

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DAN NILAI PERUSAHAAN

(Pada Perusahaan *Consumer Goods* Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Ni Luh Ria Handayani
Universitas Warmadewa

Abstrak

Abstrak: Pentingnya Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan menjadi dasar bagi para investor untuk menginvestasikan dananya di perusahaan *go public*. Nilai perusahaan dapat dilihat dari harga saham perusahaan, dimana semakin tinggi harga sahamnya maka semakin tinggi pula nilai perusahaan tersebut. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2013. Sampel penelitian diambil 21 sample dari populasi dengan metode purposive sampling dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi. Data penelitian merupakan data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan ICMD tahun 2010-2013. Pengujian hipotesis penelitian digunakan teknik *path analysis*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa : 1) Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang. 2) Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan. 3) *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang. 4) *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai perusahaan. 5) Kebijakan Hutang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Kata kunci: Kepemilikan Intitusional, *Free Cash Flow*, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

1. Pendahuluan

Pada awalnya tujuan perusahaan hanyalah berorientasi pada keuntungan yang sebanyak – banyaknya. Tujuan ini mengakibatkan perusahaan harus mengorbankan keuntungan pada jangka panjang untuk memperoleh keuntungan yang tinggi pada jangka pendek. Keuntungan jangka pendek maupun jangka panjang memiliki peranan yang penting bagi kehidupan perusahaan. Oleh karena itu saat ini tujuan utama perusahaan bukanlah untuk memperoleh laba sebesar-besarnya melainkan untuk mendapatkan nilai perusahaan yang baik (Salvatore dalam Fitri, 2010). Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Kesejahteraan pemegang saham mampu dijadikan sebagai gambaran dari nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat penting bagi perusahaan karena nilai perusahaan menunjukkan seberapa baik kinerja perusahaan tersebut (Fitri, 2010).

Nilai perusahaan suatu perusahaan dapat diketahui melalui harga saham perusahaan tersebut (Hasnawati, 2005). Pengukuran seberapa baik nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui harga saham dapat diukur dengan menggunakan *Price Book Value* (PBV). *Price book value* adalah perbandingan antara harga saham dengan

nilai buku dari perusahaan. Perusahaan dapat dikatakan memiliki nilai perusahaan yang baik apabila memiliki nilai PBV lebih dari satu. Besarnya nilai PBV dipengaruhi kebijakan yang akan diambil oleh perusahaan. Salah satu kebijakan yang mempengaruhi *price book value* adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan yang bersumber dari pihak eksternal perusahaan (Hasnawati, 2005). Penggunaan hutang sebagai pembiayaan kegiatan perusahaan dapat memberikan keuntungan yang berasal dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat hutang akan mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Selain itu, penggunaan hutang mampu menarik pemegang saham untuk melakukan kontrol yang lebih ketat dibandingkan perusahaan memperoleh pendanaan melalui penerbitan saham baru (Rahmawati, 2012).

Berdasarkan latar belakang yang masih menunjukkan ketidakkonsistenan pengaruh antara variabel kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Maka peneliti ingin melakukan penelitian guna mengetahui hasil yang lebih memadai dengan data yang relevan kondisi saat ini, dalam penelitian ini diambil judul

“Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan *consumer goods* di Bursa Efek Indonesia”

Penelitian ini menggunakan perusahaan *consumer goods* sebagai objek yang diteliti karena sektor ini merupakan salah satu sektor yang paling dekat dengan kehidupan kita sehari-hari. Selain itu, sektor ini memiliki prospek yang cukup baik walaupun harga produk mengalami kenaikan dari waktu ke waktu, tetapi konsumen tidak dapat menahan diri untuk tidak membelinya sama sekali sehingga risiko investasi dalam sektor ini dapat diminimalisir.

2. Tinjauan Pustaka

Kepemilikan Institusional

pengurangan konflik keagenan. Kepemilikan institusional sebagai penyelesaian yang paling benar sebab kepemilikan institusional memiliki peranan yang penting pada perusahaan karena dapat mengontrol manajemen dengan pengawasan yang lebih efisien (Sheiler dan Vishny, 1986).

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai sejumlah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi (Listyani, 2003). Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasan yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif sebab manajemen akan semakin berhati-hati (Sujoko dan Soebiantoro, 2007) dikarenakan pihak manajemen akan bekerja untuk memegang saham (Wahidahwati, 2002).

Investor institusional dibedakan menjadi dua yaitu investor pasif dan investor aktif. Investor aktif merupakan investor yang aktif terlibat dalam pengambilan keputusan strategi perusahaan. Sedangkan investor pasif merupakan investor yang tidak terlalu ingin terlibat dalam keputusan perusahaan. Keberadaan investor institusional yang mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi manajemen, tidak jarang bahwa kegiatan investor mampu meningkatkan nilai perusahaan (Pozen, 1994).

Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Aliran kas bebas adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usaha. Kas bebas merupakan kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang *profitable* dan merupakan hak dari pemegang saham (Sartono, 2001).

Aliran kas dapat pula diartikan sebagai adanya dana yang berlebih, yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Metha dan Barbara, 2011). *Free cash flow* dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan. Manajer akan memilih dana tersebut dapat diinvestasikan lagi kepada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan karena mampu meningkatkan insentif yang diterimanya (Jensen, 1986). Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi ada kecenderungan memiliki hutang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya *agency cost* yang berasal dari *free cash flow* (Jensen, 1986).

C. Kebijakan Hutang

Keputusan pembiayaan perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Terdapat pilihan sumber pendanaan antara lain modal internal dan modal eksternal. Modal Internal merupakan modal yang berasal dari laba ditahan dan modal eksternal berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian didalam perusahaan. Sedangkan modal yang berasal dari kreditur disebut sebagai hutang perusahaan (Riyanto, 2001). Hutang didefinisikan sebagai pengorbanan manfaat ekonomi yang kemungkinan besar akan terjadi di masa yang akan datang sebagai akibat dari keharusan badan usaha tertentu pada saat ini untuk mentransfer aktiva dan memberikan pelayanan kepada badan usaha lain di masa mendatang sebagai akibat dari transaksi dan peristiwa masa lalu (Dewi, 2008).

Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan bukan hanya untuk memaksimalkan profit perusahaan akan tetapi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *maximization of wealth of stockholders* melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh melalui memaksimalkan nilai sekarang atau *price value* semua keuntungan pemegang saham yang diharapkan dimasa yang akan datang (Sartono, 2001).

Nilai perusahaan adalah pandangan investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan. Nilai perusahaan dapat diketahui dari harga saham perusahaan, sehingga harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan menjadikan masyarakat percaya pada kondisi kinerja perusahaan saat ini dan prospek perusahaan di masa mendatang (Ang, 1997). Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi keuntungan yang diperoleh pemegang saham sehingga kondisi seperti ini akan diminati oleh investor karena dengan permintaan saham yang meningkat akan berpengaruh pada nilai perusahaan juga akan meningkat. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Rika dan Ishlahuddin, 2008).

Kerangka Berpikir

Berdasarkan kajian pustaka dan mengacu pada beberapa hasil penelitian yang telah diuraikan pada bab sebelumnya yang berkaitan dengan pengaruh kepemilikan intitusional dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan untuk menguji hubungan antara kepemilikan intitusional, *free cash flow*, kebijakan hutang dan nilai perusahaan serta bagaimana pola hubungan antara variabel tersebut. Pada penelitian ini terdapat suatu hubungan kausalitas berjenjang maka pengujian akan dilakukan dengan menggunakan analisis jalur (*path analysis*)

Kerangka Konseptual

Hubungan yang terjadi dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar

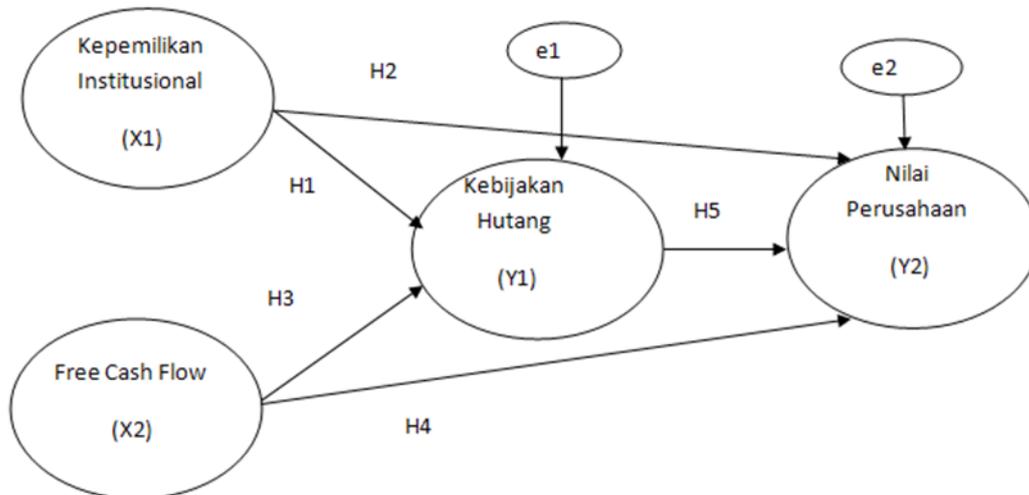


Diagram 1
Kerangka Konseptual

Variabel Penelitian

Dalam pengujian hipotesis dan analisis data dalam penelitian ini dapat diidentifikasi variabel-variabel yang akan digunakan dalam model penelitian yaitu:

- 1) Variabel Eksogen, adalah variabel dalam model jalur yang semua variabelnya tidak ada penyebab-penyebab eksplisitnya atau dalam diagram tidak ada anak-anak panah menuju ke arahnya, selain pada bagian kesalahan pengukuran, (Sarwono, 2012). Dalam penelitian ini yang dijadikan variabel eksogen adalah: Kepemilikan Intitusional (X1) dan *Free Cash Flow* (X2).
- 2) Variabel Endogen, adalah variabel yang mempunyai anak panah menuju kearah vari-

abel tersebut. Variabel yang mancangkup di dalamnya adalah variabel perantara dan tergantung/terikat. Variabel perantara endogen mempunyai anak panah yang menuju ke arahnya dan dari arah variabel tersebut dalam suatu model diagram jalur, yang dijadikan variable perantara, yang dijadikan variable perantara adalah Kebijakan Hutang (Y1). Sedangkan variabel tergantung/terikat mempunyai anak panah yang menuju ke arahnya, yang dijadikan variabel tergantung/terikat adalah Nilai Perusahaan (Y2). (Sarwono, 2012).

Definisi Oprasional Variabel

Definisi oprasional variabel adalah suatu definisi yang diberikan untuk menjabarkan variabel tertentu yang timbul dalam sesuatu penelitian kedalam indikator yang lebih terperinci. Pengukuran operasional variabel dari penelitian ini adalah :

- 1) Kepemilikan Institusional (Institusional Ownership)

INST yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional perusahaan *Consumer Goods* yang go publik di BEI akhir periode tahun 2010 - 2013 Kepemilikan institusional dirumuskan sebagai berikut (Rizka dan Ratih 2009):

$$INST = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

Brailsford et al. (2002) menggunakan persentase perubahan dalam total aktiva tahunan sebagai indikator untuk pertumbuhan. Variabel ini diukur dengan menggunakan persentase pertumbuhan perubahan dalam total aset, yaitu total aset akhir tahun dibagi dengan total aset awal tahun.

- 2) *Free cash flow*

Free cash flow merupakan dana yang berlebih yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang diambil dari data perusahaan *Consumer Goods* yang go publik di BEI akhir periode tahun 2010 – 2013. Dengan menggunakan rumus sebagai berikut: (Handoko, 2002)

$$FCF = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak} - \text{dividen} + \text{Beban Penyusutan}}{\text{Total Aktiva}}$$

- 3) Kebijakan Hutang (DEBT)

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh manajemen dengan tujuan untuk dapat memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Syafi'i, 2011). Data yang diambil dari perusahaan *Consumer Goods* yang go publik di BEI akhir periode tahun 2010–2013. Kebijakan hutang dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total hutang atau kewajiban}}{\text{Total modal sendiri}}$$

DER merupakan salah satu rasio yang sangat penting, karena berkaitan dengan masalah kesepakatan modal (*trading on equity*), yang dapat memberikan pengaruh positif maupun negatif terhadap rentabilitas modal sendiri.

- 4) Nilai Perusahaan (PBV)

Nilai perusahaan diproksikan dengan price book value (PBV), data yang digunakan dari perusahaan *Consumer Goods* yang go publik di BEI akhir periode tahun 2010 – 2013. Nilai perusahaan dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{BV}$$

Prosedur Pengumpulan Data

Jenis Data

- 1) Data kuantitatif yaitu jenis data atau informasi yang dapat dinyatakan dengan angka yang dapat dihitung. Data dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data yang pengumpulan dan pengolahannya dilakukan oleh pihak lain yang didapat dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) dan website : www.idx.co.id berupa laporan keuangan perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013.
2. Data kualitatif yaitu data yang tidak berupa angka atau tidak dinyatakan dalam satuan tertentu, namun berupa keterangan atau uraian mengenai perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013.

Metode Analisis

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis struktur kepemilikan dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan untuk itu teknik analisis yang akan digunakan adalah *Path Analysis* (analisis jalur).

- 1) Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi tentang suatu data. Penelitian ini menggunakan statistik deskriptif yang terdiri dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, maksimum dan minimum.

- 2) Uji Asumsi Klasik

Sebelum dianalisis lebih lanjut, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik terhadap data yang meliputi uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji multikolinieritas, uji linieritas dan uji autokorelasi.

Uji Normalitas

Tujuan uji normalitas adalah untuk menguji apakah distribusi sebuah data mengikuti atau mendekati distribusi normal, yakni distribusi data dengan bentuk lonceng (*bell shaped*). Data yang baik adalah data yang mempunyai pola distribusi normal, yaitu distribusi data tersebut

tidak menceng ke kiri atau menceng ke kanan. Untuk melihat normalitas data dapat dilakukan dengan melihat histogram atau normal probabilitas plot. Menurut Ghozali (2006), pendeteksian normalitas dapat dilakukan dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik, yaitu jika data (titik) menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, hal ini menunjukkan data yang telah terdistribusi normal.

Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas muncul apabila kesalahan atau residual dari model-model yang diamati tidak memiliki varians yang konstan dari satu observasi ke observasi lainnya. Gejala heteroskedastisitas dapat diuji dengan menggunakan metode grafik, yaitu dengan melihat ada tidaknya pola tertentu yang tergambar pada *scatterplot*. (Santoso, 2006) menyatakan cara untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas adalah dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel dependen (ZPRED) dengan residunya (SRESID). Dasar pengambilan kesimpulan adalah jika ada pola tertentu seperti titik-titik (*point-point*) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit), maka telah terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang kuat antara satu variabel bebas dengan variabel bebas lainnya. Selain itu, uji multikolinearitas juga bertujuan untuk menghindari kebiasaan dalam proses pengambilan kesimpulan mengenai pengaruh pada uji masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Multikolinearitas terjadi jika variabel-variabel bebas juga saling berkorelasi (Santoso, 2006). Hasil uji multikolinearitas akan memperlihatkan :

Jika nilai *Tolerance* di bawah 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) lebih dari 10, maka terdapat multikolinearitas.

Jika nilai *Tolerance* di atas 0,10 dan nilai VIF kurang dari 10, maka tidak terdapat multikolinearitas.

Uji Linieritas

Uji linieritas bertujuan untuk mengetahui apakah variabel bebas dan variabel terikat yang digunakan dalam penelitian mempunyai

hubungan yang linier ataukah tidak secara signifikan (Wiyono, 2011). Uji ini biasanya digunakan sebagai prasyarat dalam analisis korelasi atau regresi linier. Pengujian dibantu program SPSS dengan menggunakan *Test For Linearity* dengan taraf signifikansi 0,05. Dua variabel penelitian dikatakan mempunyai hubungan yang linier bila signifikansi kurang dari 0,05.

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi (Ghozali, 2005). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*). Untuk mendeteksi gejala autokorelasi kita menggunakan Uji Breusch-Godfrey (BG Test) dilakukan dengan mencari nilai Probability dari $Obs \cdot R^2$ dan membandingkannya dengan tingkat signifikansinya.

Analisis Jalur

Path Analysis digunakan untuk menguji pengaruh variabel intervening. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, atau analisis jalur digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas (*eksogen*) terhadap variabel terikat (*endogen*) (Ghozali, 2005). Pada dasarnya koefisien jalur adalah koefisien regresi yang distandarkan (*standardized regression weights*) atau membandingkan koefisien *indirect effect* (pengaruh tidak langsung) dengan koefisien *direct effect* (pengaruh langsung). Pada dasarnya koefisien jalur adalah koefisien regresi yang distandarkan (*standardized regression weights*) atau membandingkan koefisien *indirect effect* (pengaruh tidak langsung) dengan koefisien *direct effect* (pengaruh langsung). Adapun persamaan regresi dapat dirumuskan sebagai berikut (Ghozali, 2007: 150):

$$Y_1 : \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon_1 \text{ persamaan } \dots \dots \dots (1)$$

$$Y_2 : \beta_3 X_1 + \beta_4 X_2 + \beta_5 Y_1 + \varepsilon_2 \text{ persamaan } \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

Y2 = Nilai perusahaan

Y1 = Kebijakan hutang

X1 = Kepemilikan institusional

X2 = *Free Cash Flow*

B1-5 = koefisien regresi *standardized*

ϵ_{1-2} = Error of term atau variabel pengganggu

tentang pengaruh Kepemilikan Intitusional dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan dapat dilihat pada Tabel 12 berikut:

Hasil Analisis JALUR (Path Analysis)

Hasil uji substruktur 1 dan substruktur 2

Tabel 1
Hasil Uji Path Analysis Pengaruh Struktur Kepemilikan Intitusional (X1) dan Free Cash Flow (X2) terhadap Kebijakan Hutang (Y1) dan Nilai Perusahaan (Y2)

N o.	Hubungan Antar Variabel	Efek Langsung	Efek Tak Langsung	Efek Total	Sig	Keterangan
1.	X1 à Y1	0,352	-	0,352	0,001	H1 diterima
2.	X2 à Y1	0,281	-	0,281	0,006	H3 diterima
3.	X1àY2	0,432	-	0,432	0,000	H2 diterima
4.	X2 à Y2	0,099	-	0,099	0,344	H4ditolak
5.	Y1 à Y2	0,088	-	0,088	0,431	H5 ditolak
6.	X1 àY1àY2	0,432	0,0309 (0,352 x 0,088)	0,4629 (0,432 + 0,0309)	-	Tidak mampu memediasi
7.	X2àY1àY2	0.099	0,0247 (0,281 x 0,088)	0,1237 (0,099+0,0247)	-	Tidak mampu memediasi

Sumber: Lampiran 7 dan 8 (data diolah)

Keterangan:

X1 = Kepemilikan Intitusional

X2 = *Free Cash Flow*

Y1 = Kebijakan Hutang

Y2 = Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran 7 dan 8 diperoleh persamaan:

Substruktur 1

$$Y1 = \beta_1 X1 + \beta_2 X2 + e_1$$

$$Y1 = 0,352 X1 + 0,281 X2 + e_1$$

$$\begin{aligned} \text{Error Term } (e_1) &= \sqrt{1 - R^2} \\ &= \sqrt{1 - 0,251} \\ &= \sqrt{0,749} \\ &= 0,865 \end{aligned}$$

Substruktur 2

$$Y2 = \beta_2 X1 + \beta_4 X2 + \beta_5 Y1 + e_2$$

$$Y2 = 0,432 X1 + 0,099 X2 + 0,088 Y1 + e_2$$

$$\begin{aligned} \text{Error Term } (e_2) &= \sqrt{1 - R^2} \\ &= 2 \sqrt{1 - 0,263} \\ &= \sqrt{0,737} \\ &= 0,858 \end{aligned}$$

Berdasarkan Tabel 12 dan perhitungan di atas dapat digambarkan model jalur akhir seperti Gambar 7 berikut:

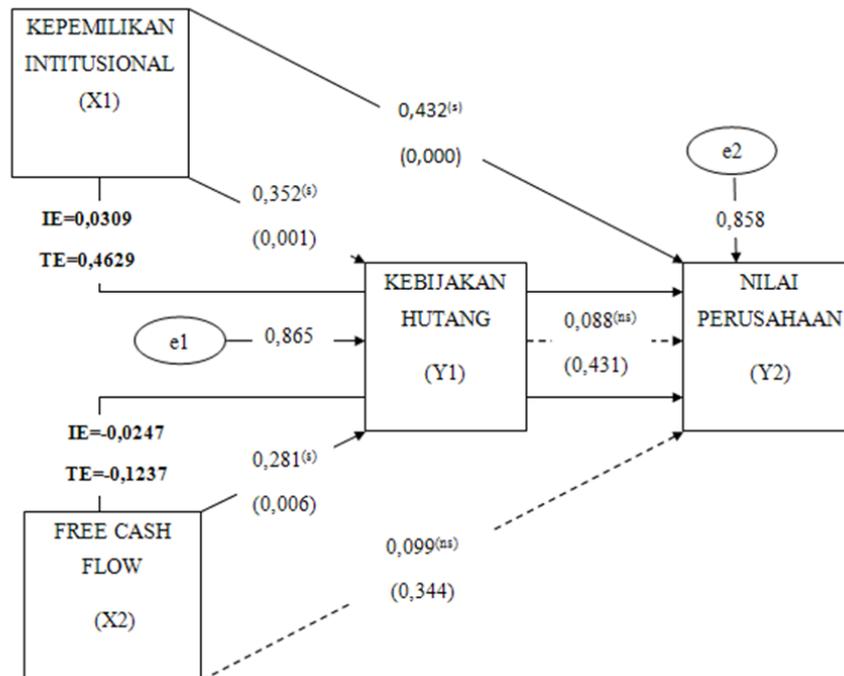


Diagram 2
Model Jalur Akhir

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis tentang Pengaruh Struktur Kepemilikan Intitusional dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan pada perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di BEI dilakukan dengan mengamati nilai koefisien *path* dan *critical ratio* (CR) yang identik dengan uji-t (taraf signifikansi) dalam regresi. Berdasarkan hasil uji substruktur 1 dan substruktur 2 pada Tabel 12 maka dapat dilakukan pengujian hipotesis dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

Hipotesis 1

Hipotesis pertama menyatakan bahwa Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif terhadap Kebijakan Hutang. Hasil analisis menunjukkan nilai efek langsung Kepemilikan Intitusional terhadap Kebijakan Hutang sebesar 0,352 dengan taraf signifikansi sebesar $0,001 \leq 0,05$. Hasil analisis tersebut menerima hipotesis yang diajukan. Hal ini berarti Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang sebesar 0,352.

Hipotesis 2

Hipotesis kedua menyatakan bahwa Kepemilikan intitusional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Hasil analisis menunjukkan nilai efek langsung Kepemilikan intitusional terhadap Nilai Perusahaan sebesar 0,432 dengan taraf signifikansi sebesar $0,000 \leq$

0,05. Hasil analisis tersebut menerima hipotesis yang diajukan. Hal ini berarti Kepemilikan intitusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan sebesar 0,432.

Hipotesis 3

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil analisis menunjukkan nilai efek langsung *free cash flow* terhadap kebijakan hutang sebesar 0,281 dengan taraf signifikansi sebesar $0,006 \leq 0,05$. Hasil analisis tersebut menerima hipotesis yang diajukan. Hal ini berarti *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan sebesar 0,281.

Hipotesis 4

Hipotesis keempat menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis menunjukkan nilai efek langsung *free cash flow* terhadap Nilai Perusahaan sebesar 0,099 dengan taraf signifikansi sebesar $0,344 \geq 0,05$. Hasil analisis tersebut menolak hipotesis yang diajukan. Hal ini berarti *free cash flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Hipotesis 5

Hipotesis kelima menyatakan bahwa Kebijakan Hutang berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Hasil analisis menunjukkan

nilai efek langsung Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan sebesar 0,088 dengan taraf signifikansi sebesar $0,431 \leq 0,05$. Hasil analisis tersebut menolak hipotesis yang diajukan. Hal ini bermakna Kebijakan Hutang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian kelima hipotesis tersebut dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Intitusional yang dimediasi oleh Kebijakan Hutang tidak mempengaruhi peningkatan Nilai Perusahaan dengan nilai pengaruh tak langsungnya lebih rendah dari pengaruh langsungnya ($0,0309 < 0,432$). Hal ini berarti Kepemilikan Intitusional tidak berpengaruh secara tak langsung terhadap Nilai Perusahaan melalui mediasi Kebijakan Hutang. *Free Cash Flow* yang dimediasi oleh Kebijakan Hutang tidak mampu mempengaruhi peningkatan Nilai Perusahaan karena nilai pengaruh tak langsungnya lebih kecil dari pengaruh langsungnya ($0,0247 < 0,099$). Hal ini bermakna *Free Cash Flow* tidak berpengaruh secara tak langsung terhadap Nilai Perusahaan melalui mediasi Kebijakan Hutang.

Pembahasan Penelitian

Pengaruh Jalur Langsung Pengaruh Kepemilikan Intitusional terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terlihat bahwa Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Penelitian ini menemukan bahwa dengan peningkatan Kepemilikan Intitusional berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang perusahaan akan menurun. Hasil temuan ini konsisten dengan penelitian sebelumnya dari (Nasrizal *et al*, 2010) dan (Larasati, 2011) yang menyatakan Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Hal ini berarti apabila semakin besar keterlibatan Kepemilikan Intitusional dalam pengawasan, maka penggunaan hutang akan semakin tinggi. Semakin tinggi pengawasan yang dilakukan oleh Intitusional maka dapat memonitoring kerja Manajer. Dengan keikutsertaan pemilik saham dalam pengawasan maka manager akan bekerja untuk kesejahteraan pemegang saham. Penggunaan hutang sebagai pembiayaan kegiatan perusahaan dapat memberikan keuntungan yang berasal dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat hutang akan mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Selain itu, penggunaan hutang mampu menarik pemegang saham untuk

melakukan kontrol yang lebih ketat dibandingkan perusahaan memperoleh pendanaan melalui penerbitan saham baru.

Pengaruh Kepemilikan Intitusional terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terlihat bahwa Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa semakin tinggi keterlibatan Kepemilikan Intitusional dalam perusahaan hal ini berpengaruh dengan Nilai Perusahaan akan semakin meningkat. Hasil temuan ini konsisten dengan penelitian sebelumnya dari (Sulistiyani, 2010) dan (Sukirni, 2012) yang menyatakan Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai perusahaan. Hal ini berarti dengan meningkatnya monitoring yang efektif oleh *institutional ownership* maka manager akan bekerja maksimal untuk pemegang saham. Dengan itu, Nilai Perusahaan dapat ditingkatkan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Kesejahteraan pemegang saham mampu dijadikan sebagai gambaran dari nilai perusahaan.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terlihat bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang. Penelitian ini menemukan bahwa dengan meningkatnya *Free Cash Flow* maka penggunaan Hutang akan meningkat. Hasil temuan ini menerima hipotesis yang diajukan sebelumnya penelitian yang dilakukan (Mouusa dan Chichti, 2011), (Indahningrum dan Ratih, 2009) dan (Gusti, 2008) yang menemukan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini terlihat bahwa dengan meningkatnya *Free Cash Flow* maka penggunaan Hutang akan meningkat. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi ada kecenderungan memiliki hutang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya *agency cost* yang berasal dari *free cash flow*

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terlihat bahwa *free cash flow* berpengaruh tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa dengan

meningkatnya *free cash flow* tidak terlalu berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Hasil temuan ini tidak konsisten dengan penelitian (Andini dan Wirawati, 2014) yang menemukan bahwa *cash flow* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti apabila ada peningkatan pada pendapatan perusahaan maka Nilai Perusahaan akan semakin meningkat. *Free Cash Flow* yang selalu dibagikan kepada pemegang saham akan dapat memuaskan kesejahteraan pemegang saham. Kepuasan pemegang saham dapat meningkatkan Nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terlihat bahwa Kebijakan Hutang berpengaruh tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa dengan meningkatkan Hutang maka tidak terlalu berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Hasil temuan ini tidak sesuai hipotesis yang diajukan sebelumnya dan bertentangan dengan penelitian yang dilakukan (Murdianti *et al.* 2012) dan (Utomo, 2009) yang menyatakan Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa dengan meningkatkan Hutang maka tidak terlalu berpengaruh dengan peningkatan Nilai Perusahaan.

Kesimpulan

Berdasarkan pada hasil analisis dan pembahasan terhadap hasil-hasil penelitian sebagai output dari pengumpulan dan pengolahan data serta pengujian hipotesis yang telah diuraikan pada bab-bab sebelumnya, maka pada penelitian ini dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

- 1) Kepemilikan Intitusional yang semakin tinggi mempengaruhi peningkatan Hutang perusahaan. Pengawasan pemilik saham yang maksimal mampu meningkatkan penggunaan hutang dalam pendanaan perusahaan. Ini menunjukkan manajemen perusahaan menggunakan hutang dalam pembiayaan perusahaan untuk menghindari *agency cost*.
- 2) Kepemilikan Intitusional yang semakin tinggi mampu mempengaruhi peningkatan Nilai Perusahaan. Pengawasan yang maksimal oleh pemilik saham mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena semakin tinggi pengawasan dari pemilik saham maka, manajer akan bekerja untuk kepuasan pemilik saham.

Dengan kepuasan pemilik saham maka Nilai Perusahaan akan meningkat.

- 3) *Free Cash Flow* yang semakin tinggi dapat mempengaruhi meningkatnya penggunaan Hutang. Hal ini dikarenakan semakin tinggi *Free Cash Flow* maka akan memperlihatkan kinerja perusahaan yang baik, dengan *Free Cash Flow* tinggi dana internal yang dimiliki perusahaan berlimpah. Perusahaan akan menggunakan hutang sebagai pendanaan untuk mengimbangi *Free Cash Flow*. Hutang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya *agency cost* yang berasal dari *free cash flow*.
- 4) Dengan meningkatnya *Free Cash Flow* tidak mampu mempengaruhi peningkatan Nilai Perusahaan. Hal ini dikarenakan semakin tinggi *Free Cash Flow* maka dana internal perusahaan akan tinggi, hal tersebut dapat memicu terjadinya *agency cost* yang dapat merugikan perusahaan.
- 5) Penggunaan Hutang yang tinggi tidak mampu mempengaruhi meningkatnya Nilai perusahaan. Semakin tinggi penggunaan hutang maka semakin tinggi resiko likuiditas terjadi. Dikarenakan perusahaan tidak mampu membayar hutang yang ada. Hal tersebut dapat mendekatkan perusahaan pada kebangkrutan.

Saran

Berdasarkan kesimpulan yang diperoleh dari penelitian ini, maka dapat disarankan sebagai berikut:

- 1) Saran untuk penelitian

Penelitian ini dapat dijadikan sumber ide bagi pengembangan penelitian di masa yang akan datang. Untuk pengembangan penelitian ini dapat disarankan kepada peneliti berikutnya untuk mengikutkan variabel-variabel lain yang bisa dijadikan ukuran variabel Kepemilikan Intitusional, *Free Cash Flow*, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. Variabel-variabel yang dimaksud antara lain *Free Cass Flow* dapat diukur dengan "*Selisih antara Arus Kas Operasi dengan Belanja Modal*", Kebijakan Hutang dapat diukur dengan menghitung "*perbandingan total hutang dengan ekuitas pemegang saham*", dan Nilai Perusahaan juga dapat diukur dengan *Earning Per Share* (EPS), dan *Price Earning Ratio* (PER). Peneliti selanjutnya juga disarankan untuk menambah jumlah industri perusahaan yang akan dipakai dalam penelitian sehingga akan didapatkan hasil yang lebih menyeluruh untuk keadaan perusahaan secara umum.

- 2) Saran untuk investor

Berdasarkan temuan hasil penelitian, diharapkan bagi investor untuk memperhatikan Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan yang dapat dilihat dari hutang perusahaan dan harga saham perusahaan. Hal ini harus diperhatikan para investor jika ingin menanamkan sahamnya agar memperoleh *capital gain* dan *return* sesuai dengan harapan para investor.

3) Saran untuk emiten

Untuk perusahaan *consumer goods* agar memperhatikan kebijakan keuangan mengenai *Free Cash Flow* dan Kebijakan Hutang agar dapat meningkatkan Nilai Perusahaan demi citra yang baik di mata para investor. Dengan citra yang baik akan menarik para investor untuk membeli saham perusahaan *consumer goods*.

Daftar Pustaka

- Brigham, Eugene F and Joel F.Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Satu, Edisi Sepuluh. PT. Salemba Empat : Jakarta.
- Fitri, Mega Mulyani. 2010. *Analisis Faktor Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan*. Universitas Diponegoro Semarang.
- Fury, K. Fitriah, dan Dina Hidayat. 2011. Pengaruh Kepemilikan Intitusional, Set Kesempatan Investasi dan Arus Kas Bebas Terhadap Hutang. Fakultas Ekonomi Universitas Padjadjaran.
- Hasnawati, 2005. Implikasi Keputusan Investasi. Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. Manajemen Usahawan Indonesia.
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, edisi 3, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jensen, M.C. 1988. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*, 76. May 1986, pg: 232-329.
- Karinaputri, Nanda. 2012. Analisis Kepemilikan Intitusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Kepemilikan Intitusional dan Kebijakan Hutang. Fakultas Ekonomi Universitas Tadulako.
- Mulianti, Fitri Mega. 2010, Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis*, Semarang : Fakultas Ekonomi UNDIP.
- Nasrizal, Kamaliah, dan Tika Rammi Syafitri. 2010. Analisis Pengaruh Free Cash Flow Kebijakan Deviden, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Kepemilikan Saham Intitusional terhadap Kebijakan Hutang. Fakultas Ekonomi Universitas Riau.
- Putri, Ginza Angelia Purwanto. 2013. Analisis Pengaruh kepemilikan Intitusional, Free Cash Flow, Investment opportunity set terhadap nilai perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervending. Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Rika. Nurela dan Islahudin. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan: dengan Persentase Kepemilikan Manajemen Sebagai Variabel Moderating. Simposium Nasional Akuntansi.
- Salvatore. Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro, 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Factor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ekonomi Manajemen*, Fakultas Ekonomi, Universitas Petra.
- Sulistiani, Nani. 2010. Pengaruh kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Intitusional, Kebijakan deviden dan Lverage Terhadap Nilai Perusahaan. Jurusan Muamalah Fakultas Syariah Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga. Yogyakarta.
- Utomo, Bambang Sakti Aji Budi. 2009. Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Ivestasi, dan kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Fakultas Ekonomi Non Reguler Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Wahidahwati. 2001 Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajemen, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen, Simposium.
- Wahyudi. Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi IX.
- Widodo, Priyono. 2007. Pengaruh Managerial Ownership, Intitusional Ownership dan Growth Terhadap Debt Ratio Pada Perus-

ahaan Jasa, Tidak Dipublikasikan, Surakarta, UNS.
www.idx.com
