

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP FREE CASH FLOW DAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN CONSUMER GOODS DI BURSA EFEK INDONESIA

**Ni Ketut Sukanti¹
Ni Luh Putu Wiagustini²**

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
email : melodimelodi988@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan dari dilakukan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap struktur modal. Dalam penelitian ini ditemukan hasil 1) Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Free Cash Flow*. 2) Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal. 3) *Free Cash Flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal. Kepemilikan Intitusional yang semakin tinggi mampu mempengaruhi peningkatan *Free Cash Flow* Perusahaan *Consumer Goods* Di Bursa Efek Indonesia. Kepemilikan Intitusional yang semakin tinggi mampu mempengaruhi peningkatan penggunaan hutang pada Perusahaan *Consumer Goods* Di Bursa Efek Indonesia. *Free Cash Flow* yang semakin tinggi tidak mampu mempengaruhi peningkatan penggunaan Hutang pada Perusahaan *Consumer Goods* Di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci : Kepemilikan institusional, *free cash flow* dan struktur modal.

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of institutional ownership and free cash flow to the capital structure. Institutional ownership is a proportion of shares held by institutions. The results showed that 1) Institutional ownership has a positive and significant impact on Free Cash Flow. 2) Institutional ownership has a significant and positive effect on capital structure. 3) Free Cash Flow has a significant negative effect on capital structure. The higher institutional ownership is capable of influencing the increase in Free Cash Flow of Consumer Goods Companies in the Indonesian Stock Exchange. The higher institutional ownership is capable of influencing the increased use of debt in the Consumer Goods Companies in Indonesia Stock Exchange. Free Cash Flow is not able to influence the higher increase in the use of debt of Consumer Goods Companies in Indonesia Stock Exchange.

Keywords: Institutional ownership, free cash flow and capital structure.

PENDAHULUAN

Peningkatan pertumbuhan perekonomian pada negara sedang berkembang seperti Indonesia memicu peningkatan konsumsi atas produk yang dihasil oleh

sektor *Consumer Goods*. Perusahaan *Consumer Goods* menjual lebih banyak produk dibandingkan dengan sektor lain dengan harga yang relatif murah. Dengan produk yang biasanya merupakan kebutuhan sehari-hari seperti makanan dan minuman ringan, kosmetik, perawatan tubuh, dan barang kelontong. Barang-barang ini biasanya dijual dalam kuantitas yang sangat besar sehingga keuntungan total perusahaan besar. (Brennan *et al*, 2013)

Dalam aktivitas pengelolaannya, pemilik perusahaan atau pemegang saham *consumer goods* tidak dapat melakukan pengelolaan perusahaan sendiri. Akan dipekerjakan pihak lain sebagai manajer yang akan melakukan aktivitas pengelolaan perusahaan. Pengelolaan perusahaan terkait keputusan keuangan perusahaan yang salah satunya adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan dalam hal ini terkait dengan keputusan struktur modal yang menguraikan komposisi penggunaan dana dari pihak internal dan dana dari pihak eksternal (Hasnawati, 2005).

Manajer dituntut untuk dapat memperbesar peningkatan nilai perusahaan serta maksimisasi kemakmuran pemilik perusahaan (pemegang saham). Pada kenyataannya manajer cenderung lebih mengutamakan kepentingan pribadi mereka. Hal inilah yang memicu timbulnya *agency conflict* antara pemilik dan manajer. Mekanisme yang dapat dilakukan untuk meminimalkan *agency conflict* adalah dengan memberikan persentase kepemilikan saham ke pihak manajerial (Bhakti, 2012), meningkatkan kepemilikan institusional untuk memonitor manajemen dan meningkatkan penggunaan hutang (Rachmawati dan Hanung, 2012).

Penelitian ini menyoroti salah satu penyebab konflik keagenan yaitu penggunaan aliran kas bebas (*free cash flow*) perusahaan oleh manajemen. Aliran kas bebas (*free cash flow*) adalah keuntungan bersih operasional perusahaan, setelah di perhitungkan investasi modal kerja dan aktiva tetap selama periode berjalan. *Free cash flow* pada dasarnya adalah hak dari pemegang saham sehingga investor akan menuntut pembagian *free cash flow* namun manajer berpandangan untuk menggunakan *free cash flow* melalui reinvestasi yang dapat menguntungkan mereka (Putri, 2013).

KAJIAN PUSTAKA

Berle dan Means (1932) mengembangkan teori agensi dan berpendapat bahwa terdapat kesenjangan antara pemilik (pemegang saham) dan pengelola perusahaan (manajer) yang timbul dari penurunan kepemilikan saham. Kondisi ini mengakibatkan para manajer untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan memaksimalkan nilai pemegang saham (nilai perusahaan).

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa manajer tidak selalu menjalankan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. *Agency Relationship* merupakan kesepakatan atau perjanjian antara satu atau lebih orang (*principal*) dengan beberapa orang lain (*agent*) untuk melakukan pengelolaan perusahaan, bertindak atas nama *principal* dan mendelegasikan beberapa pengambilan keputusan otoritas kepada *agent* ". Kenyataannya adalah bahwa kepentingan manajer dan pemegang saham tidak selalu sama. Manajer yang bertanggung jawab menjalankan perusahaan cenderung mencapai tujuan

pribadinya daripada memaksimalkan keuntungan pemegang saham. Manajer akan menggunakan kelebihan *free cash flow* yang tersedia untuk memenuhi kepentingan pribadinya bukannya meningkatkan nilai perusahaan (Jensen dan Ruback, 1983 ; Boodhoo, 2009).

Masalah utama yang dihadapi pemegang saham adalah untuk memastikan bahwa manajer tidak menghabiskan *free cash flow* untuk investasi yang tidak menguntungkan atau yang memiliki nilai NPV (*Net Present Value*) negatif. *Free cash flow* ini harus dikembalikan kepada pemegang saham misalnya untuk pembayaran dividen atau untuk biaya pemantauan manajer sehingga manajer bertindak rasional dan tidak bertentangan dengan kepentingan pemegang saham.

Penelitian terkait dengan kepemilikan institusional, *free cash flow* dan struktur modal telah banyak dilakukan diantaranya Nasrizal *et al.*, (2010) ; Larasati (2011) yang meneliti hubungan antara kepemilikan institusional dengan struktur modal khususnya keputusan terkait penggunaan hutang. Ditemukan hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal khususnya penggunaan hutang. Ini berarti bahwa semakin besar kepemilikan institusional maka hutang akan atau dengan kata lain kepemilikan institusional dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengatasi permasalahan agensi. Hasil berbeda ditemukan oleh penelitian yang dilakukan oleh Fury dan Dina (2011) yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap hutang dikarenakan adanya asumsi bahwa para *institutional ownership* dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga manajemen akan bekerja

untuk kepentingan para pemegang saham. Monitoring yang efektif oleh *institutional ownership* menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai Salah satu alat monitoring sudah diambil oleh *institutional ownership*, dengan demikian mengurangi *agency cost of debt*.

Penelitian terkait hubungan antara *free cash flow* dengan struktur modal perusahaan khususnya keputusan penggunaan hutang diantaranya dilakukan oleh Indahningrum dan Ratih (2009) ; Chen *et al* (2009) yang menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh yang searah (positif) dengan struktur modal perusahaan khususnya keputusan penggunaan hutang. Semakin tinggi *free cash flow* maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hasil didasari teori yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Hasil berbeda ditemukan oleh Nasrizal *et al* (2010) dan Mousa dan Chichti, (2011) yaitu *Free Cash Flow* tidak berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* belum mampu untuk mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost*. Arah *free cash flow* terhadap kebijakan hutang adalah negatif. Pengaruh ini ternyata mengindikasikan bahwa *free cash flow* dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengurangi biaya agensi.

METODE PENELITIAN

Pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan metode observasi non partisipan yaitu observasi yang dalam pelaksanaannya tidak

melibatkan peneliti sebagai partisipasi atau kelompok yang diteliti. Data yang dipergunakan adalah data keuangan perusahaan *consumer goods* tahun 2010-2013 yang tercantum pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2013. Sampel penelitian diambil 21 perusahaan dari keseluruhan populasi dengan metode *purposive sampling*. Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel adalah melakukan inisiasi dividen. Alasan penggunaan kriteria ini karena penelitian ini ingin mengkaji keputusan pendanaan (struktur modal) yang dilakukan oleh seluruh perusahaan *consumer goods* di BEI. Teknik analisis yang dipergunakan untuk melakukan analisis data adalah analisis jalur (*Path Analysis*), karena Analisis jalur merupakan metode langsung berkaitan dengan hubungan ganda secara simultan sehingga memberikan efisiensi analisa statistik.

Variabel yang dipergunakan adalah :

1) Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*) INST

yaitu persentase kepemilikan saham oleh institusional perusahaan *Consumer Goods* yang go publik di BEI akhir periode tahun 2010-2013. Kepemilikan institusional diukur dengan rasio kepemilikan institusional yang rumuskan sebagai berikut (Rizka dan Ratih 2009) :

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

2) *Free Cash Flow* (FCF)

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. *Free cash flow* diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (dalam rasio) :

$$\text{Laba Bersih FCF} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak - dividen + beban penyusutan}}{\text{Total aktiva}}$$

3) Struktur Modal

Struktur modal dalam penelitian ini adalah keputusan penggunaan hutang oleh perusahaan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan *Consumer Goods* yang *go publik* di BEI akhir periode tahun 2010 - 2013. Struktur modal diukur dengan menggunakan DER (Debt to Equity Ratio), dimana rumusnya adalah sebagai berikut (dalam rasio) :

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

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil pengujian statistik tentang pengaruh Kepemilikan Instusional dan *Free Cash Flow* terhadap Struktur Modal disajikan pada Tabel berikut :

Tabel 1. Hasil Uji Regresi Pengaruh Kepemilikan Instutisional (X) dan *Free Cash Flow* (Y₁) terhadap Struktur Modal (Y₂)

| No | Hubungan Antar Variabel | Efek Langsung | Efek Tak Langsung | Efek Total | Sig | Keterangan |
|----|-------------------------|---------------|-------------------|------------|-------|-------------------------|
| 1 | X → Y ₁ | 0.352 | - | 0.352 | 0.001 | H ₁ diterima |

| | | | | | | |
|----|-------------------------------------|-------|---------------------------|----------------------------|-------|-------------------------|
| 2 | $X \rightarrow Y_2$ | 0,432 | - | 0.281 | 0.006 | H ₂ diterima |
| 3. | $Y_1 \rightarrow Y_2$ | 0,099 | - | 0,099 | 0,344 | H ₃ ditolak |
| 4. | $X \rightarrow Y_1 \rightarrow Y_2$ | 0,432 | 0,0348 (0,352 x 0,099) | 0,4668 (0,432 + 0,0348) | - | Tidak mampu memediasi |

Hipotesis 1 (Kepemilikan Intitusional terhadap *Free Cash Flow*)

Hipotesis pertama menyatakan bahwa Kepemilikan Intitusional berpengaruh signifikan terhadap *Free Cash Flow* dengan nilai 0,352 dan 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 Struktur Modal sebesar 0,352.

Penelitian ini menemukan bahwa dengan peningkatan proporsi kepemilikan Intitusional berpengaruh terhadap Peningkatan *Free Cash Flow* perusahaan. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Wu (2005) dan Taheri *et al.*,(2014) yaitu Kepemilikan Intitusional berpengaruh signifikan dan positif terhadap *Free Cash Flow*. Temuan ini juga sesuai dengan teori *agency* yang menyebutkan bahwa peningkatan kepemilikan oleh investor intitusional akan mampu meningkatkan mekanisme pengawasan terhadap manajemen yang mengelola penggunaan *Free Cash Flow*.

Para manajer cenderung mengejar kepentingan pribadinya, dengan menggunakan *Free Cash Flow* untuk membayar gaji, tunjangan dan bonus mereka sendiri dan menggunakan *Free Cash Flow* untuk alternatif investasi yang tersedia tanpa selektif memilih proyek yang menguntungkan. Akibatnya free cash

flow yang tersedia menjadi semakin sedikit dan tidak efektif. Dengan peningkatan mekanisme pengawasan oleh investor institusional maka para manajer akan lebih selektif dalam memilih alternatif investasi dan tidak hanya bertindak untuk mengejar keuntungan pribadi tetapi untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham.

Hipotesis 2 (Kepemilikan Intitusional terhadap Struktur Modal)

Hipotesis kedua menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil analisis menunjukkan taraf signifikansi sebesar $0,006 < 0,05$. Hasil analisis tersebut menerima hipotesis yang diajukan. Hal ini berarti kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan sebesar 0,432.

Penelitian ini menemukan bahwa dengan peningkatan proporsi kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan akan meningkat. Hasil temuan ini konsisten dengan penelitian sebelumnya dari (Nasrizal et al, 2010) dan (Larasati, 2011) yang menyatakan Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti apabila semakin besar keterlibatan investor 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.

Hipotesis 3 (Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Struktur Modal)

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal. Hasil analisis menunjukkan taraf signifikansi $0,344 > 0,05$ yang artinya bahwa hipotesis ketiga ditolak. *Free Cash Flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Penelitian ini menemukan bahwa dengan meningkatnya *Free Cash Flow* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan khususnya penggunaan hutang. Meningkat atau menurunnya tingkat *Free Cash Flow* tidak berpengaruh pada keputusan menggunakan atau tidaknya hutang. Hasil temuan ini menolak hipotesis yang diajukan sebelumnya.

Peningkatan *Free Cash Flow* dipergunakan oleh manajer untuk mendanai investasi yang sesuai dengan proporsi peningkatan *Free Cash Flow* tersebut. Kondisi lain adalah ketika *Free Cash Flow* tidak mengalami peningkatan maka perusahaan memutuskan untuk tidak mendanai investasi manapun sehingga perusahaan tidak membutuhkan tambahan dana yang berasal dari *external financing* atau utang.

Pengaruh Mediasi Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal melalui Free Cash Flow

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* tidak mampu memediasi secara positif pada hubungan tak langsung antara Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal perusahaan. Dalam kajian lebih lanjut dapat dijelaskan bahwa pengaruh langsung Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal perusahaan sebesar 0,352 (Tabel 5.4) lebih besar dibandingkan dengan besarnya pengaruh tidak langsung melalui mediasi *Free Cash Flow* (0,0348) (Tabel 5.4). Hasil analisis ini memberikan gambaran bahwa kepemilikan institusional yang digunakan sebagai basis *Free Cash Flow* tidak mampu memberikan dampak yang lebih besar dari terhadap struktur modal perusahaan khususnya menyangkut keputusan penggunaan hutang.

Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian ini yaitu kaitan antara Kepemilikan Institusional terhadap *Free Cash Flow*, Hasil pengujian hubungan antara Kepemilikan Institusional dan Struktur pengaruh positif dan signifikan. Hasil pengujian hubungan antara *free cash flow* dan struktur modal, ditemukan bahwa *Free Cash Flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Ketiga hasil penelitian ini menegaskan bahwa kepemilikan institusional dan *free cash flow* perlu dijadikan pertimbangan bagi para manajer perusahaan ketika akan menentukan komposisi struktur modal perusahaan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini hanya terbatas meneliti kepemilikan institusional yang diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh institusional (INST), free cash flow yang diukur dengan jumlah aliran kas bebas perusahaan (FCF) dan struktur modal perusahaan yang diukur dengan *DER (Debt to Equity Ratio)* pada perusahaan *Consumer Goods* di BEI periode 2010-2013, diharapkan penelitian kedepan mengkaji aspek yang lebih luas dan mendalam terkait *Agency Theory*, mengkaji sektor yang berbeda dengan alat ukur masing-masing variabel yang berbeda dan apabila dimungkinkan melakukan kajian di tempat atau negara yang berbeda.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

- 1) Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Free Cash Flow*. Kepemilikan Intitusional yang semakin tinggi mampu mempengaruhi peningkatan *Free Cash Flow* Perusahaan *Consumer Goods* Di Bursa Efek Indonesia.
- 2) Kepemilikan Intitusional berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal. Kepemilikan Intitusional yang semakin tinggi mampu mempengaruhi peningkatan penggunaan utang pada Perusahaan *Consumer Goods* di Bursa Efek Indonesia.
- 3) *Free Cash Flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal. *Free Cash Flow* yang semakin tinggi tidak mampu mempengaruhi

peningkatan penggunaan utang pada Perusahaan *Consumer Goods* Di Bursa Efek Indonesia.

Saran

1) Saran untuk penelitian selanjutnya

- a. Penelitian selanjutnya dapat melakukan pengkajian yang lebih mendalam terkait struktur modal dengan menambahkan variabel lain diluar variabel kepemilikan institusional dan *free cash flow*
- b. Peneliti selanjutnya dapat melakukan analisa mendalam dengan menambah periode penelitian atau menerapkan teori yang ada pada sektor industri lain di Bursa Efek Indonesia
- c. Peneliti berikutnya dapat menggunakan ukuran yang berbeda dalam mengukur variabel Kepemilikan Intitusional, *Free Cash Flow* dan Struktur Modal. Ukuran lain untuk variabel *Free Cash Flow* antara lain “selisih antara arus kas operasi dengan belanja modal. Variabel struktur Modal dapat diukur dengan menghitung ‘perbandingan total hutang dengan ekuitas pemegang saham”, sehingga akan didapatkan hasil yang lebih menyeluruh untuk keadaan perusahaan secara umum.

2) Saran untuk emiten (perusahaan)

Untuk perusahaan *consumer goods* agar memperhatikan kebijakan keuangan terutama terkait struktur modal perusahaan karena dipengaruhi oleh kepemilikan institusional dan *free cash flow* perusahaan.

REFERENSI

- Acharya, Viral, V. 2007. *Is Cash Negatif Debt? A Hedging Perspective On Corporate Financial Polices*. New York
- Ahmed, Parvez and Sudhir Nanda. 2000. *Style Investing: Incorporating Growth Characteristics in Value Stocks*. Pennsylvania State University at Harrisburg.
- Atmaja, Lukas Setia. 2002. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi.
- Bathala. T Chenchuramala, Kenneth P. Moon, and Ramesh P. Rao. 1994. *Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Intitutional Holding : Agency Perspective*. North Dakota State University.
- Berle, A.A. and Means, G.C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. The Macmillan Company, New York, NY.
- Bhakti, Adam Dustin. 2012. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2011. *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya*, Malang
- Boodhoo, Roshan. 2009. Capital Structure and Ownership Structure : a Review Literature. *The Journal of Online Education*, New York.
- Brennan, Jim ; Kelly, Greg and Martinez, Anne. 2013. *Though Choices for Consumer Goods Companies*. *McKinsey and Company Report*.
- Brigham, Eugene F and Joel F.Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku Satu, Edisi Sepuluh*. PT. Salemba Empat : Jakarta.
- Chen, Kevin C.W. ; Chen, Zhihong and Wei, K.C. John. 2009. Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1375436>
- Christine, Dwi Karya Susilawati ; Agustina, Lidya dan Tin, Se. 2012. Faktor-Faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.16, No.2 Mei 2012, hlm. 178–187
- Connel, John J 1990. Additional evidence on equity ownershmn and corporate value. *Bussines of the University of Chicago*.
- Crutchley, Claire E ; Jensen, Marlin R.H ; Jahera, John S. and Raymond, Jennie E. 1999. Agency Problem and the Simultaneity of Financial Decision Making : The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*. Vol 8, pp. 177-197
- Dewi, Ni Made Pratiwi. 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan-Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Thesis*. Program Pascasarjana Universitas Udayana

- Erni, Masdupi. 2005. Pengaruh Insider Ownership, Struktur Modal, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Unpad*. Vol.11, No.1
- Fahmi, Irham. 2012. *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung : Alfabeta
- Fahmi, Irham. 2012. *Pengantar Pasar Modal*. Bandung : Alfabeta
- Fama, E.F., dan Jensen, M.C. 1983. Agency Problem and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, 26, pp. 327-49.
- Fitri, Mega Mulyani. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Universitas Diponegoro Semarang*.
- Fuad. 2005. Simultanitas dan Trade-off Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi Peran dan Corporate Ownership. *Simposium Nasional Akuntansi*.
- Fury, K. Fitriah, dan Dina, Hidayat. 2011. Pengaruh Kepemilikan Intitusional, Set Kesempatan Investasi dan Arus Kas Bebas Terhadap Hutang. *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Padjadjaran*.
- Harahap, Ludwina dan Ratna, Wardani. 2012. Analisis Komprehensif Pengaruh *Family Ownership*, Masalah Keagenan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, *Corporate Governance* dan *Opportunity Growth* terhadap Nilai Perusahaan. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- Hasnawati. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta,” *Manajemen Usahawan Indonesia*.
- Horne, James C. and Wachowicz, John M. 2012. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan* (Buku 1) Edisi. 13. Jakarta : Salemba Empat
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih, Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 11, No.3, pp. 189-207
- Imam, Ghozali. 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. pg: 232-329.

- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, pp.305-360
- Jensen, Michael C and Ruback, S Richard. 1983. The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, Issue 1-4, pp.5-50
- Karinaputri, Nanda. 2012. Analisis Kepemilikan Intitusional, Kebijakan Deviden, Profitabilitas dan pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang*.
- Karpavicious, Sigitas and Fanyu. 2011. A Test of The Free Cash Flow Hypothesis : The Impact of Increased Institutional Holdings on Firm Characteristics. *Journal of Economic*. Shanghai University of Finance and Economics.
- Kim, Wi Saeng and Eric, H Sorensen. 2009. Evidence on the Impact of the Agency Losses Of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial Buisnis Administration*. University of washington.
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Kepemilikan Intitusional dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Tadulako*.
- Lehn, Kenneth and Annette, Paulsen. 2012. Free Cash Flow and Stock Holder Gains In Going Pripate Transactions. *Article Online*.
- Lins, Karlv. 2003. Equity Ownershsm and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analisis*. Campus Center Dreve Salt Lake City.
- Listyani, Theresia T. 2005. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Intitusional. *Jurnal Riser Akuntansi Indonesia*.
- Mahadwarthan, Putu A, dan Jogiyanto, Hartono. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpendensi ANTARA Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V Semarang*.
- Mamduh, Hanafi. 2004. *Manajemen Keuangan Edisi I*. BPF: Yogyakarta.
- Mardianti, Umi ; Gatot, Nasir Ahmad dan Ria, Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Deviden Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta*
- Moh'd, Mahmud A. 2005. The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy. *Analysis Article Online*.
- Moussa, Fatima Ben and Chichti, Jameleddine. 2011. Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach. *Ecole Supérieure de Commerce de Tunis*, Campus Universitaire de La Manouba B.P, Tunisie.

- Mulianti, Fitri Mega. 2010. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis*, Semarang : Fakultas Ekonomi UNDIP.
- Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13 pp.187-221. North Holland
- Najjar, Basil Al and Taylor, Peter. 2008. The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure. *Managerial Finance*. Vol.24, pp.919-933
- Nasrizal, Kamauah, dan rika Rammi Syafitri. 2010. Analisis Pengaruh Free cash Flow Kebijakan Dividen, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Kepemilikan Saham Intitusional terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ekonomi Universitas Riau*.
- Nuringsih, Kartika. 2005 . Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*.
- Pozen, R. C. (1994). Institutional investors: The reluctant activists. *Harvard Business Review* 72, 140–149.
- Psillaki, Maria dan Nikolaos, Daskalakis. 2009. Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small Bussines Economic*. pp 319-333
- Putri, Ginza Angelia Purwanto. 2013. Analisis Pengaruh kepemilikan Intitusional, Free Cash Flow, Investment opportunity set terhadap nilai perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervending. *Jurnal Ekonomi Universitas Diponegoro*.
- Rachmawati, Andri dan Hanung, Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi*.
- Reyna, Juan M San Martin. dan Jorge A. Duran-Encalada. 2012. Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence Horn Mexican Firms. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation (IEMI)*, Volume 8, Issue 3, 2012: 35-57
- Rika, Nurela dan Islahudin. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan : dengan Persentase Kepemilikan Manajemen Sebagai Variabel Moderating. *Simposium Nasional Akuntansi*.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE. Yogyakarta.
- Rohmawati, Apriliana Nuzul. 2012. Analisis Faktor Kebijakan Hutang yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan. *Jurnal Universitas Diponegoro Semarang*.

- Rustendi, Tedi dan Faris, Jimmi. 2008. Pengaruh Hutang dan kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur, *Jurnal Akuntansi FE Unsil*.
- Safitri, Rahniadani Nasution. 2009, Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pendapatan Saham pada Sektor Telekomunikasi di Bursa Ejeék Indonesia. *Skripsi*. Medan: Fakultas Ekonomi. Universitas Sumatra Utara.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta.
- Sartono, R. Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Sheikh, Nadeem Ahmed dan Zongjun Wang. 2011. Determinants of capital structure An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*. Vol. 37 No. 2, 2011 pp. 117-133 @Emerald Group Publishing Limited
- Sudarsono. Heri. 2008. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Sugiono, Metode Penelitian Bisnis, Bandung: CV. Alfabeta, 2005.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro, 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Factor Intern dan Faktor Ekstem Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ekonomi Manajemen*, Fakultas Ekonomi, Universitas Petra.
- Sulistiani, Nani. 2010. Pengaruh kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Intitusional, Kebijakan deviden dan Laverage Terhadap Nilai Perusahaan. Jurusan Muamalah Fakultas Syariah Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga. Yogyakarta.
- Taheri, Fatemeh., Asadollahi, Seyyed Yahya and Niazian, Malek. 2014. The Impact of Institutional Ownership and Managerial Ownership on The Relationship Between Free Cash Flow and Asset Utilization. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Science*. Vol.4, pp.895-900
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Intitusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif *Theory Agency. The Indonesian Journal of Accounting Research*. Vol. 5, No.1
- Wu, Lingling. 2005. The Impact of Ownership Structure and Free Cash Flow on Capital Structure and Dividend Policy of Japanese Listed Firms. *Thesis*. City University of Hong Kong