oleh manajer adalah keputusan investasi, pendanaan dan dividen.

Untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik/pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan dilakukan dengan cara berinvestasi pada proyek yang menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Sumber pendanaan yang mudah diperoleh dan memiliki biaya modal yang murah adalah modal internal, sehingga manajer perusahaan harus dapat menggunakan modal internal yang ada dalam perusahaan dengan sebaiknya untuk mengembangkan perusahaan.

Manajer dapat mengembangkan perusahaan menjadi besar dengan cara melakukan investasi. Penambahan investasi yang dilakukan perusahaan dapat menggunakan modal internal (dana internal) dan atau modal eksternal. Dana internal merupakan laba bersih perusahaan yang tidak dikembalikan kepada pemilik perusahaan tetapi diinvestasikan kembali pada proyek/investasi dengan harapan untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Perusahaan cenderung mengutamakan dana internal untuk melakukan investasi disebabkan dana internal mudah diperoleh dan tidak memiliki *flotation cost* sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, perusahaan juga dapat menggunakan dana eksternal yaitu utang untuk melakukan

investasi pada proyek yang baru, jika perusahaan mengalami kekurangan dana untuk berinvestasi.

Penggunaan utang untuk membiayai investasi perusahaan dapat memberikan penghematan pembayaran pajak bagi perusahaan karena penggunaan utang akan menimbulkan biaya bunga yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan komposisi penggunaan dana internal maupun eksternal dalam suatu perusahaan sangat berbeda antara perusahaan yang satu dengan yang lain tergantung pada kepentingan/manfaat yang diinginkan oleh masing-masing perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Seorang manajer yang telah mengelola perusahaan tentunya memiliki informasi yang baik tentang perusahaan. Informasi tentang perusahaan yang dimiliki oleh manajer cenderung lebih banyak dibandingkan dengan pemilik/pemegang saham (asimetris informasi). Asimetris informasi yang terjadi memungkinkan manajer menggunakan kesempatan tersebut untuk melakukan keputusan-keputusan yang mengutamakan kepentingannya daripada kepentingan pemilik perusahaan. Kepentingan yang diinginkan oleh manajer adalah memperoleh kompensasi/bonus yang tinggi dengan cara melakukan ekspansi pada perusahaan tanpa memperhitungkan optimalisasi kepentingan pemilik perusahaan. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan dapat menciptakan konflik, yang dikenal dengan nama konflik keagenan (*agency conflict*).

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa konflik yang terjadi antara manajer dan pemilik perusahaan terletak pada penggunaan modal internal yang ada dalam perusahaan (*free cash flow hypothesis*). Jensen & Meckling (1976) menyatakan

bahwa dana internal yang ada dalam perusahaan seharusnya digunakan untuk berinvestasi pada proyek yang menguntungkan pemilik perusahaan dan sisanya harus dikembalikan kepada pemilik perusahaan dalam bentuk dividen maupun kepada kreditur. Tetapi manajer dapat melakukan penyimpangan dengan cara melakukan investasi pada proyek-proyek yang tidak optimal sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Konflik antara manajer dan pemilik perusahaan dapat terjadi pada saat keputusan pengalokasian dana perusahaan untuk membiayai investasi yang dilakukan. Manajer dapat menggunakan dana internal untuk membiayai investasi yang optimal sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (*alignment*). Sebaliknya, investasi yang tidak optimal akan menurunkan nilai perusahaan (*entrenchment*). Informasi tentang keadaan perusahaan yang dimiliki manajer lebih banyak dibandingkan pemilik perusahaan, sehingga manajer dapat membuat keputusan penggunaan dana perusahaan sesuai dengan keinginannya.

Manajer harus dapat menggunakan dana yang ada dalam perusahaan untuk membiayai investasi dengan *net present value* (NPV) yang positif sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tetapi pada kenyataannya, manajer juga dapat menggunakan dana perusahaan pada investasi yang tidak optimal atau investasi yang NPV yang negatif. Di sisi lain, manajer yang takut dengan risiko cenderung melakukan *underinvestment* yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Manajer juga dapat membuat keputusan investasi pada beberapa proyek yang memiliki NPV positif dan beberapa bernilai negatif, namun secara keseluruhan dapat memberikan NPV yang positif agar dapat menarik perhatian pemilik perusahaan untuk menyetujui pelaksanaan

investasi tersebut. Investasi ini tentu saja tidak berada pada titik optimal yang dapat dilakukan oleh perusahaan sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Untuk mengurangi hal tersebut diperlukan pengawasan terhadap keputusan yang dilakukan oleh seorang manajer dalam perusahaan. Untuk melakukan pengawasan terhadap manajer, pemilik perusahaan harus mengeluarkan biaya pengawasan yang dikenal biaya keagenan (*agency cost*). Untuk meminimumkan biaya keagenan yang dikeluarkan oleh pemilik perusahaan dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu:

- a. Meningkatkan pembayaran dividen. Tindakan pemborosan yang dilakukan oleh manajer dapat disebabkan oleh adanya *free cash flow* yang tinggi dalam perusahaan. Dana internal yang tinggi dalam perusahaan dapat mengindikasikan bahwa manajer tidak mampu melakukan peningkatan nilai perusahaan dengan mengalokasikan dana tersebut pada investasi yang optimal. Untuk menghindari hal tersebut, maka manajer akan berusaha untuk melakukan pengalokasian dana pada keputusan investasi, walaupun investasi yang ada kurang menguntungkan. Pembayaran dividen yang tinggi dapat mengurangi *free cash flow* yang tinggi dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi pemborosan yang dilakukan manajer.
- b. Memberikan hak kepemilikan perusahaan kepada manajer (kepemilikan manajerial). Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa pemberian hak kepemilikan perusahaan kepada manajer sebagai bentuk penghargaan terhadap kinerja manajer dapat menjadi suatu motivasi agar manajer dapat bekerja lebih baik. Pemberian hak kepemilikan kepada manajer juga dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemilik perusahaan. Manajer yang memiliki hak

kepemilikan dalam perusahaan akan lebih berhati-hati dan penuh pertimbangan dalam membuat suatu keputusan yang dijalankan perusahaan karena manajer tersebut ikut menanggung risiko dari kebijakan yang diambil.

- c. Meningkatkan pendanaan eksternal. Jensen (1986) menyatakan bahwa peningkatan pendanaan dengan utang dapat mengurangi kelebihan aliran kas atau *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Penggunaan modal eksternal dapat meningkatkan pengawasan dari pihak eksternal terhadap kinerja manajer sehingga manajer akan lebih berhati-hati dalam membuat suatu kebijakan perusahaan. Penggunaan utang akan meningkatkan tingkat risiko kebangkrutan yang ditanggung perusahaan. Dengan meningkatnya risiko dapat menyebabkan manajer untuk mengurangi biaya-biaya yang tidak perlu dan meningkatkan efisiensi perusahaan. Selain itu, utang juga dapat digunakan sebagai penghematan terhadap pajak perusahaan.
- d. Meningkatkan pengawasan oleh pihak institusi. Pengawasan yang dilakukan institusi terhadap suatu perusahaan akan menjadi efisien dibandingkan pengawasan dilakukan secara individual. Hal ini disebabkan karena tingginya biaya informasi yang ditanggung jika pengawasan dilakukan oleh individu. Pengawasan institusi dapat berupa pengawasan oleh pihak bank, perusahaan asuransi dan perusahaan lainnya.

Free cash flow dalam perusahaan yang tinggi dalam perusahaan cenderung menyebabkan penggunaan utang yang tinggi pula untuk meningkatkan kontrol dari pihak kreditur. Jaggi & Gul (1999) menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap utang pada perusahaan yang *investment opportunity set* (IOS)

yang rendah. Hubungan positif ini juga ditemukan oleh Stulz (1990), Agarwal & Jayaraman (1994), Byrd (2010). Temuan ini berbeda dengan temuan Titman & Wessel (1988). Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995), Akhtar & Oliver (2009) bahwa tingginya biaya yang harus ditanggung akibat penggunaan utang yang tinggi membuat perusahaan cenderung menggunakan modal internal dan perusahaan yang bisa menghasilkan profitabilitas yang tinggi cenderung menggunakan modal internalnya.

Untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, perusahaan harus dapat mengalokasikan sumber daya yang dimiliki untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang *profitable*. Keputusan investasi dapat dipengaruhi oleh *free cash flow* yang ada dalam perusahaan. Fazzari, Hubbard & Peterson (1988) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap investasi perusahaan. *Free cash flow* sangat berpengaruh terhadap investasi pada perusahaan yang mengalami kendala keuangan, artinya perusahaan yang memiliki kesulitan memperoleh modal eksternal sangat bergantung pada modal internal untuk melakukan pembiayaan terhadap investasi yang ada.

Ramirez (1995), Gomes (2001). Ramirez (1995) menyatakan bahwa perusahaan yang berafiliasi dengan JP Morgan memiliki *internal cash flow* yang kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak berafiliasi, sehingga perusahaan yang tidak berafiliasi memerlukan dana internal untuk membiayai investasinya. Konsepsi yang dikemukakan Jensen (1986) bahwa *free cash flow* yang tinggi merupakan sumber terjadinya *moral hazard* dalam perusahaan sehingga *free cash flow* dalam perusahaan harus dikurangi, dan untuk memenuhi kebutuhan dana untuk melakukan investasi dapat menggunakan

modal utang. Konsep ini didukung oleh temuan Lang, Ofek & Stulz (1996), Zhang (2006).

Penggunaan modal utang dapat menjadi kebijakan untuk melakukan kontrol terhadap investasi yang dilakukan perusahaan. Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan dapat menggunakan utang untuk melakukan investasi sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Temuan ini didukung oleh Maxwell & Kehinde (2012), Antwi, Mills & Zhao (2012). Disisi lain, penggunaan modal utang dapat menyebabkan tekanan pada manajer dalam melakukan investasi sehingga dapat menimbulkan *underinvestment* yang dapat menurunkan nilai perusahaan (Reyna & Encalade, 2012).

Adanya ketidakkonsistenan dalam penelitian atau temuan terdahulu menciptakan gap/perbedaan dalam temuan. Gap yang terjadi dapat diminimalkan dengan memperhitungkan faktor pemilik perusahaan sebagai variabel moderasi yang dapat mempengaruhi keputusan manajer dalam perusahaan. Pemilik perusahaan yang memiliki pengaruh besar dalam pengambilan keputusan perusahaan adalah pemilik mayoritas. Kepemilikan mayoritas dapat menjalankan fungsi pengawasan terhadap perusahaan lebih efisien dibandingkan dengan kepemilikan minoritas, dikarenakan biaya yang harus dikeluarkan oleh pemilik minoritas untuk memperoleh informasi lebih besar dibandingkan dengan kepemilikan mayoritas.

Kontrol yang dilakukan oleh kepemilikan mayoritas terhadap manajer perusahaan diharapkan dapat mempengaruhi hubungan *operational cash flow* perusahaan dengan kebijakan utang serta hubungan *operational cash flow* perusahaan dengan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan agar dapat meningkatkan nilai

perusahaan (*alignment*). Di sisi lain, dengan adanya kepemilikan mayoritas dapat mempengaruhi manajemen perusahaan untuk melakukan *entrenchment* terhadap pemilik minoritas. Kepemilikan saham mayoritas suatu perusahaan di Indonesia di dominasi oleh kepemilikan saham oleh institusi.

Kepemilikan institusi di negara barat berbeda dengan kepemilikan institusi yang berada di Indonesia. Kepemilikan institusi pada negara barat bersifat *smart institution* yang artinya institusi memiliki kemampuan/keahlian untuk melakukan analisis dan evaluasi kinerja suatu perusahaan. Persentase kepemilikan institusi negara barat relatif kecil sehingga tidak dapat mempengaruhi manajemen perusahaan dan intitusi tersebut bukan sebagai pemilik mayoritas. Sedangkan, institusi di Indonesia sebagai *shadow ownership*, yang artinya suatu perusahaan dimiliki oleh institusi dan institusi tersebut dimiliki oleh satu pemilik. Persentase kepemilikan institusi di Indonesia relatif besar sehingga dapat mempengaruhi manajemen perusahaan. Misalnya, tuan Bob memiliki perusahaan X dan Y, di mana perusahaan X memiliki 40% saham perusahaan Z, dan perusahaan Y memiliki 30% saham perusahaan Z, sehingga secara tidak langsung tuan Bob juga memiliki perusahaan Z, (Hermeindito, 2009). Persentase kepemilikan yang cukup besar (mayoritas) dalam suatu perusahaan, maka institusi tersebut dapat mempengaruhi keputusan-keputusan yang diambil oleh manajemen untuk mengembangkan perusahaan (Mahadwartha & Ismiyanti, 2008).

Kebijakan pendanaan, investasi dan dividen dalam perusahaan dapat dipengaruhi oleh pemegang saham yang ada dalam perusahaan tersebut. Di Indonesia banyak perusahaan yang pemegang sahamnya merupakan pemegang saham mayoritas. Kepemilikan mayoritas yang ada dalam suatu perusahaan dapat melakukan intervensi

atau mempengaruhi secara langsung maupun tidak langsung (melalui manajemen) dalam pembuatan keputusan-keputusan strategis perusahaan sesuai dengan keinginannya. Hal ini menyebabkan masalah/konflik keagenan yang timbul antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Pemegang saham mayoritas memiliki informasi yang lebih banyak tentang arus kas perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham minoritas terhadap suatu perusahaan, sehingga mereka dapat menggunakan informasi tersebut untuk mementingkan kepentingan mereka dibandingkan dengan pemegang saham minoritas. Kepemilikan saham mayoritas dapat mempengaruhi manajemen perusahaan dalam membuat keputusan keuangan yang berkaitan dengan *cash flow* perusahaan.

Besarnya *cash flow* dalam suatu perusahaan dapat menimbulkan tindakan pemborosan melalui pengambilan keputusan yang tidak menguntungkan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan kontrol dari pihak eksternal terhadap perusahaan, salah satu caranya dengan meningkatkan penggunaan dana eksternal untuk melakukan investasi sehingga dapat meningkatkan monitoring terhadap perusahaan. Dengan menggunakan dana eksternal, perusahaan memiliki kewajiban untuk memenuhi pembayaran bunga dan pokok pinjaman kepada kreditur sehingga *cash flow* yang ada dalam perusahaan harus dapat digunakan untuk melakukan investasi yang efisien sehingga dapat menghasilkan laba untuk membayar kewajiban tersebut dan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Dana internal yang ada dalam perusahaan akan mempengaruhi penggunaan utang perusahaan dan kegiatan investasi perusahaan. Jensen (1986) menyatakan bahwa besarnya dana internal dalam suatu perusahaan akan menimbulkan konflik dalam

perusahaan, karena dana yang ada akan digunakan untuk kepentingan pihak-pihak yang memiliki informasi yang lebih tentang perusahaan. Untuk itu diperlukan suatu mekanisme kontrol terhadap tindakan manajemen perusahaan, salah satunya dengan penggunaan dana eksternal. Penggunaan dana eksternal akan memberikan tekanan kepada manajemen untuk meningkatkan profitabilitas guna memenuhi kewajibannya membayar bunga dan pokok pinjaman sehingga mengurangi pemborosan yang dapat dilakukan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Jensen (1986) menyatakan bahwa dana yang ada dalam perusahaan tidak dikembalikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dan kreditur, tetapi digunakan kembali untuk melakukan investasi pada proyek yang kurang menguntungkan. Pihak manajemen perusahaan bisa memperoleh kompensasi yang tinggi dengan melakukan ekspansi usaha tetapi pemilik perusahaan dirugikan.

Penelitian ini akan mengkaji penggunaan modal internal dalam perusahaan sesuai dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa dalam tindakan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan timbul dari pengalokasian sumber dana internal perusahaan pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan bagi pemilik perusahaan (*free cash flow hypothesis*). Sumber modal internal yang ada dalam perusahaan berasal dari aktivitas operasi yang dilakukan oleh perusahaan, sehingga penelitian ini akan mengkaji pengaruh aliran kas operasi terhadap investasi dan kebijakan utang untuk meningkatkan nilai perusahaan. *Free cash flow* tidak digunakan dalam penelitian ini dikarenakan besar/kecil-nya *free cash flow* dalam suatu perusahaan telah dikurangi dengan aktivitas operasi perusahaan yang sebenarnya ada proyek-proyek yang berkaitan dengan *moral hazard* dalam perusahaan.

Free cash flow hypothesis yang dikemukakan oleh Jensen (1986), Vogt (1994), dan Cleary (1999) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* merupakan sesuatu yang *unobserved* bukan *free cash flow* secara praktikal/nilai. *Free cash flow* yang dimaksudkan adalah penggunaan dana internal perusahaan untuk lebih baik dibelanjakan atau tidak dibelanjakan pada pilihan investasi, sehingga *free cash flow hypothesis* merupakan suatu mekanisme pengujian menyeluruh yang mencakup keputusan investasi dan pendanaan perusahaan yang akan berdampak meningkatkan/menurunkan nilai perusahaan.

Efek kepemilikan mayoritas dalam model penelitian ini akan memberikan penjelasan tentang apakah kepemilikan mayoritas menyebabkan *entrenchment* atau *alignment* pada perusahaan di Indonesia. Penelitian ini juga dapat memberikan kontribusi teoritis tentang dukungan terhadap *agency theory* (Jensen, 1986) atau *pecking order theory* (Myers & Majluf, 1984) yang berlaku pada perusahaan di Indonesia. Untuk itu penelitian ini dilakukan untuk menguji dan menganalisis *free cash flow hypothesis* terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan mayoritas sebagai moderasi pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemilik perusahaan menyebabkan pemilik perusahaan harus meningkatkan pengawasan terhadap setiap keputusan yang dibuat oleh manajer. Pengawasan dapat dilakukan secara efektif jika pemilik memiliki persentase kepemilikan yang dapat mempengaruhi keputusan manajer (persentase kepemilikan mayoritas). Kepemilikan saham mayoritas suatu perusahaan di

Indonesia masih terkonsentrasi pada suatu institusi. Kepemilikan institusi di Indonesia berbeda dengan kepemilikan insitusi negara barat. Kepemilikan institusi negara barat bersifat *smart institution*, sedangkan kepemilikan institusi di Indonesia bersifat *shadow ownership*, sehingga peneliti ingin menguji pengaruh kepemilikan mayoritas terhadap keputusan strategis perusahaan (keputusan pendanaan dan investasi) untuk meningkatkan nilai perusahaan pada perusahaan di Indonesia. Berdasarkan uraian di atas, maka pertanyaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Apakah *operational cash flow* memiliki pengaruh terhadap keputusan investasi perusahaan?
- b. Apakah *operational cash flow* memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan (utang) perusahaan?
- c. Apakah kepemilikan saham mayoritas dapat memperkuat pengaruh *operational cash flow* terhadap keputusan investasi perusahaan?
- d. Apakah kepemilikan saham mayoritas dapat memperkuat pengaruh *operational cash flow* terhadap keputusan pendanaan (utang) perusahaan?
- e. Apakah keputusan investasi memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan?
- f. Apakah keputusan pendanaan (utang) memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Untuk menguji pengaruh *operational cash flow* terhadap keputusan investasi perusahaan.
- b. Untuk menguji pengaruh *operational cash flow* terhadap keputusan pendanaan (utang) perusahaan.
- c. Untuk menguji efek kepemilikan mayoritas terhadap pengaruh *operational cash flow* dengan keputusan investasi perusahaan.
- d. Untuk menguji efek kepemilikan mayoritas terhadap pengaruh *operational cash flow* dengan keputusan pendanaan (utang) perusahaan.
- e. Untuk menguji pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.
- f. Untuk menguji pengaruh keputusan pendanaan (utang) terhadap nilai perusahaan.

1.4 Batasan Penelitian

Penelitian yang dilakukan memiliki beberapa batasan yang dapat diteliti/dikembangkan lagi oleh peneliti lain. Saran penelitian lanjutan yang dapat dilakukan oleh peneliti lain, antara lain:

1. Penelitian ini menggunakan kepemilikan mayoritas yang diprosikan dengan kepemilikan institusi terbesar. Saran untuk penelitian lebih lanjut mempertimbangkan total kepemilikan institusi sebagai kepemilikan mayoritas untuk melihat efek mekanisme kontrol terhadap keputusan manajemen dalam perusahaan.
2. Penelitian ini menggunakan 94 sampel perusahaan manufaktur. Jumlah tersebut diperoleh berdasarkan kriteria pemilihan sampel dalam penelitian. Peneliti

menyarankan untuk penelitian lebih lanjut menggunakan kriteria yang tidak terlalu mereduksi jumlah sampel, sehingga jumlah perusahaan sampel bisa lebih banyak dari penelitian ini.

3. Penelitian ini hanya menganalisis kepemilikan mayoritas secara linear. Untuk penelitian selanjutnya, dapat menganalisis pengaruh non-linear kepemilikan mayoritas terhadap keputusan yang dibuat perusahaan.
4. Penelitian ini belum membedakan sampel berdasarkan persentase kepemilikan mayoritas yang melebihi 50%+1 kepemilikan saham, atau kepemilikan mayoritas yang kurang dari 50%+1 kepemilikan saham.

1.5 Manfaat Penelitian

a. Manfaat Teoritis

Penelitian ini dilakukan untuk mendukung berkembangnya dunia ilmu pengetahuan di bidang keuangan melalui literatur, yang nantinya diharapkan dapat menjadi acuan bagi para peneliti lain yang akan mengembangkan hasil penelitian ini lebih lanjut. Penelitian ini dapat memberikan gambaran tentang pendekatan teori yang relevan berdasarkan keadaan perusahaan di Indonesia sehingga dapat membantu pengujian dan pengembangan teori pada perusahaan manufaktur di Indonesia mengenai *free cash flow hypothesis* yang mencakup keputusan pendanaan dan investasi pada perusahaan.

Penelitian ini juga memberikan gambaran mengenai konsep *free cash flow hypothesis* yang dikemukakan beberapa peneliti seperti Jensen (1986), Vogt (1994) dan Cleary (1999) yang menyatakan bahwa *free cash flow* yang dapat

menciptakan konflik dalam perusahaan merupakan sesuatu yang *unobserved* bukan *free cash flow* sebagai variabel atau bersifat praktikal. *Free cash flow* yang dimaksudkan adalah dana yang digunakan oleh manajer/manajemen perusahaan untuk dibelanjakan/tidak dibelanjakan yang akan berdampak pada nilai perusahaan.

Penelitian ini juga memberikan gambaran tentang pengaruh kepemilikan mayoritas terhadap keputusan-keputusan strategis perusahaan yang berdampak pada peningkatan atau penurunan nilai perusahaan. Kepemilikan mayoritas dalam penelitian ini menggunakan kepemilikan oleh institusi di mana kepemilikan saham oleh institusi di Indonesia berbeda dengan kepemilikan saham institusi di negara barat.

b. Manfaat Praktis/Kebijakan

Manfaat praktis penelitian ini dapat memberikan informasi mengenai hubungan keputusan pendanaan, dividen dan investasi dalam perusahaan, dapat memberikan informasi mengenai pengaruh kepemilikan mayoritas sebagai moderasi terhadap hubungan *free cash flow*, pendanaan, dan investasi dalam perspektif keagenan, sehingga dapat membantu pihak-pihak yang berkaitan untuk membuat kebijakan.

Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan oleh pemilik perusahaan untuk dapat mengurangi *agency cost* yang timbul akibat konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan. Penelitian ini juga dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan perusahaan untuk menentukan kebijakan terhadap

pemberian hak kepemilikan (saham) perusahaan. Dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan pemilik perusahaan dalam melakukan pengawasan terhadap kinerja manajer.

Penelitian ini akan memberikan gambaran tentang kecenderungan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia. Mengingat bahwa kepemilikan perusahaan di Indonesia merupakan kepemilikan yang dimiliki oleh pihak-pihak keluarga, sehingga cenderung menggunakan modal internal daripada modal utang. Keunikan ini menyebabkan sumber pendanaan eksternal kurang efektif digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap *free cash flow* perusahaan, tetapi kontrol tetap dapat dilakukan dengan adanya kepemilikan mayoritas yang ada dalam perusahaan. Penelitian akan memberikan gambaran mengenai perusahaan-perusahaan yang memiliki kepemilikan mayoritas dalam perusahaan yang dapat mempengaruhi manajer dalam pengambilan keputusan untuk meningkatkan nilai perusahaan

c. Manfaat Metodologis

Penelitian ini menggunakan pengujian secara simultan dengan menggunakan metode regresi *three stage least square* (3-sls). Penelitian ini dapat memberikan gambaran bagaimana proses pengujian secara simultan dan prosedur pemilihan metode estimasi regresi yang tepat/sesuai dengan hubungan yang terjadi pada variabel-variabel penelitian. Selain itu penelitian ini juga, menggunakan variabel moderasi dalam persamaan simultan untuk melihat efeknya terhadap pengaruh langsung variabel independen terhadap dependen.