

Dr. La Ode Hasiara, Drs., S.E.,M.M., M.Pd., Ph.D., Ak., CA.

MANAJEMEN KEUANGAN

BERBASIS HASIL PENELITIAN



Dr. La Ode Hasiara, Drs., S.E.,M.M., M.Pd., Ph.D., Akt., CA.

MANAJEMEN KEUANGAN BERBASIS HASIL PENELITIAN



MANAJEMEN KEUANGAN BERBASIS HASIL PENELITIAN

Dr. La Ode Hasiara, Drs., S.E., M.M., M.Pd., Ph.D., Akt., CA.

Editor:

Muh. Fatoni Rohman, M.Pd.

Tata Letak Isi dan Desain Sampul

Much. Imam Bisri

Penerbit :

TUNGGAL MANDIRI

Anggota IKPI JTI

Jl. Taman Kebun Raya A-1 No. 9

Pakis - Malang 65154

Telp/Faks. (0341) 795261

e-mail: tunggalmandiri.cv@gmail.com

Cetakan 1, Desember 2015

Jumlah: xiv + 198

Ukuran 15,5 x 23 cm

Perpustakaan Nasional: Katalog Dalam Terbitan (KDT)

ISBN: 978-602-8878-55-5

Hak Cipta dilindungi oleh undang-undang.
Dilarang mengutip atau memperbanyak sebagian
atau seluruh isi buku tanpa seizin tertulis dari penerbit.

Sambutan Direktur Politeknik Negeri Samarinda

Pertama-tama saya menyampaikan terima kasih atas penghargaan serta memberikan sambutan, sekaligus mengucapkan terima kasih dan selamat, atas terbitnya buku “Manajemen Keuangan Berbasis Hasil Penelitian” (Hasil Kajian Empiris). Dan cocok diterapkan pada berbagai Jenis Pendidikan, baik pendidikan Vokasi maupun Pendidikan Akademik.

Tidak dapat dipungkiri bahwa perkembangan ilmu pengetahuan dapat dilakukan salah satunya adalah melalui penelitian. Dan ilmu pengetahuan saat ini semakin maju dan berkembang pada semua aspek kehidupan. Oleh karena itu, diperlukan motivasi dan inovasi bagi tenaga-tenaga profesional yang dapat mengembangkan ilmu pengetahuan melalui penelitian. Dan buku yang berjudul “Manajemen Keuangan Berbasis Hasil Penelitian” ini merupakan langkah maju dalam pengayaan sumber-sumber pembelajaran. Materi ini disusun berdasarkan hasil penelitian yang pernah dilakukan baik penulis sendiri maupun penulis yang lain, dapat dilihat dalam buku ini.

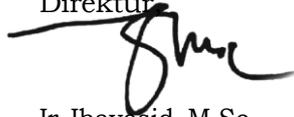
Buku manajemen keuangan cukup banyak beredar di berbagai media, baik di Toko buku maupun diberbagai Perpustakaan yang ada di tanah air, namun masih jarang ditemukan buku-buku referensi bersumber dari hasil-hasil penelitian. Oleh karena itu, materi yang dibahas di dalam buku ini secara umum bersumber dari hasil penelitian.

Kepada penulis, secara pribadi saya ucapkan terima kasih atas motivasi dan inovasi dalam mengembangkan karirnya sebagai tenaga pendidik (dosen) di lingkup Perguruan Tinggi bidang terapan (Vokasi). Dan sekalilagi saya ucapkan selamat atas terbitnya buku yang kesekian kalinya. Dengan motivasi dan inovasi yang dimiliki sehingga penulis dapat menyelesaikan bebarapa buku referensi, semoga motivasi tersebut dapat berimplikasi pada meningkatkan semangat dan motivasi penulisan serta terbitan buku-buku berikutnya. Oleh karena itu, dengan terbitnya buku ini, saya sangat mengapresiasi dan berharap hal ini dapat memberikan

implikasi positif dalam rangka pengembangan ilmu pengetahuan dewasa ini, karena semua rana kehidupan manusia telah terjama dengan ilmu pengetahuan yang begitu maju dan berkembang, yang dibarengi dengan budaya yang semakin maju dan berkembang seiring dengan kemajuan perkembangan teknologi saat ini.

Samarinda, 31 Desember 2015

Direktur

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Ibayasid', written over a horizontal line.

Ir. Ibayasid, M.Sc.

Kata Pengantar

Assalamu alaikum wr.wb.

Buku manajemen keuangan berbasis hasil penelitian, buku ini disajikan dalam bentuk hasil-hasil penelitian, baik yang dilakukan penulis maupun peneliti yang lainnya. Buku ini dibuat dalam waktu yang cukup lama karena kajian buku ini disusun dari hasil penelitian sejak tahun 2008 sampai dengan 2015. Manajemen keuangan cukup banyak ditemukan di berbagai tempat, misalnya di toko Buku, perpustakaan Daerah, dan perpustakaan lembaga Pendidikan Tinggi.

Materi dalam buku ini terdiri atas 10 (sepuluh) Bab, yang terdiri dari: Bab I, Menyangkut pendahuluan, isinya membahas tentang (A) Pengantar, (B) Keputusan Pendanaan, (C) Teori Struktur Modal Secara Umum, (D) Daftar Rujukan. Bab II, Menyangkut Nilai Perusahaan, dan memuat tentang (A) Pengantar, (B) Nilai Pemegang Saham, (C) Teori Keagenan, (D) Teori Pengsignalan, (E) Teori Keagenan Masalah Aliran Kas Bebas, (F) Teori Keagenan Masalah Kontrak Utang, dan Aliran Kas Bebas. Daftar Rujukan. Bab III, Mengenal Pemegang Saham yang menjelaskan tentang (A) Pengantar, (B) Sikap dan Perilaku Manajer, (C) Dampak Positif, (D) Tujuan dilakukan Pengkajian (F) Kontribusi Kajian. Daftar Rujukan.

Bab IV, Beberapa Kajian Empiris dalam Penelitian Kuantitatif, yang terdiri atas: (A) Pengantar, (B) Beberapa Kajian Empiris, (C) Teori Struktur Modal, (D) Pendekatan Laba Bersih, (E) Pendekatan Laba Operasi Bersih, (F) Pendekatan Tradisional, (G) Pendekatan Modigliani dan Miller. Daftar Rujukan.

Bab V, Struktur Modal Perusahaan, terdiri atas: (A) Pengantar, (B) Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (C) Nilai Perusahaan, (D) Kajian Teoretik. Daftar Rujukan. Bab VI, Aspek Ekonomi dalam Manajemen Keuangan, yang terdiri atas: (A) Pengantar, (B) Piutang dan Perediaan (C) Profitabilitas, (D) Manajemen Modal Kerja, (E) Jenis-Jenis Modal Kerja, (F) Perputaran Modal Kerja, (G) Kebutuhan Modal Kerja, (H) Laporan Keuangan, (I) Penggolongan dan Penyajian Rekening di Dalam Neraca, (J) Penggolongan Aktiva, (K) Penggolongan Utang dan Modal, dan (L) Laporan Laba-Rugi, (M) Bentuk Format Neraca, (N) Bentuk (For-

mat) Laporan Laba Rugi. Daftar Rujukan. Bab VII, Investor dan Pasar Modal, yang terdiri atas: (A) Pengantar, (B) Manajemen Laba, (C) Aliran Kas Bebas dan Manajemen Laba. Daftar Rujukan. Bab VIII Aliran Kas Bebas, yang terdiri dari (A) Pengantar, (B) Aliran Kas Bebas Set Kesempatan Investasi dan Dividen, (C) Rerangka Teori dan Model Konsptual, (D) Beberapa Pernyataan. Daftar Rujukan. Bab IX Pengembangan Manejemen Keuangan, yang terdiri dari (A) Pengantar, (B) Current Performance, (C) Dividend Sustainability/Stability, (D) Kebijakan Dividen, (E) Stock Performance (Kinerja Saham. Daftar Rujukan. Bab X Analisis Kinerja Perusahaan, yang terdiri atas (A) Pengantar, (B) Metode Pengukuran Kinerja Perusahaan, (C) Laporan Keuangan, (D) Kinerja Keuangan. Daftar Rujukan.

Dan buku ini masih banyak terdapat kelemahan, sehingga di sana-sini penulis mengharapkan saran dan kritikan yang bersifat konstruktif, demi perbaikan buku ini di masa yang akan datang, atas saran koreksi dari pemakai buku ini, kami ucapkan terima kasih.

Samarinda, 31 Desember 2015

Penulis

Prakata

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah Swt., karena dengan berkat rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulisan buku ini dapat dirampungkan. Buku ini ditulis untuk mengembangkan pengetahuan yang ditekuni selama berpuluh-puluh tahun, yang kesemuanya sebagai syarat profesional pada bidang pendidikan baik akademik maupun vokasi. Penulisan buku ini merupakan salah satu bentuk penyampaian ekspresi pengetahuan yang terpendam dalam ingatan. Oleh karena itu, ingatan-ingatan tersebut akan lebih baik jika dituangkan dalam sebuah tulisan, yang nantinya dapat menambah wawasan untuk mengembangkan pengetahuan yang tertata melalui tulisan, dan pembenahan di masa yang akan datang.

Manajemen keuangan bukan ilmu yang statis. Oleh karena itu, perlu dilakukan berbagai penelitian dari berbagai sudut pandang masing-masing. Hal ini dapat memberikan pemahaman yang lebih luas bahwa manajemen keuangan bukan sekadar mengelola uang atau menata keuangan, akan tetapi manajemen keuangan telah mengalami perkembangan yang cukup luas. Wilayah manajemen keuangan bukan saja dikenal dalam perusahaan akan tetapi semua organisasi memerlukan uang.

Di Indonesia saat ini sejak tahun 1990-an ke atas telah berkembang sistem perbankan Syariah, untuk itu perlu dilakukan penelitian tentang sistem perbankan syariah, karena bank-bank konvensional saat ini telah melakukan perluasan usahanya dengan cara membuka perbankan syariah. Dari fenomena tersebut beberapa perguruan tinggi di Indonesia saat ini telah membuka konsentrasi salah satunya Universitas Brawijaya Malang telah membuka konsentrasi syariah dan Universitas Mula Warman membuka konsentrasi Ekonomi Islam. Dari berbagai konsentrasi tersebut maka perlu melakukan berbagai pengkajian yang lebih dalam melalui penelitian. Karena ilmu pengetahuan yang baik dan benar salah satunya dikembangkan melalui penelitian ilmiah. Semua materi yang dibahas baik itu di perbankan Syariah maupun konvensional, maka yang banyak dibahas adalah bagaimana pengelolaan keuangan yang baik dan benar.

Di samping untuk mengembangkan profesionalisme penulis, juga mengharapkan penulisan buku ini dapat menambah wawasan pengetahuan dan wawasan para pembaca bahwa saat ini telah banyak pengkajian manajemen keuangan pada berbagai bidang ilmu, yang terkait dengan keuangan

itu sendiri, misalnya akuntansi sosial, akuntansi syari'ah, akuntansi lingkungan, akuntansi psikologi, akuntansi keperilakuan, akuntansi sektor publik dan akuntansi pemerintahan masih banyak akuntansi-akuntansi yang berkaitan dengan keuangan. Penulis akan merasa senang, jika kritik dan saran yang bersifat konstruktif disampaikan melalui media komunikasi yang berkembang saat ini, yaitu email melalui internet, tolong kritik dan saran saudara kirimkan ke alamat penulis, hasiaral@gmail.com.

Dengan cara tersebut penulisan buku selanjutnya akan lebih bermanfaat dan mempunyai arti yang lebih baik untuk perbaikan-perbaikan tulisan di masa-masa yang akan datang. Karena pengembangan ilmu pengetahuan melalui penelitian lalu dipublikasikan dengan berbagai cara seperti jurnal, artikel, prosiding dan buku ajar serta buku referensi, dan itu merupakan kehusan bagi pengembang profesional guru dan dosen berdasarkan Undang-Undang No.14/2005 tentang guru dan dosen. Guru dan dosen yang produktif bukan hanya mengajar, 24 jam s.d. 38 jam perminggu, tetapi guru dan dosen yang diharapkan profesi adalah harus memiliki inovasi untuk mengembangkan ilmu pengetahuan melalui penelitian. Kemudian dari hasil penelitian tersebut disalurkan melalui jurnal, artikel, prosiding, buku ajar dan buku referensi.

Samarinda, 31 Desember 2015

Penulis,

Untuk

Kupersembahkan Buku ini Kepada, Almamaterku dan Pemerhati Pendidikan yang lainnya

1. Akademi Bank dan Keuangan (ABK) sekarang berubah menjadi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIEM-JONGAYA) di Makassar, sebagai dasar mengenal Pendidikan Tinggi (D3), gelar, **B.Sc.**
2. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIE-YPUP) Jurusan Akuntansi di Makassar (S1), sebagai dasar memahami Akuntansi, **Drs.**
3. Fakultas Ilmu Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Hasanuddin (UNHAS) di Makassar (S1 dan Akuntan), sebagai dasar memperkuat ilmu akuntansi, gelar, **S.E., Akt.**
4. Universitas Mulawarman (UNMUL) di Samarinda, sebagai tempat menambah wawasan ilmu akuntansi dan akuntansi keuangan pemerintah daerah (S2), gelar, **M.M.**
5. Universitas Negeri Malang (UM) di Malang, sebagai tempat menjejalajahi ilmu manajemen pendidikan (S2), gelar, **M.Pd.**
6. Universitas Brawijaya (UB) di Malang, sebagai tempat memperdalam ilmu Akuntansi dengan disertasi Akuntansi Keuangan Pemerintah Daerah (S3), gelar, **Dr.**
7. Universitas Negeri Malang (UM) di Malang, sebagai tempat menjejalajahi ilmu manajemen pendidikan (S3), gelar, **Dr./Ph.D.** (pilih salah satu)
8. Bangsaku, Negeriku dan Daerahku yang tercinta.
9. Istriku tercinta Nurtisa, S.E., serta anakku (L.M.Hariadi, S.ST., & Wa Ode Hasryani) dengan sabar penuh pengertian dan mendukung penulisan buku ini, serta sabar menunggu penyelesaian Studi Program Doktor yang ditempuh.

Daftar Isi

Sambutan Direktur Politeknik Negeri Samarinda	iii
Kata Pengantar	v
Prakata	vii
Daftar Isi	ix
BABI PENDAHULUAN	1
A. Pengantar	1
B. Beberapa Teori Modal	2
C. Keputusan Pendanaan	5
D. Upaya Meningkatkan Nilai Perusahaan	6
Daftar Rujukan	12
BABII NILAI PERUSAHAAN	17
A. Pengantar	17
B. Nilai Pemegang Saham	18
C. Teori Keagenan	20
D. Teori Pengsignalan	22
E. Teori Keagenan Masalah Aliran Kas Bebas	24
F. Teori Keagenan Masalah Kontrak Utang, dan Aliran Kas Bebas	26
Daftar Rujukan	29
BAB III PENGENAL PEMEGANG SALAM	31
A. Pengantar	31
B. Sikap dan Perilaku Manajer	32
C. Dampak Positif	36
D. Tujuan Dilakukan Pengakajian	38
E. Kontribusi Kajian	39
Daftar Rujukan	41
BABIV BEBERAPA KAJIAN EMPIRIS DALAM PENELITIAN KUANTITATIF	43
A. Pengantar	43
B. Beberapa Hasil Kajian Empiris	44

C. Teori Struktur Modal	50
D. Pendekatan Laba Bersih	51
E. Pendekatan Laba Operasi Bersih	52
F. Pendekatan Tradisional	53
G. Pendekatan Modigliani dan Miller	54
Daftar Rujukan	55
BAB V STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN	59
A. Pengantar	59
B. Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal	66
C. Nilai Perusahaan	76
D. Kajian Teoretis	77
Daftar Rujukan	84
BAB VI ASPEK EKONOMI DALAM MANAJEMEN	
KEUANGAN	91
A. Pengantar	91
B. Piutang dan Persediaan	96
C. Profitabilitas	100
D. Manajemen Modal Kerja	103
E. Jenis-Jenis Modal Kerja	108
F. Perputaran Modal Kerja	109
G. Kebutuhan Modal Kerja	110
H. Laporan Keuangan	111
I. Penggolongan dan Penyajian Rekening di Dalam Neraca	
J. Penggolongan Aktiva	112
K. Penggolongan Utang dan Modal	114
L. Laporan Rugi Laba	115
M. Bentuk Format Neraca	115
N. Bentuk (Format) Laporan Laba Rugi	116
Daftar Rujukan	116
BAB VII INVESTOR DAN PASAR MODAL	119
A. Pengantar	119
B. Manajemen Laba	121

C.	Aliran Kas Bebas dan Manajemen Laba	124
	Daftar Rujukan	127
BAB VIII	ALIRAN KAS BEBAS DAN MANAJEMEN LABA	129
A.	Pengantar	129
B.	Aliran Kas Bebas, Set Kesempatan Investasi dan Dividen	131
C.	Rerangka Teori dan Model Konseptual	137
D.	Beberapa Pernyataan	139
	Daftar Rujukan.....	145
BAB IX	PENGEMBANGAN MANAJEMEN KEUANGAN	149
A.	Pengantar	149
B.	Current Performance	154
C.	Dividend Sustainability/Stability	158
D.	Kebijakan Dividen	167
E.	Stock Performace (Kinerja Saham)	168
	Daftar Rujukan.....	169
BAB X	ANALISIS KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN	173
A.	Pengantar	173
B.	Metode Pengukuran Nilai Perusahaan	177
C.	Laporan Keuangan.....	179
D.	Kinerja Keuangan	182
	Daftar Rujukan.....	198

BAB I

PENDAHULUAN

A. Pengantar

Perusahaan dapat dipandang sebagai perkumpulan dana dari berbagai sumber. Pemegang saham dan investor menanamkan dananya pada perusahaan dalam bentuk penyertaan modal, sedangkan Kreditur menanamkan dananya dan tampak sebagai pinjaman perusahaan. Sebelum membuat keputusan pendanaan, perusahaan harus mempertimbangkan kombinasi sumber-sumber dana yang ekonomis guna pembelanjaan kebutuhan investasi serta kegiatan usahanya (Weston, Brigham, 1999).

Pada prinsipnya, setiap perusahaan membutuhkan dana sebagai biaya aktivitas operasionalnya, baik sebagai investasi maupun untuk kepentingan lainnya. Pemenuhan kebutuhan dana tersebut dapat berasal dari dalam perusahaan (sumber intern) dan dari luar perusahaan (sumber ekstern). Sumber intern yaitu sumber dana yang berasal dari hasil operasi perusahaan. Sumber dana jenis ini diambil dari dana yang dibentuk dan dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, seperti dana keuntungan yang tidak dibagikan atau keuntungan yang ditahan di dalam perusahaan serta penyusutan-penyusutan aktiva tetap. Sumber ekstern yaitu dana yang diambil dari sumber-sumber di luar perusahaan yakni sumber dana yang berasal dari penyertaan modal oleh pemilik (emisi saham baru) yang dapat membentuk modal sendiri.

Di samping itu, sumber ekstern dapat berasal dari utang seperti kredit dari bank, lembaga keuangan atau penjualan obligasi yang nantinya dapat membentuk modal asing. Perusahaan pada umumnya cenderung menggunakan modal sendiri sebagai modal permanen daripada modal asing, apabila dana yang diperlukan kurang mencukupi.

Keputusan pendanaan memiliki peran strategis bagi kesejahteraan pemilik dan kelangsungan hidup perusahaan. Sejumlah teori telah muncul untuk menjelaskan perbedaan keputusan pendanaan bagi setiap perusahaan. Teori struktur modal pendekatan Modigliani dan Miller (1958) mengungkapkan bahwa keputusan struktur pendanaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (1958) juga menyatakan bahwa nilai asset perusahaan ditentukan oleh *operating cash flow* bukan oleh struktur pendanaan.

Modigliani dan Miller (1963) mereview konsep tersebut dengan mempertimbangkan adanya pajak yang menyatakan, bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal. Jika perusahaan menggunakan utang, maka nilai perusahaan meningkat. Nilai perusahaan yang menggunakan utang sama dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang ditambah dengan perlindungan pajak. Semakin banyak menggunakan utang, semakin tinggi nilai perusahaan. Ini disebabkan karena *return* pemegang saham dibayarkan dari pendapatan setelah pajak, sementara *return* pemilik utang dibayarkan dari pendapatan sebelum pajak. Dengan demikian, penggunaan utang mengakibatkan pendapatan setelah pajak yang tersedia bagi pemegang saham menjadi lebih besar dari pada jika perusahaan tidak menggunakan utang.

B. Beberapa Teori Modal

Selain teori Modigliani dan Miller di atas, teori struktur modal yang banyak mendapat perhatian adalah teori *signaling* dan *asimetris informasi*, teori *pecking order* dan teori *trade-off*. Teori struktur modal dikembangkan atas dasar asumsi-asumsi pengambilan keputusan yang rasional. Tetapi pada kenyataannya pengambilan keputusan dapat dipengaruhi oleh aspek perilaku. Buku ini berusaha untuk mengkaji salah satu aspek perilaku yaitu aspek *ability* manajerial yang dikaitkan dengan keputusan pendanaan dan dampaknya terhadap nilai perusahaan.

Teori *signaling* menyatakan bahwa jika seorang manajer yang memiliki informasi bagus tentang perusahaan dan berusaha untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor, sedangkan investor tidak percaya begitu saja terhadap informasi tersebut karena adanya *asimetri informasi*, maka cara yang dapat dilakukan untuk meyakinkan investor tersebut adalah dengan memberikan signal berupa porsi utang yang tinggi pada struktur modal (Ross, 1977). Investor memberikan nilai yang lebih tinggi kepada perusahaan yang memiliki utang lebih besar. Teori *signaling* memprediksi bahwa terdapat hubungan positif antara struktur modal dan nilai perusahaan (Ross, 1977).

Teori *pecking order* Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu tentang hirarki sumber dana. Esensi teori ini adalah adanya dua jenis modal yaitu *external financing* dan *internal financing*. Pemilihan sumber external menyebabkan adanya *asimetri informasi* antara manajemen dengan pemegang saham. Myers (1984), menampilkan *balancing theory* yang menyeimbangkan manfaat (perlindungan pajak) dengan pengorbanan (bunga) yang timbul akibat penggunaan utang oleh perusahaan. Brealey *et al.*, (2008), mengemukakan bahwa perusahaan dapat meningkatkan utang manakala penghematan pajak (*tax shield*) lebih besar dari pengorbanannya. Myers dan Majluf (1984) menekankan pada pentingnya *financial slack* untuk mendanai proyek. Perusahaan dengan *financial slack* yang cukup tidak perlu menerbitkan utang atau saham untuk mendanai proyek-proyek barunya sehingga tidak terjadi *asimetri informasi*.

Teori *pecking order* tidak mengindikasikan target struktur modal, tetapi menjelaskan urutan-urutan pendanaan. Menurut teori *pecking order*, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Jika ada kesempatan investasi, maka perusahaan mencari dana untuk mendanai kebutuhan investasi tersebut. Dana internal perusahaan merupakan pilihan utama pemenuhan dana investasi sedangkan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Hanafi, 2008).

Teori *trade-off* menyatakan bahwa struktur modal yang optimal ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang (*tax shield benefit of leverage*) dengan *cost of financial distress* dan *agency problem*. Teori ini mengemukakan bahwa perusahaan mencapai *optimal*

debt-equity ratio dengan cara menukarkan manfaat utang dengan biayanya (Sugiarto, 2009). Utang memberi kesempatan kepada perusahaan untuk menjalankan investasi yang memberikan hasil *net present* positif ketika perusahaan tidak memiliki dana yang cukup. Menurut teori *signaling*, penggunaan utang memberikan signal berita baik, bahwa perusahaan memiliki kinerja baik. Masulis (1988) menemukan bahwa harga saham meningkat ketika perusahaan mengumumkan kenaikan utang. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang menurut *trade-off theory* meningkatkan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976), mengembangkan teori perusahaan: perilaku manajerial, biaya *agency* dan struktur kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976) juga mengintegrasikan elemen-elemen dari teori agensi, teori hak property dan teori keuangan untuk mengembangkan teori struktur kepemilikan perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa perusahaan merupakan rekanan yang berperan menghubungkan individu-individu melalui kontrak. Hubungan keagenan merupakan mekanisme kontrak antara penyedia modal atau *principals* dengan para agen. Kontrak dirancang untuk meminimalkan biaya keagenan sebagai akibat adanya masalah keagenan.

Teori *Agency* menyatakan bahwa struktur modal harus disusun dengan baik untuk mengurangi konflik antara berbagai kelompok yang berkepentingan pada perusahaan (Hanafi, 2008). Konflik kepentingan ini terjadi antara pemegang saham dengan manajemen, pemegang saham dengan pemegang utang, dan manajer dengan pemegang saham. Konflik bisa terjadi karena keberbedaan kepentingan antar satu pihak dengan pihak yang lain. Sebagai contoh konflik antara manajer dengan pemegang saham terjadi karena tindakan para manajer sebagai agen yang lebih mengutamakan kepentingan pribadi dari pada kepentingan pemilik perusahaan. Kepentingan seperti menaikkan gaji, membangun gedung yang mewah, mobil pribadi, dan pemberian bonus. Keputusan tersebut tidak berkaitan dengan kesejahteraan pemilik perusahaan sehingga menimbulkan konflik keagenan karena perusahaan memiliki *free cash flow* yang sangat besar.

Konflik antara pemegang saham dengan pemegang utang terjadi, jika utang mencapai jumlah yang signifikan dibandingkan dengan saham. Pemegang saham tergoda melakukan substitusi aset dengan beroperasi untuk meningkatkan risiko perusahaan. Risiko yang meningkat mengun-

tungkan bagi pemegang saham, karena memungkinkan mencapai keuntungan yang lebih besar dapat terwujud. Hal tersebut merupakan berita buruk bagi pemegang utang. *Pay off* pemegang utang dikenakan bunga sebesar yang dibayarkan dan tidak bergantung pada seberapa besar keuntungan yang diperoleh perusahaan.

Pemberi pinjaman selalu berharap agar bisnis yang dijalankan perusahaan berjalan aman sehingga dana yang dipinjamkan dapat kembali, dan menguntungkan, namun pemegang saham dapat saja memilih bisnis yang berisiko tinggi dengan harapan dapat memperoleh *return* yang lebih tinggi. Kreditur akan dirugikan jika perusahaan mengambil proyek berisiko tinggi, karena dapat meningkatkan risiko kebangrutan bagi perusahaan. Bila proyek yang berisiko tinggi itu berhasil, pemberi pinjaman hanya memperoleh kompensasi berupa bunga pinjaman, tetapi menanggung semua beban dana jika proyek tersebut gagal. Proyek yang berisiko tinggi hanya dapat menguntungkan pemegang saham dan merugikan kreditur (Jensen dan Meckling, 1976).

C. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan harus dilakukan secara efektif dan efisien untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Kesejahteraan para pemegang saham diperlihatkan dalam wujud semakin tingginya nilai perusahaan atau harga saham sebagai pencerminan dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen (Sutrisno, 2005). Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingginya tingkat kesejahteraan para pemilik perusahaan.

Nilai perusahaan selain dapat diukur dari harga sahamnya, juga dapat diukur menggunakan *dividend yield* yang mengukur nilai perusahaan (Hamington dan Wilson, 1989). Rata-rata perkembangan harga saham perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2005-2009 menunjukkan adanya peningkatan dari tahun ke tahun yakni harga saham pada tahun 2005 sebesar Rp 4.997,- meningkat menjadi Rp 7.077,- di tahun 2007, turun menjadi Rp 6.667,- di tahun 2008 dan meningkat menjadi Rp 14.279,- pada tahun 2009 dengan tingkat pertumbuhan 32,05% per tahun. Sedangkan *dividend yield* mengalami peningkatan sejak tahun 2005 sebesar 4,12% menjadi 11,19% pada tahun 2008 dan turun

menjadi 2,54% pada tahun 2009 dengan tingkat pertumbuhan 33,37% pertahun (data di olah dari *Indonesian Capital Market Directory* 2009).

Fenomena meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh harga saham pada perusahaan manufaktur di BEI, terjadi pada kondisi struktur modal perusahaan yang secara umum lebih banyak menggunakan modal sendiri dibandingkan dengan perusahaan yang menggunakan modal dari pinjaman atau utang. Hal ini bertentangan dengan Modigliani dan Miller (1963), yang menyatakan bahwa tambahan utang meningkatkan nilai perusahaan, karena penghematan pajak dari beban bunga utang perusahaan. Karena dalam kondisi penggunaan utang yang lebih kecil dari modal sendiri, terjadi peningkatan harga saham perusahaan di tahun 2009, tetapi *dividend yield* mengalami penurunan.

Kim (2007) mengemukakan bahwa semakin besar penggunaan utang oleh perusahaan semakin besar resiko investasi, dan menurunkan nilai perusahaan. Sujono (2010), menemukan bahwa industri manufaktur di Indonesia masih terlalu banyak menggunakan utang, sehingga mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Sudarma (2004), dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa tambahan utang perusahaan menurunkan nilai perusahaan, hal ini disebabkan oleh utang perusahaan yang sudah melampaui batas maksimal, sehingga tambahan utang dapat menimbulkan *financial distress* dan *agency cost* lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari pembayaran bunga utang. Peningkatan utang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan utang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan *agency cost*.

D. Upaya Meningkatkan Nilai Perusahaan

Guna meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis, apakah kebutuhan dana perusahaan sebaiknya dipenuhi dengan modal sendiri atautkah dipenuhi dengan modal asing sebelum membuat keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Hal ini seharusnya juga terjadi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dalam membuat keputusan struktur modalnya. Perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber-sumber dana yang ekonomis guna membiayai investasinya. Kondisi perkembangan sumber pendanaan pada perusahaan

manufaktur di BEI selama tahun 2005-2009 seperti terlihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 1.1 Perkembangan Rata-Rata Total Utang, *Equity*, Laba Bersih dan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2005-2009 (Jutaan Rupiah).

Uraian	2005	2006	2007	2008	2009	Rata-rata	Pertumbuhan (%)
Total Utang	1,601,634	1,526,675	1,802,152	2,231,863	2,111,080	1.854.681	12,45
<i>Equity</i>	1,285,748	1,441,252	1,708,961	2,055,286	2,420,036	1.782.256	17,13
Utang Jk. Panjang	632,226	482,854	515,359	648,074	657,880	587.279	5,70
Laba bersih	253,426	246,109	338,632	451,351	588,649	375,634	22,52
Struktur modal	49,17%	33,50%	30,16%	31,53%	27,18%	34,31%	-12,77

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* 2010 (data di olah)

Pada Tabel 1.1 di atas, dapat diketahui bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sejak tahun 2005 sampai dengan tahun 2008 lebih banyak menggunakan utang sebagai pendanaan dibandingkan modal sendiri, sedangkan pada tahun 2009 lebih banyak menggunakan modal sendiri. Struktur modal perusahaan menunjukkan penurunan sejak tahun 2005 dari jumlah sebesar 49,17%, menjadi 27,18% pada tahun 2009. Perkembangan total rata-rata struktur modal perusahaan sebesar 34,31% dengan tingkat pertumbuhan sebesar -12,77% setiap tahun. Terjadinya penurunan struktur modal ini disebabkan oleh peningkatan total utang yang lebih rendah dibandingkan peningkatan total *equity*. Total utang perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2005-2009 rata-rata sebesar Rp1.854.681- juta dengan pertumbuhan sebesar 12,45% per tahun. Sumber pembiayaan dengan *equity* selama tahun 2005-2009 rata-rata sebesar Rp 1.782.256- juta dengan pertumbuhan 17,13% per tahun. Meningkatnya jumlah *equity* disebabkan oleh peningkatan laba bersih perusahaan dengan tingkat pertumbuhan mencapai 22,52% per tahun. Laba bersih yang diperoleh dapat memperbesar jumlah *equity* perusahaan dalam bentuk laba ditahan.

Fenomena tersebut, bertentangan dengan Ross (1977), yang mengemukakan bahwa salah satu cara yang dapat dilakukan manajer untuk memberikan *signal* positif terhadap kinerja perusahaan adalah *signal* porsi utang

yang tinggi pada struktur modalnya. Investor dapat membedakan kinerja perusahaan dengan melihat struktur modal perusahaan dan investor dapat memberikan nilai yang tinggi pada perusahaan dengan porsi utangnya yang besar. Tetapi dalam kenyataannya perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia menunjukkan peningkatan penggunaan *equity* yang lebih besar dalam membiayai aktivitya.

Hasil temuan sejumlah peneliti menunjukkan bahwa jika dana internal cukup tersedia maka perusahaan kurang atau tidak menggunakan utang (Allen, 1993; Hammes, 2000; Chen dan Jiang, 2001; Prasad, *et al.*, 2001; Frank dan Goyal, 2002; Tong dan Green, 2004; Buferna, 2005; Qiu dan Smith, 2005). Perusahaan yang tampak mengikuti *pecking order theory* dengan kebijakan mempertahankan *spare borrowing capacity*, yang berarti perusahaan selalu berusaha memperbesar tingkat *profitabilitynya* untuk meningkatkan laba ditahan (Allen, 1993).

Perolehan laba bersih perusahaan rata-rata sebesar Rp375.634,- juta dengan tingkat pertumbuhan 22,52% per tahun, menunjukkan tingginya kemampuan (*ability*) CEO dalam mengelola perusahaan sehingga dapat menghasilkan laba bersih yang terus meningkat. Meningkatnya laba bersih yang diperoleh perusahaan, dapat disebabkan oleh para CEO yang memiliki pengalaman cukup lama dalam mengelola perusahaan, ditunjang umur CEO yang telah mapan, pendidikan yang cukup memadai dan adanya kepemilikan CEO terhadap perusahaan (Annual Report tahun 2009, diambil secara acak dari sepuluh perusahaan manufaktur).

Apabila perusahaan beroperasi secara efisien maka keutungan yang diperoleh akan besar sehingga perusahaan dapat mengalokasikan laba yang dihasilkan untuk kebutuhan investasi (Morgan *et al.*, 1978). Investasi tersebut diharapkan dapat menghasilkan tingkat pengembalian laba yang lebih tinggi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Fluktuasi *profitability* yang tidak terprediksi dengan peluang investasi dan dapat menghasilkan laba ditahan yang cukup. Pilihan pendanaan dari penerbitan utang dapat menyebabkan risiko keuangan perusahaan (Ghosh dan Francis, 1999; Weston dan Brigham, 1999; Prasad, *et al.*, 1997). Risiko keuangan adalah kenaikan risiko pemegang saham yang melebihi risiko bisnis sebagai akibat dari penggunaan *leverage* keuangan yang diukur dengan *degree of operating leverage* (Smith, 2000). Sedangkan penerbitan saham baru memiliki biaya transaksi, oleh karenanya perusahaan berusaha menghindari

penerbitan saham dibanding penerbitan utang (Emery, *et al.* 1994; Ghosh dan Francis, 1999).

Fenomena di atas menimbulkan berbagai permasalahan pada sumber dana atau struktur modal perusahaan. Penggunaan utang selain mengubah struktur modal perusahaan juga memperbesar risiko bagi perusahaan dan pemegang saham (Mougoue dan Mukherjee, 1994). Risiko ini berasal dari kenaikan utang yang dapat memperbesar risiko kebangkrutan dan menurunkan nilai perusahaan akibat besarnya biaya modal. Namun di sisi yang lain, penggunaan utang juga dapat meningkatkan laba per lembar saham (EPS) karena memunculkan penghematan pajak dari bunga, depresiasi dan amortisasi. Sedangkan, penggunaan modal sendiri dalam bentuk laba yang ditahan dapat menimbulkan *opportunity cost* yang semakin tinggi apabila perusahaan menggunakan saham preferen, karena dividen saham preferen bersifat kumulatif yang menjadi kewajiban perusahaan untuk membayar dividen setiap saat seperti pembayaran bunga atas utang. Di samping itu, penggunaan modal sendiri dalam bentuk saham **biasa** menyebabkan timbulnya biaya penerbitan atau *transaction cost* yang berusaha dihindari oleh perusahaan, karena penerbitan saham **biasa** memberi informasi yang negatif kepada investor (*asymmetric information*). Penggunaan masing-masing sumber dana tersebut mempunyai implikasi yang berbeda sehingga perusahaan akan mencari sumber dana yang paling murah untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Mengacu pada beberapa penelitian determinan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, ditemukan adanya hasil yang tidak konsisten pada temuan hasil penelitian. Ketidakkonsistenan tersebut tercermin pada hasil penelitian Bhagat *et al.* (2010), yang menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif *ability* CEO terhadap ratio utang jangka panjang (struktur modal), karena utang jangka panjang menurun bersamaan dengan meningkatnya *ability* CEO. Huang dan Sheng (2010) menunjukkan bahwa perusahaan dengan CEO yang lebih berpengalaman mendapatkan keuntungan lebih tinggi dan meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian Bhagat *et al.* (2010), Bathala (1994), Moh'd *et al* (1998), dan Huang dan song (2006), menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajer berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Temuan ini tidak sejalan dengan penelitian Agrawal dan Mandelker (1987), bahwa kepemilikan manajer berpengaruh positif terhadap struktur modal. Selanjutnya,

Ituriaga dan Santz (2001) menemukan bahwa kepemilikan saham manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Sudarma (2004), menemukan bahwa kepemilikan manajer tidak berpengaruh terhadap struktur modal dan nilai perusahaan.

Penelitian tentang *dividen payout ratio* terhadap *leverage* (struktur modal) oleh Mohd *et al.*, (1998), Frank dan Goyal (2002), Tong dan Green (2004), Zou dan Xiao (2006), Baros dan Silveira (2007), menemukan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Penelitian Sudarma (2004) menyimpulkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Selanjutnya Hammes (2000), Deesomsak *et al.* (2004), Chen (2004), Tong dan Green (2004), Buferna *et al.* (2005), Fattout *et al* (2005), Huang dan Song (2006), Baros dan Silveira (2007), menemukan bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan *profitability* tinggi memperbesar sumber dana internal melalui laba ditahan. Tingginya dana internal perusahaan mengurangi pendanaan perusahaan dengan utang. Dengan demikian *profitability* berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang, yang berarti penelitian tersebut mendukung teori *pecking order*. Namun tidak sesuai dengan hasil penelitian Prasad *et al* (2001), Choi (2003), Delcoure (2006), dalam temuannya bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap struktur modal, yang berarti mendukung teori *trade off*.

Penelitian tentang *non-debt tax shield* (NDTS), menemukan adanya pengaruh negatif *non-debt tax shield* (NDTS) yang signifikan terhadap struktur modal (Choi. 2003; Chen, 2004; Deesomsak *et al*, 2004; Fattout *et al*, 2005; Huang *et al*, 2006). Hasil penelitian ini menunjukkan dukungan terhadap teori *trade off*. Sedangkan Prasad *et al* (2001), Delcoure (2006), menemukan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal, yang berarti mendukung teori *pecking order*. Sudarma (2004), Zou dan Xiao (2006), tidak menemukan adanya pengaruh *non-debt tax shield* terhadap struktur modal.

Penelitian tentang pajak dilakukan oleh Choi (2003), Delcoure (2006), menghasilkan sebuah temuan bahwa pajak **berpengaruh signifikan positif** terhadap struktur modal. Hasil temuan ini tidak sejalan dengan Huang dan Song (2006), bahwa pajak **berpengaruh signifikan negatif** terhadap struktur modal. Sudarma (2004) mengemukakan bahwa per-

usaha publik di Indonesia tidak memperhatikan pembayaran pajak dalam pengambilan keputusan pendanaan dari utang. Penggunaan utang dapat mengurangi beban pajak, yang berarti meningkatkan *cash flow* perusahaan. Pengaruh positif beban pajak terhadap struktur modal menunjukkan dukungan terhadap teori *trade off*.

Cash flow adalah sumber dana internal yang dapat dijadikan modal untuk membiayai investasi. Semakin besar *cash flow* yang dihasilkan, semakin besar dana internal perusahaan yang akan mempengaruhi penilaian kinerja perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Pike dan Dobbins, 1986). Perusahaan-perusahaan dengan keuntungan dan *cash flow* operasi yang tidak stabil, membatasi nilai utangnya, sedangkan perusahaan yang memiliki *cash flow* operasi yang stabil lebih banyak menanggung utang (Brigham dan Houston, 2006). Gugler, *at al.* (2005), dan Liu dan Smith (2005), mengemukakan bahwa semakin besar *cash flow* yang dihasilkan maka semakin besar dana internal perusahaan. Milton dan Scherdan (1999), Frank dan Goyal (2002) menyatakan bahwa *cash flow* berpengaruh negatif terhadap *firm value*. Hasil penelitian Harris (1991) dan Jemi Benardi K. (2007), menunjukkan bahwa *cash flow* memberikan dampak nyata terhadap *leverage* dan nilai perusahaan. Penelitian yang menemukan pengaruh negatif *cash flow* terhadap struktur modal menunjukkan dukungan terhadap berlakunya teori *pecking order*.

Penggunaan utang menyebabkan laba yang diperoleh dari manfaat pajak, sepanjang keseimbangan antara biaya modal utang dan manfaat pajak, dapat dioptimalkan. Hal ini dikarenakan semakin bermanfaat penggunaan utang maka akan memperbesar laba yang mengakibatkan peningkatan harga saham dan nilai perusahaan atau *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Hammes, 2000; Choi, 2003; Rigor dan Mansouri, 2003; D'Mello dan Farhat, 2004; Titman dan Tsyplakov, 2005). Namun temuan penelitian penggunaan utang tersebut, tidak sejalan dengan temuan penelitian Cleary (1999) bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, karena perusahaan yang memiliki utang terlalu besar maka semakin tinggi struktur modal dan menyebabkan biaya modalnya semakin tinggi melebihi manfaat pajak.

Struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, karena adanya penghematan pajak penghasilan yang lebih besar dari biaya *distress* dan biaya agen. Pada batas tertentu penggunaan utang

justru menurunkan nilai perusahaan, karena keuntungan penghematan pajak penghasilan tidak sebanding dengan besarnya biaya *distress* dan biaya agen (Harris (1991); Mukerjee (1997))

Obyek data penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Alasan pemilihan perusahaan manufaktur, karena perusahaan manufaktur mempunyai porsi lebih besar yakni 47,76% dari jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan manufaktur dalam melakukan proses produksi cenderung menggunakan aktiva tetap berupa mesin-mesin dibandingkan perusahaan jasa yang lebih bersifat padat. Kondisi ini memungkinkan, perusahaan manufaktur tidak hanya membiayai aktivitya dengan modal sendiri tetapi juga perlu pembiayaan dengan modal asing.

DAFTAR RUJUKAN

- Allen, David E. (1993). The Pecking Order Hypothesis Australian Evidence, *Applied Financial Economics*. **3**: 101-112
- Barros, L.A.B de C., Silveira, Alexandre DM. (2007). Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinant Capital Structure, *Social Science Research Network Electronic Paper collection: Http://ssrn. Com/Abstract*.
- Bathala, T. C. Moon P. Kenneth, and Rames P Roa. (1994). Managerial Ownership, Debt Polycy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency theory perspective. *Financial Management*. **23** (3):38-50
- Bhagat Sanjai and Bolton Brian. (2010). Manager Characteristics and Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*.
- Brealey, Myers, Marcus. (2008). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*, Jilid 1, Edisi kelima, Penerbit Eralangga, Jakarta
- Brigham E.F. & Houston J.F. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*, Jilid 2, Edisi ke lima Salemba Empat. Jakarta.
- Buferna, Fackher E. and Alessandra G. (2005). Determinants of Capital Structure Evidence From Libya, *Research Paper Series*. p.1-25
- Chen, Linda H. and George J. Jiang. (2001). The Determinan of Duchth Capital Structure Choice, *Journal of Economic*.p.1-25
- Chen,Long and Xinlai Zhao. (2004). Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios and Capital Structure Choices.p.1-26

- Choi, Young Rok. (2003). Texas and Corporate Capital Structure. p.1-41
- Claessens, S., Djonkov, S., Lang, Larry H.P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal Of Financial Economics*. **58**:81-112
- Cleary, Sean. (1999). The Relationship Between Firm Investment and Financial Status, *The Journal Of Finance*. **54** (2): 673-692
- D'Mello, R and J. Farhat. (2004). A. Comparative Analysis Of Proxies For Target Capital Structure.
- Deesomsak Ratapom, Krianah Paudyal, Gioia Pescetto. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence From the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*. **14**: 387-405.
- Delcours Natalya. (2006). The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. *International Review of Economics and Finance*. Article in Press.
- Emery, Douglas R., Mai E. Iskandar-Datta, and Jong-Chu Rhim. (1994). Capital Structure Management As A Motivation For Calling Convertible Debt, *The Journal Of Financial Research*. **17** (1): 91-104
- Fattouh Bassam, Pasquale Scaramozzino, Laurence Harris. (2005). Capital Structure in South Korea: A Quantile Regression Approach. *Journal of Development Economics*. Vol.76 p.231-250
- Frank, Murray Z. and Fidhan K Goyal. (2002). Capital Structure Decisions. *Journal of Financial Economics*. P.1-20
- Ghosh, A and Francis C. (1999). Capital Structure ; New Evidence of Optimality and Pecking Order Theory, *The American Business Review*.
- Gugler, Kalus, Dennis C. Mueller and B Buncin Yurtoglu. (2005). Corporate Governance and The Determinants of Investment. *Journal Of Financial Economics*.
- Hammes, Klaus, 2000. Essays on Capital Structure and Trade Financing.
- Hanafi M. Mamduh. (2008). *Manajemen keuangan*, Cetakan kedua, Edisi 1, Penerbit BPFE-Yogyakarta.
- Harris, Milton and Artur Raviv. (1991). The Theory Of Capital Structure, *The Journal Of Finance*. **46**:297-355
- Huang Guihai, Frank M. Song. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economics Review*. **17**:14-36

- Huang, Sheng. (2010). CEO Characteristic, Corporate Decisions and Firm Value Evidence from corporate refocusing. SSRN: <http://ssrn.com>.
- Husnan, Suad dan Enny Pujiastuty. (1994). *Manajemen Keuangan*, Edisi I, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- Itturiaga, F.J.L, and Sanz J.A.R. (2001). Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equation Analysis of Spanish Games. *Journal of Management & Governance*. **5**:179-204
- Jemi Benardi K. (2007). Analisis Pengaruh Cash Flow dan Kebijakan Pecking Order Terhadap Leverage dan Investasi serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan. Disertasi, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya. Malang.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. (1976). Theori of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economic*. **3**:305-360.
- Kim, Yongmin. (2007). The Proportion and Social Capital of Outside Directors and Their Impacts on Firm Value: Evidence form Korea, *Corporate Governance* Vol. 15. No.6.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., Vishny, R.W. (1998). Low and Finance, *Journal Of Political Economy*, **106**:1113-1155.
- Liu, Chen Miao and Stephen D. Smith. (2005). Hedging, Finance, and Investments Deciation: A Simultaneous Equations Framework, *Workong Paper*.
- Masulis R. W. (1988). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates, *Jurnal of Finance* **48** (1):107-126.
- Milton, Bernadette A. and Catherine S. (1999). The Impact of Cash Flow Volatility On Diacretionary Investment and The Cost Of Debt An Equity Finance. *Journal Of Financial Economics*.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller. (1958). The Cost Of Capital, Corporation Finance and The Theory Of Investment, *American Economic Review*. **48**: 261-275
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost Of Capital: A Correction, *American Economic Review*. June.
- Moh'd M.A, Perry L.G, and Rimbey James.N., 1998. The Impact of Ownership Structure and Corporate Debt Policy: Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*. **33**:35-98

- Morgan, Ieuan and Jacques Saint-Pierre. (1978). Dividend and Investment Decisions Of Canadian Firms, *Canadian Journal Of Economics*
- Mougoue, Mbodja and Tarun K. Mukherjee. (1994). An Investigation Into The Causality Among Firms' Dividend, Investment, And Financing Decisions, *The Journal Of Financial Research*
- Mukherjee T.K. and Mbodja M. (1997). An Investigation Into The Causality Among Firms Dividend, Investment and Financial Decision. *The Journal of Financial Research*.
- Myers, Stewart C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*. **39**:515-592.
- Myers, Stewart C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investor do not Have, *Journal Of Financial Economics*, **13**: 187-221
- Pike, Richard dan Richard Dobbins. (2006). Investment Decision and Financial Strategy. Philip Allan. New York, London, Toronto, Sydney Tokyo.
- Prasad, Dev, Garry D. Bruton and Andreas G. Marikas. (1997). Long-Run Strategic Capital Structure, *Journal of Financial and Strategic Decision*. **10** (1):47-57
- Prasad, Sanjiva, Christopher J. Green and V. Murinde. (2001). Company Financing, Capital Structure Dan Ownership: A Survey and Implication for Developing Economies.
- Qiu, Jiaping and B.F. Smith. (2005). The Pecking Order Model: Reconciling The Evidence, *Journal of Finance Economic*. p. 1-21
- Rigar, S.M dan B. Mansouri. (2003). Determinan of Financial Practices Among Moroccan Industrial Firms.
- Ross, Michael P. (1997). Dynamic Optimal Risk Management and Dividend Policy Under Optimal Capital Structure Dan Maturity. p. 1-35
- Smith, Robert H. (2000). Capital Structure, *The Financial Management Review*. p. 1-34
- Sudarma, Made. (2004). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta)*, Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Sugiarto. (2009). Struktur Modal, *Struktur kepemilikan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*, Cetakan Pertama, Edisi Pertama, Graha Ilmu, Yogyakarta.

- Sujono. (2010). *Determinan Struktur Modal, Inovasi dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)*, Disertasi, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.
- Sutrisno. (2005). *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Cetakan Keempat, Penerbit EKONISIA, Fakultas Ekonomi UII, Yogyakarta.
- Titmen, Sheridan and Sergey Tsyplakov. (2005). A Dynamic Model Of Optimal Capital Structure. *The Journal Of Finance*.
- Titmen, Sheridan and Wessels Roberto. (1988). The Determinan Capital Structure Choice, *The Journal Of Finance*, **43** (1):1-19
- Tong, Guang dan Chriatoher J. Green. (2004). Pecking Order Or Trade-Off Hypothesis, Evidence on The Structure of Chinese Companies, *Journal of Finance Economic*.
- Weston, J. Fred, and Thomas E. Copeland. (1995). *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Weston, J.F. dan Brigham, U. F. (1999). *Dasar- Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Ketujuh, Jilid dua, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Zou H, Xiao Jason Zezhong. (2006). The Financing Behaviour of Listed Chinese Firms, *The British Accounting Review*. **38** (240):239-258

BAB II

NILAI PERUSAHAAN

A. Pengantar

Pendanaan, investasi, dan operasi adalah tiga aktivitas utama perusahaan. Aktivitas pendanaan meliputi transaksi pemerolehan kas untuk usaha. Aktivitas ini mengakibatkan perubahan jumlah dan komposisi modal serta pinjaman perusahaan. Aktivitas investasi meliputi penggunaan kas yang diperoleh dari pendanaan serta apa yang dihasilkan dari operasi untuk mendapatkan aset yang dipakai dalam operasi, baik dalam bentuk aset fisik, pengetahuan maupun intelektual. Sedangkan aktivitas operasi memanfaatkan aset yang diinvestasikan untuk menghasilkan dan menjual produk dan jasa.

Kegiatan operasi yang berhasil dapat menghasilkan kas yang memadai untuk diinvestasikan kembali ke dalam aset. Peningkatan investasi ini akan memberikan pengembalian kepada pemilik modal dan pemberi pinjaman. Pemahaman atas ketiga aktivitas ini sangat mendasari pemahaman penciptaan nilai dalam berbisnis (Penman, 2001). Tetapi adanya asimetri informasi mengakibatkan investor, pada umumnya, tidak dapat melihat dengan jelas apa yang terjadi di dalam perusahaan, kecuali kalau mereka juga bertindak sebagai manajer. Para investor sangat bergantung pada pelaporan keuangan untuk mengungkap penciptaan nilai perusahaan (meskipun

disadari bahwa laporan keuangan, juga masih memiliki keterbatasan). Dari tiga aktivitas tersebut, aktivitas investasi dan operasi yang paling berperan dalam penambahan nilai perusahaan. Aktivitas pendanaan secara umum dikatakan tidak menciptakan nilai, kecuali untuk beberapa kasus seperti pengumuman penerbitan saham baru yang merupakan signal positif sebagai indikator perusahaan memiliki prospek investasi yang bagus sehingga berdampak pada harga saham. Sebaliknya penerbitan saham, juga bisa merupakan signal negatif kalau investor menangkap informasi ini sebagai tanda harga saham terlalu tinggi (*overvalue*).

Penciptaan nilai dalam berbisnis dipengaruhi oleh banyak faktor seperti ide, pengetahuan, teknologi, manajemen yang bagus, merek, strategi pemasaran dan sebagainya. Faktor-faktor ini tidak mudah dilihat tanpa diwujudkan dalam bentuk aktivitas investasi dan operasi. Nilai tercipta dengan melakukan investasi dalam aset dan mengoperasikannya untuk mendapatkan pengembalian di masa depan. Tambahan nilai dalam operasi tercipta ketika nilai yang diterima dari konsumen karena penjualan barang atau jasa melebihi nilai yang dikorbankan untuk menghasilkannya.

B. Nilai Pemegang Saham

Pengertian nilai pemegang saham mulai populer di era tahun 1980an dengan diterbitkannya buku “*Creating Shareholder Value*” oleh Rappaport (1986-1998). Rappaport (1986-1998) menyatakan bahwa pendekatan nilai pemegang saham mengestimasi nilai ekonomi suatu investasi melalui pendiskontoan aliran kas prediksian menurut biaya modalnya. Aliran kas ini menjadi landasan bagi pengembalian pemegang saham berupa dividen dan harga saham. Nilai pemegang saham adalah nilai ekuitas (*value of the equity*) yang merupakan bagian dari nilai perusahaan (*corporate value*). Jadi nilai pemegang saham adalah nilai perusahaan setelah dikurangi utang. Rappaport (1998) mengemukakan bahwa proposisi tujuan organisasi komersial seharusnya adalah peningkatan nilai pemegang saham, melalui dividen dan peningkatan harga pasar saham perusahaan. Meskipun prinsip ini secara umum dapat diterima, tetapi belum dicapai kesepakatan bagaimana cara mencapai tujuan ini?, serta apakah nilai pemegang saham harus dilaporkan dalam laporan keuangan tahunan?

Asumsi dasar nilai pemegang saham adalah bahwa nilai perusahaan adalah nilai sekarang atas aliran kas di masa mendatang dalam rentang

waktu tertentu didiskonto menurut biaya modal yang wajar. Perusahaan yang menekankan pada nilai pemegang saham lebih memusatkan pada aliran kas dibandingkan laba, serta lebih mengutamakan kepentingan pemegang saham (Clarke, 2000). Rappaport (1998) mengemukakan peningkatan nilai pemegang saham dapat dipicu oleh tujuh pemicu yang terbagi dalam tiga kelompok yaitu sebagai berikut.

1. kebijakan operasi, yang meliputi pertumbuhan penjualan, margin laba operasi, serta tingkat pajak korporasi, yang dipakai untuk menentukan aliran kas masuk perusahaan;
2. kebijakan investasi yang meliputi investasi dalam aktiva tetap dan modal kerja;
3. kebijakan pendanaan yang berhubungan erat dengan kebijakan investasi dimana manajemen harus memperhatikan rata-rata biaya modal, dan tenggang waktu proyek.

Selisih antara aliran kas masuk dari operasi dengan total investasi merupakan aliran kas bebas perusahaan. Perusahaan dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham ketika secara konsisten dalam jangka panjang menghasilkan return yang melebihi biaya modalnya. Manajemen dapat menciptakan nilai melalui pengembangan strategi yang membangun keuntungan kompetitif bisnis. Memahami pengaruh analisis kekuatan pemicu dalam proses pembentukan aliran kas bebas merupakan hal yang penting. Penelitian Akalu (2002) menunjukkan bahwa pemicu nilai memiliki pola yang mirip antar industri. Manfaat utama penggunaan nilai pemegang saham adalah menghubungkan kebijakan manajemen dengan nilai melalui tenggang waktu tertentu dan pemicu nilai kunci. Dengan kebijakan ini dapat dihindari kebijakan yang hanya meningkatkan penjualan, tetapi menghancurkan nilai dengan mengorbankan tambahan modal kerja dan investasi aktiva tetap yang besar. Nilai juga bisa dihancurkan karena kebijakan akuisisi bahkan ketika laba akuntansi dan laba persaham positif belum tentu nilai perusahaan meningkat.

Analisis nilai pemegang saham Rappaport (1998) menyatakan bahwa salah satu pendekatan yang dapat digunakan untuk mengukur nilai adalah teknik pendiskontoan aliran kas (*discounted cash flow*). Teknik ini juga bisa digunakan untuk mengevaluasi manfaat dan biaya di masa mendatang. Manfaat yang berhubungan dengan aplikasi pendekatan nilai pemegang saham antara lain sebagai berikut.

1. Nilai pemegang saham konsisten dengan tujuan **maksimisasi** nilai perusahaan dan tujuan manajer;
2. Nilai pemegang saham memfasilitasi alokasi sumber dan mencegah pertumbuhan semata tanpa profitabilitas, dengan lebih baik;
3. Pendekatan ini memberikan dasar kompensasi eksekutif yang baik guna menyelaraskan tujuan pemilik-manajer;
4. Pendekatan ini dapat digunakan sebagai strategi bagi perusahaan dan unit bisnis individual;
5. Nilai pemegang saham juga dianggap sebagai tujuan utama bagi perusahaan;
6. Nilai pemegang saham membantu mengidentifikasi sumber-sumber penciptaan nilai (*value creation*) dan penghancuran nilai (*value destruction*);
7. Metode ini tidak hanya menguatkan kapasitas perencanaan dan peramalan perusahaan, tetapi juga meminimalkan kesenjangan nilai antara CEO yang lama dengan CEO yang dapat menggantikannya.

Riset yang dilakukan Philip (1998) bagi *Canadian Chartered Accountants* dan eksekutif keuangan membuktikan bahwa 90% perusahaan yang berpartisipasi dalam survei menggunakan nilai pemegang saham sebagai tujuan, dan juga sebagai alat komunikasi internal dan eksternal. Hal ini membuktikan bahwa perhatian terhadap nilai pemegang saham telah semakin meningkat dan menjadi fokus perhatian para eksekutif perusahaan, investor maupun analis. Ukuran akuntansi konvensional seperti laba akuntansi sering diragukan sebagai dasar pengukuran kinerja saham, serta dilawankan dengan ukuran aliran kas bebas. Keraguan ini tidak mengherankan karena adanya alternatif pandangan analisis nilai pemegang saham yang bersifat melihat-kedepan dan tidak semata-mata hanya melihat dari ukuran laba yang bersifat historis (Fernando, 1996). Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas untuk jangka panjang, dipandang sebagai perusahaan yang memiliki pertumbuhan penciptaan kas dari investasi pada proyek-proyek yang dapat mencerminkan pandangan yang realistik atas penciptaan nilai bagi para pemegang saham.

C. Teori Keagenan

Teori keagenan merupakan versi *game theory* yang membuat model proses kontrak antara dua orang atau lebih, dan masing-masing pihak yang

terlibat dalam kontrak mencoba mendapatkan yang terbaik bagi dirinya (Scott, 2000). Teori ini berawal dari adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan yang berdampak pada munculnya konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Hubungan keagenan didefinisikan sebagai hubungan antara satu orang atau lebih (prinsipal) dengan orang lain (agen). Hubungan keagenan bertujuan untuk melakukan tindakan atas nama prinsipal yang melibatkan pendelegasian kewenangan pengambilan keputusan kepada agen (Jensen dan Meckling, 1976; Ross, 1977). Inti teori keagenan adalah adanya konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Biaya keagenan yang timbul akibat adanya konflik kepentingan ini dapat menurunkan nilai perusahaan.

Biaya keagenan ekuitas meliputi biaya pengawasan (*monitoring costs*), biaya penjaminan (*bonding costs*) dan rugi residual (*residual loss*) (Jensen dan Meckling, 1976). Biaya pengawasan merupakan pengeluaran prinsipal dalam usaha mengontrol perilaku agen melalui pengetatan anggaran, kebijakan kompensasi, serta aturan-aturan operasi. Biaya penjaminan merupakan pengeluaran agen untuk menjamin bahwa agen tidak melakukan tindakan tertentu yang dapat merugikan prinsipal atau untuk memastikan bahwa prinsipal memberikan suatu kompensasi kalau agen melakukan tindakan tertentu. Rugi residual merupakan penurunan kesejahteraan prinsipal karena adanya ketidakselarasan keinginan agen dan prinsipal. Ketidakselarasan ini membuat agen melakukan tindakan yang menguntungkannya dan merugikan prinsipal. Tindakan agen ini bisa dalam bentuk tindakan-tindakan yang tidak efisien seperti melakukan investasi yang tidak menguntungkan atau melakukan pemborosan biaya. Selain itu juga ada biaya keagenan utang yang meliputi pembayaran dividen yang berlebih, biaya pengawasan dan biaya penjaminan.

Untuk mengurangi biaya keagenan dapat ditempuh beberapa mekanisme antara lain melalui pemilikan saham perusahaan bagi manajer, penggabungan sumber pendanaan dari pinjaman dan ekuitas, serta pembagian dividen (Crutchley dan Hansen, 1989). Peningkatan kepemilikan saham bagi manajer menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Peningkatan dividen berdampak pada peningkatan kebutuhan modal eksternal sehingga pengawasan pihak eksternal juga meningkat, sedangkan peningkatan utang berdampak pada menurunnya sumber pendanaan dari ekuitas yang mengakibatkan menurunnya konflik antara manajer dengan pemegang saham.

Meskipun begitu, keberadaan utang menimbulkan pertentangan baru antara pemegang saham dengan pemberi pinjaman. Pertentangan ini terjadi karena pemegang saham dapat memanfaatkan dana pinjaman untuk melaksanakan investasi yang berisiko merugikan pemberi pinjaman (Myers 1977). Di lain pihak, ada kemungkinan manajer memilih investasi yang meningkatkan kesejahteraan pemberi pinjaman, bukan kesejahteraan pemegang saham, karena pemberi pinjaman dapat menuntut adanya perjanjian untuk melindungi kontrak mereka. Untuk mengurangi biaya keagenan ini manajer dapat memilih kombinasi ketiga mekanisme di atas sehingga dapat meningkatkan kesejahterannya dan terhindar dari tekanan pihak eksternal.

Teori keagenan mempelajari desain kontrak untuk memotivasi seorang agen yang rasional, untuk bertindak mewakili prinsipal ketika kepentingan agen mungkin bertentangan dengan kepentingan prinsipal. Perlu diingat bahwa dalam *game theory* maupun teori keagenan setiap pemain memilih tindakan yang memaksimalkan masing-masing utilitas yang diharapkannya. Agen memiliki kecenderungan untuk melakukan *moral hazard* karena tindakan yang dilakukannya tidak sepenuhnya dapat diamati oleh prinsipal.

D. Teori Pengsignalan

Teori pengsignalan adalah teori yang membahas masalah asimetri informasi di pasar. Teori ini menjelaskan bagaimana asimetri informasi dapat dikurangi dengan cara pemberian signal informasi satu pihak kepada pihak lain (Morris, 1987). Manajer memiliki informasi lebih baik mengenai kondisi perusahaan dibandingkan pihak eksternal. Akibatnya pihak eksternal perusahaan, yang tidak memiliki informasi lengkap, memiliki persepsi yang sama tentang nilai semua perusahaan. Pandangan seperti ini merugikan perusahaan yang memiliki kualitas proyek investasi yang lebih baik karena pihak eksternal menilai perusahaan lebih rendah dari yang seharusnya atau sebaliknya menguntungkan perusahaan karena pihak luar menilai lebih tinggi, sehingga menimbulkan *opportunity loss* (*opportunity gain*).

Pada fenomena *adverse selection* (Akerlof, 1970) perusahaan yang berkualitas akan meninggalkan pasar, kecuali jika perusahaan tersebut dapat menginformasikan kepada pihak eksternal kualitas perusahaannya yang

akan meningkatkan nilai perusahaan. Komunikasi ini dapat dilakukan dengan pengisignalan yaitu mempublikasikan informasi atau signal yang dapat menggambarkan kualitas perusahaan. Supaya efektif, signal tidak boleh dengan mudah ditiru oleh perusahaan lain yang memiliki kualitas yang lebih rendah. Scott (2000) mendefinisi signal sebagai suatu tindakan yang dipilih manajer yang memiliki kompetensi tinggi di mana tindakan ini menjadi tidak rasional jika dilakukan oleh manajer yang berkompentensi rendah. Pasar juga memiliki peran memaksa manajer untuk menyampaikan informasi internal karena tindakan ini memaksimalkan nilai pasar perusahaan.

Scott (2000) menyebutkan beberapa signal yang relevan dengan nilai-nilai akuntansi yang antara lain meliputi pengungkapan langsung, signal tidak langsung, struktur modal, kebijakan dividen, pilihan kebijakan akuntansi, publikasi prakiraan, serta kebijakan keuangan. Pengungkapan langsung dapat menjadi signal yang dapat dipercaya, seperti pengungkapan aliran kas awal tahun sehingga investor memiliki ekspektasi nilai perusahaan akhir tahun. Pengungkapan langsung semacam ini mengurangi *adverse selection* sehingga pasar menilai saham sesuai dengan nilai perusahaan. Signal tidak langsung misalnya pengungkapan kualitas audit merupakan signal positif perusahaan. Manajer yang rasional tidak mempertahankan auditor berkualitas tinggi (berbiaya tinggi) kalau perusahaannya berkualitas rendah. Struktur modal juga merupakan signal perusahaan. Perusahaan berkualitas tinggi lebih menyukai menerbitkan obligasi atau pendanaan bersumber dari internal dibandingkan penerbitan saham baru. Hal ini dikarenakan penerbitan saham baru dapat dinilai negatif oleh pasar, sehingga menurunkan nilai perusahaan (*teori pematukan/pecking order theory*). Pembayaran dividen yang tinggi (rendah) merupakan signal perusahaan memiliki prospek yang bagus/buruk di masa depan, tetapi juga bisa bermakna perusahaan tidak lagi memiliki prospek pendanaan internal.

Pemilihan kebijakan akuntansi juga merupakan salah satu signal, misalnya terjadi pada sebuah perusahaan yang memilih kebijakan akuntansi konservatif dan masih mendapatkan laba yang menunjukkan bahwa perusahaan berkualitas. Jadi akuntansi konservatif merupakan signal keyakinan manajer terhadap nilai perusahaan di masa depan. Prakiraan yang bersifat sukarela apabila dilaporkan oleh perusahaan merupakan signal positif bagi perusahaan.

Pembelian kembali saham dan peningkatan pembayaran dividen juga merupakan signal perusahaan dalam kaitannya dengan aliran kas bebas. Perusahaan dengan nilai aliran kas bebas tinggi dan pertumbuhan rendah, akan mendistribusi aliran kas bebas kepada pemegang saham dalam bentuk pembelian kembali saham atau peningkatan pembayaran dividen. Pembelian kembali saham atau peningkatan pembayaran dividen merupakan mekanisme yang digunakan untuk mengurangi biaya keagenan karena konflik kepentingan antara prinsipal dan agen (Easterbrook, (1984); Jensen, (1986)).

Kebijakan ini akan mengurangi dana aliran kas bebas. Pengurangan dana aliran kas bebas ini akan mencegah manajemen melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham. Salah satu contoh tindakan yang merugikan ini seperti menginvestasikan dana aliran kas bebas pada investasi yang tidak menguntungkan dan berdampak pada penurunan nilai pemegang saham. Tindakan ini juga memaksa perusahaan yang akan memasuki pasar modal harus mengungkapkan kondisi perusahaan, ketika manajer memerlukan tambahan dana eksternal untuk operasi dan investasi. Bila monitoring eksternal meningkat, masalah keagenan menurun, asimetri informasi antara manajer dan investor juga berkurang.

Pihak eksternal (investor) dapat mengetahui prospek perusahaan di masa mendatang berdasarkan pada Informasi tingkat aliran kas bebas, peningkatan pembayaran dividen ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dan pertumbuhan rendah, serta peningkatan utang. Meskipun begitu, dorongan pasar yang memotivasi manajer untuk menyampaikan informasi internal semacam ini memiliki kendala. Kemunculan kendala ini dipengaruhi oleh beberapa faktor yang antara lain (1) tingkat kegagalan pasar, dan (2) adanya *noise trading* yang berdampak pada ketidaktepatan harga pasar. Manajer dapat mengungkapkan suatu informasi internal apabila mereka yakin bahwa signal tersebut dapat dipercaya dan menunjukkan prospek yang positif bagi perusahaan.

E. Teori Keagenan Masalah Aliran Kas Bebas

Aliran kas bebas dalam definisi Jensen (1986) adalah kelebihan dana kas setelah dipakai untuk mendanai seluruh proyek yang memberikan nilai neto positif saat ini, yang kemudian didiskonto pada tingkat biaya modal yang relevan. Semakin besar aliran kas bebas yang ada di suatu

perusahaan semakin besar pula fleksibilitas yang dimiliki pihak manajemen sehingga kemungkinan terjadinya konflik kepentingan atas pemanfaatan aliran kas bebas tersebut juga semakin serius. Pengertian senada dikemukakan oleh Brown (1996) yang mendefinisikan aliran kas bebas sebagai aliran kas yang dihasilkan dari operasi bisnis yang sedang berjalan dan tersedia untuk didistribusikan kembali kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat itu. Begitu pula Francis *et al.* (2000), dan Brigham *et al.* (1999) yang memberikan pengertian aliran kas bebas sebagai kas yang tersedia untuk didistribusi bagi investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi. Maka kalau manajer menginginkan perusahaan lebih bernilai, mereka harus meningkatkan nilai aliran kas bebas perusahaan. Kieso dan Weygandt (1999) mendefinisi aliran kas bebas sebagai jumlah aliran kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi utang, membeli kembali saham perusahaan sendiri, atau menambah likuiditas perusahaan.

Keempat pengertian di atas memiliki makna senada yaitu menjelaskan adanya dana yang berlebih di perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham. Keputusan pendistribusian ini sangat dipengaruhi oleh kebijakan manajemen. Permasalahan yang timbul atas keberadaan aliran kas bebas adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mendistribusikan uang kas tersebut dan bukan menginvestasikannya ke proyek-proyek investasi yang memberikan hasil di bawah biaya modal yang relevan atau memboroskannya dalam ketidakefisienan dalam perusahaan.

Jensen (1986) menyebutkan beberapa alasan yang menyebabkan seorang manajer memiliki kecenderungan untuk melakukan tindakan investasi yang tidak produktif atau memboroskan uang kas seperti yang disebutkan di atas yaitu sebagai berikut. Pertama, dengan menahan kas manajer memiliki kewenangan yang lebih leluasa untuk memanfaatkan kas tersebut jika dibandingkan dengan menambah dana dari sumber eksternal. Kedua, peningkatan ukuran perusahaan akan meningkatkan prestise dan gaji manajer. Ketiga, adanya kecenderungan perusahaan untuk memberi kompensasi manajer level menengah dalam bentuk promosi dan bukan bonus sehingga berdampak pada kecenderungan manajer untuk meningkatkan pertumbuhan.

Mengapa manajer dengan aliran kas bebas yang substansial sering tidak tertarik melakukan kebijakan meningkatkan pembayaran dividen atau membeli kembali saham perusahaan? hal ini dikarenakan ketidakmudahan pelaksanaan kebijakan karena peningkatan pembayaran dividen yang permanen seringkali sulit dijalankan. Di sisi lain, pembayaran dividen yang fluktuatif juga tidak menguntungkan bagi perusahaan, karena pengurangan dividen akan direaksi negatif oleh pasar sehingga dapat berdampak pada penurunan harga saham. Manajer dapat mengambil kebijakan dengan menciptakan utang yang digunakan sebagai investasi maupun pembayaran dividen. Utang semacam ini akan mengurangi biaya keagenan aliran kas bebas melalui pengurangan aliran kas yang tersedia, sehingga membatasi jumlah aliran kas yang dapat dibelanjakan berdasar atas kebijakan manajer. Kegagalan pelunasan utang berdampak buruk terhadap kinerja perusahaan sehingga dapat memotivasi manajer untuk menjalankan organisasi dengan lebih efisien. Pengeluaran utang tidak selalu berdampak positif atas kontrol terhadap manajer. Hal ini dikarenakan fungsi kontrol hanya efektif untuk organisasi yang memiliki aliran kas besar tetapi pertumbuhannya masih rendah, di mana pemborosan aliran kas untuk mendanai proyek yang tidak ekonomis menjadi serius. Sedangkan untuk perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi fungsi kontrol utang menjadi kurang efektif.

Secara teori, konsep aliran kas bebas bisa dipahami. Akan tetapi, pada tahap pengukuran akan timbul masalah. Permasalahan ini disebabkan karena ketidakmungkinan mengukur dengan teliti proyek-proyek investasi yang tersedia bagi perusahaan yang masih memiliki nilai sekarang neto positif. Akibatnya, tingkat absolut aliran kas bebas suatu perusahaan juga sulit untuk diukur. Untuk itulah diperlukan ukuran tidak langsung, misalnya dengan menentukan penyebab masalah aliran kas bebas dan menerapkan kondisi ini pada perusahaan (Wells, 1994).

F. Teori Keagenan Masalah Kontrak Utang, dan Aliran Kas Bebas

Sejak munculnya proposisi yang dikemukakan Modigliani dan Miller (1958) tentang *debt irrelevance*, muncullah berbagai teori yang berkaitan dengan masalah utang. Teori-teori tersebut mengemukakan bahwa adanya pajak mengakibatkan utang menjadi relevan (De Angelo dan Masulis,

1980); teori lain mengemukakan bahwa relevansi berkaitan dengan asimetri informasi (Myers, (1977); dan Ross (1977)) dan yang terakhir relevansi, jika dihubungkan dengan teori keagenan seperti yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1976) yang kemudian dikembangkan oleh Rozeff (1982) serta Easterbrook (1984). Utang masih relevan karena keberadaan utang mengurangi konflik keagenan antara agen (manajer) dengan prinsipal (pemegang saham).

Hipotesis aliran kas bebas memprediksi reaksi yang berbeda atas penerbitan saham baru dengan penerbitan utang. Peningkatan utang seharusnya meningkatkan nilai perusahaan karena hal ini berarti penurunan biaya keagenan yang berhubungan dengan aliran kas bebas. Hasil prediksi semacam ini muncul pada hampir semua kasus. Kemunculan ini dikarenakan ketika utang meningkat maka perusahaan terikat untuk membayar kas di masa datang. Temuan empiris mengenai dampak penerbitan utang terhadap reaksi harga saham perlu mendapat perhatian dalam penafsiran hasil, karena ada kemungkinan reaksi pasar tidak sepenuhnya mencerminkan kandungan informasi atas pengumuman penerbitan utang. Crutchley (1989) mengemukakan bahwa ada kemungkinanantisipasi penerbitan utang, sehingga mereka menyatakan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan utang mungkin tidak sepenuhnya mencerminkan kandungan informasi yang terdapat pada pengumuman tersebut. Lebih jauh lagi, Howton *et al.* (1998) meneliti hubungan antara reaksi pasar dengan *straight debt issues* dalam kaitannya dengan masalah aliran kas bebas dengan menggunakan proksi aliran kas dan pertumbuhan menurut Lehn dan Poulsen (1989). Menurut Jensen (1986) salah satu perkecualian dari pandangan hubungan peningkatan utang dan nilai perusahaan adalah penerbitan *straight debt*, di mana penjualan *straight debt* meningkatkan jumlah kas yang ada dalam kendali manajer dan bukannya menurunkannya. Akibatnya, aliran kas bebas meningkat sehingga dapat diduga bahwa harga saham dapat bereaksi negatif atas pengumuman penerbitan *straight debt*. Reaksi negatif ini terjadi khususnya pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan kurang menguntungkan atau tingkat kas yang ada tinggi. Hal ini disebabkan pada perusahaan semacam ini $2 \text{ cash flow} = \text{operating income}$ dikurangi bunga, dividen kas, dan pajak neto; SKI perusahaan diproksikan dengan nilai Tobin Q di mana semakin tinggi nilai Q menunjukkan proksi perusahaan dengan SKI yang lebih baik.

Gul (1999), dengan menggunakan kasus perusahaan di Australia, melakukan pengujian berdasarkan pada *debt monitoring hypothesis* dan menguji kekuatan interaksi antara aliran kas bebas dan kepemilikan modal oleh manajer terhadap tingkat utang perusahaan. Jensen (1986) mengemukakan bahwa masalah aliran kas bebas lebih serius ketika manajer perusahaan hanya memiliki porsi kepemilikan perusahaan yang rendah. Jensen (1986) menguji dua hipotesis yaitu asosiasi antara aliran kas bebas dan *audit fee* untuk berbagai tingkat kepemilikan saham oleh manajer (sebagai proksi *management ownership*). Selain dua pengujian itu, Jensen juga melakukan pengujian yang lain yaitu pengujian interaksi antara aliran kas bebas dan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer untuk kasus perusahaan dengan tingkat utang tinggi dan rendah. Beberapa pengujian tersebut menghasilkan temuan mendukung bahwa aliran kas bebas berhubungan positif signifikan dengan *audit fees* dan hubungan ini semakin lemah untuk perusahaan yang manajernya memiliki saham perusahaan lebih tinggi.

Selain itu Jensen (1986) juga menguji hubungan antara aliran kas bebas dengan *audit fee* dalam konteks peran kepemilikan saham oleh manajer di mana data dikategorikan untuk kasus perusahaan dengan utang tinggi dan rendah. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat utang rendah memberikan hasil interaksi negatif signifikan antara aliran kas bebas dengan porsi kepemilikan saham oleh manajer tetapi tidak terjadi untuk perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi. Temuan ini mengimplikasikan bahwa kepemilikan saham oleh manajer merupakan variabel penting untuk mengurangi biaya keagenan dari aliran kas bebas. Temuan ini mendukung hipotesis aliran kas bebas dari teroi yang diungkapkan oleh Jensen.

Perilaku perusahaan di Indonesia dalam mengelola aliran kas bebas dan peran kepemilikan manajerial dalam menentukan kebijakan utang diteliti oleh Tarjo (2002). Dengan menggunakan sampel 295 observasi perusahaan selama periode 1996-2000, Tajo (2002) membuktikan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan aliran kas bebas tinggi cenderung menggunakan utang untuk membiayai operasi perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial berhubungan negatif terhadap utang sehingga membuktikan bahwa biaya keagenan utang dapat dikurangi dengan adanya kepemilikan manajerial. Temuan ini mempunyai

implikasi bahwa pada satu sisi utang dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi masalah keagenan aliran kas bebas antara manajer dengan pemegang saham. Tetapi di sisi lain, utang juga meningkatkan masalah keagenan antara manajer dengan kreditor. Hal ini dikarenakan ketika kepemilikan manajerial meningkat, utang akan menurun karena utang yang tinggi dapat meningkatkan biaya kebangkrutan.

DAFTAR RUJUKAN

- Akalu, Mehari Mekonen. (2002). Measuring and Ranking Value Drivers.” <http://www.tinbergen.nl>. Tinbergen Institute Discussion Paper.
- Akerlof, George A. (1970). The Market for ‘Lemons:’ Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3):488-500.
- Brigham, Eugene E., Louis C. Gapenski, dan Philip R. Daves. (1999). *Intermediate Financial Management*. 6th ed. Orlando: The Dryden Press.
- Brown, Gordon T. (1996). Free Cash Flow Appraisal A Better Way?. *The Appraisal Journal* April: 171-182.
- Clarke, Peter. (2000). Shareholder Value.” *Accountancy Ireland* 32:10-11.
- Crutchley, Claire E., dan Robert S. Hansen. (1989). A test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management* Winter:36-46.
- DeAngelo, H., dan R. W. Masulis. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* Maret: 3-30.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanation of Dividends.” *American Economic Review* September: 650-659.
- Francis, Jennifer, Per Olsson, dan Dennis R. Oswald. (2000). Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates.” *Journal of Accounting Research* 38(1) Spring: 45-70.
- Gul, Ferdinand A., dan Judy S.L. Tsui. (1999). Free Cash Flow, Debt Monitoring and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership. Working Paper. City University of Hong Kong.

- Howton, Shawn D., Shelly W. Howton, dan Steven B. Perfect. (1998). The Market Reaction to Straight Debt Issues: The Effects of Free Cash Flow. *The Journal of Financial Research* 21 (2):219-228.
- Jensen, Michael J, dan William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2) Mei: 323-329.
- Kieso, Donald E., dan Jerry J. Weygandt. (1999). *Intermediate Accounting*. John Willey and Sons, Inc. New York.
- Lehn Kenneth, dan Annete Poulsen. (1989). Free Cash Flow and Stock Holder Gains in Going Private Transactions." *The Journal of Finance* 44 (3) Juli:771-787.
- Modigliani, F., dan M.H. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review* Juni:261-297.
- Morris, Richard D. (1987). Signaling Theory, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research* 18 (69): 47-56.
- Myers, Stewart C. (1977). Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* November: 261-297.
- Ross, S. (1977). The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach." *Bell Journal of Economics* Spring: 23-40.
- Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* Fall: 249-259.
- Scott, William R. (2000). *Financial Accounting Theory*. Second ed. Prentice Hall Canada Inc.
- Tarjo. (2002). Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Mumpublik di Indonesia. Tesis. Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Wells, Brenda P. (1994). Changes in the Underwriting Cycle: A Free Cash Flow Explanation. *CPCU Journal* December:243-252.

BAB III

PENGENAL PEMEGANG SALAM

A. Pengantar

Manajer harus dapat meningkatkan nilai bagi pemegang saham melalui investasi. Hal ini bertujuan untuk memberikan nilai tambah dan menaikkan tingkat pengembalian yang lebih besar pada biaya modal. Jika hal ini terjadi, maka berarti ada tambahan manfaat bagi masyarakat. Namun pada dasarnya, tujuan manajemen perusahaan tidak sama dengan keinginan pemegang saham. Akibatnya, pengoperasian perusahaan tidak selalu meningkatkan nilai para pemegang saham tetapi mungkin malah menurunkan atau menghancurkannya.

Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas (*free cash flow*) sebagai kelebihan kas setelah seluruh proyek menghasilkan nilai sekarang yang bersih positif. Aliran kas bebas merupakan salah satu ukuran yang dewasa ini menjadi perhatian utama bagi para analis dan investor pasar modal. Hal ini dikarenakan keberadaan aliran kas bebas jangka panjang pada perusahaan dapat mencerminkan pertumbuhan perolehan kas dari penginvestasian kembali modal pada proyek-proyek baru serta merupakan cerminan penciptaan nilai pemegang saham (Fernando, 1996).

Meningkatnya perhatian terhadap aliran kas bebas dewasa ini, dikarenakan adanya pergeseran falsafah perusahaan di Amerika tentang tolok ukur penciptaan nilai (*benchmark value creation*). Ukuran akuntansi tradisional seperti laba per saham atau tingkat pengembalian aktiva dirasa kurang memadai, sehingga diperlukan ukuran lain. Ukuran lain itu bisa berupa tingkat aliran kas bebas yang keberadaannya tidak mudah disembunyikan seperti halnya laba yang sering menjadi lahan manipulasi manajemen (Martin dan Petty, 2000). Meskipun demikian, keberadaan aliran kas bebas dapat menimbulkan masalah keagenan. Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar laba perusahaan melebihi ukuran optimalnya. Kepemilikan insentif ini membuat mereka tetap bisa melakukan investasi meskipun memberikan nilai sekarang bersih (*net present value*) negatif. Investasi berlebih semacam ini dilakukan dengan menggunakan dana yang dihasilkan dari sumber internal perusahaan yaitu aliran kas bebas. Aliran kas bebas juga dapat diboroskan oleh manajer dalam operasi perusahaan yang menguntungkan dirinya, tetapi merugikan pemegang saham. Padahal dana semacam ini seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk peningkatan dividen atau pembelian kembali saham perusahaan.

B. Sikap dan Perilaku Manajer

Keinginan dan tindakan manajer yang kontra terhadap keinginan pemegang saham berdampak pada penurunan nilai pemegang saham. Manajer tidak berminat untuk mendistribusi aliran kas bebas, karena berdampak pada pengurangan sumber-sumber yang ada dalam pengendaliannya, sehingga memiliki potensi mengurangi kekuasaan mereka. Alasan lainnya adalah ketika perusahaan memerlukan dana untuk suatu proyek baru manajer harus memperolehnya dari sumber di luar perusahaan. Hal ini menimbulkan peningkatan pengawasan oleh pihak luar seperti pasar modal atau kreditor terhadap kinerja perusahaan. Pendanaan suatu proyek dengan menggunakan sumber internal yang menghindari pengawasan ini, dapat menghindarkan perusahaan dari kemungkinan ketidaktersediaan dana pada kos yang tinggi. Akibatnya, manajer memiliki kecenderungan lebih menyukai menahan dana internal perusahaan sebagai sumber pendanaan dibandingkan dana eksternal. Oleh karena itu, pengawasan atas tindakan manajer terhadap pengelolaan dana perusahaan

menjadi sangat penting apalagi jika perusahaan dalam kondisi memiliki aliran kas bebas yang substansial.

Beberapa riset yang telah dilakukan mengenai hal tersebut memberikan hasil yang beragam. Survei di India oleh Price Waterhouse Cooper menunjukkan bahwa terdapat korelasi yang tinggi antara perubahan aliran kas bebas perusahaan dengan kinerja harga saham. Singh (1999) menyatakan bahwa aliran kas bebas dapat dipakai sebagai salah satu tolok ukur penilaian perusahaan. Penelitian Vogt dan Vu (2000) juga membuktikan adanya pengaruh aliran kas bebas terhadap kinerja pasar jangka panjang. Di lain pihak Penman (2001) menyatakan bahwa aliran kas bebas tidak dapat dipakai sebagai determinan penciptaan nilai pemegang saham, karena nilai aliran kas bebas sangat dipengaruhi oleh kebijakan investasi perusahaan. Perusahaan yang sedang tumbuh memerlukan investasi besar, sehingga memiliki aliran kas bebas rendah atau negatif. Sebaliknya, perusahaan dalam taraf penurunan dapat mengurangi investasinya sehingga cenderung memiliki aliran kas bebas yang tinggi. Jadi aliran kas bebas rendah atau negatif tidak selalu merupakan cerminan bahwa kinerja perusahaan lebih buruk dibandingkan perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih. Ini berarti acuan penciptaan nilai pemegang saham tidak hanya tingkat aliran kas bebas semata, tetapi perlu diperhatikan berbagai faktor lain yang mempengaruhi tinggi rendahnya aliran kas bebas yang berdampak pada nilai pemegang saham.

Kontroversi ini memunculkan sebuah pertanyaan apakah nilai aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat dipakai untuk memprediksi nilai pemegang saham sesungguhnya atau tidak?. Jikalau memang memiliki kandungan informasi, apakah para pelaku pasar begitu saja menerima informasi aliran kas bebas tanpa mempertimbangkan berbagai kondisi spesifik perusahaan?. Seharusnya mereka melihat kandungan informasi aliran kas bebas ini secara kontekstual. Faktor kontekstualitas yang seharusnya diperhatikan itu adalah tingkat set kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage*, dan dividen. Beberapa Faktor tersebut, mempengaruhi hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham berdasarkan hasil temuan empiris dan argumentasi berikut ini. Set kesempatan investasi yang merupakan proksi pertumbuhan perusahaan, menjadi faktor kontekstual yang penting karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi masih memerlukan investasi besar, baik menggunakan sumber dana

internal maupun eksternal. Pemanfaatan dana internal (aliran kas bebas) untuk investasi, bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, direaksi positif oleh pasar. Reaksi positif ini dikarenakan tindakan manajer yang cenderung memaksimalkan nilai perusahaan. Perusahaan dengan aliran kas bebas dan investasi tinggi tetapi tingkat pertumbuhan rendah direaksi negatif oleh pasar (Vogt dan Vu, 2000). Reaksi pasar akan positif, ketika perusahaan dengan pertumbuhan rendah, aliran kas bebas tinggi meningkatkan pembayaran dividen atau membeli kembali saham perusahaan.

Faktor kontekstualitas berikutnya adalah manajemen laba. Meskipun aliran kas bebas mulai dipakai sebagai indikator penciptaan nilai bagi pemegang saham, tetapi informasi laba masih menjadi acuan bagi para investor dan analis untuk menilai kinerja perusahaan. Manajemen laba merupakan suatu fenomena yang secara terus-menerus terjadi dan bukan merupakan perilaku yang hanya muncul ketika dihadapkan pada suatu kondisi tertentu. Penelitian Leuz *et al.* (2001) menunjukkan bahwa Indonesia merupakan negara dengan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas sangat rendah, sehingga manajer dan pemegang saham mayoritas memiliki kecenderungan melakukan manajemen laba untuk menutupi tindakan oportunistik mereka. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, aliran kas bebas rendah umumnya memiliki laba yang kurang bagus. Kondisi yang sama, juga terjadi bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah, aliran kas bebas tinggi yang biasanya dihadapkan pada masalah keagenan aliran kas bebas sehingga berdampak pada perilaku manajer dalam mengelola pelaporan laba akuntansi. Bila manajer memanfaatkan dana internal perusahaan untuk investasi atau tindakan lain yang tidak menguntungkan perusahaan, maka mereka menyembunyikan kebijakan ini dengan melakukan tindakan manajemen laba. Penelitian Jaggi dan Gul (2002) menunjukkan adanya hubungan positif antara aliran kas bebas dan akrual diskresioner untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan utang rendah. Sebaliknya, perusahaan dengan aliran kas bebas negatif, juga memiliki kecenderungan untuk memanipulasi laba yang meningkat dengan tujuan untuk mendapatkan pinjaman dari pihak eksternal (Dechow *et al.*, 1996). Jadi tingkat manajemen laba perusahaan berdampak negatif terhadap hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham.

Utang juga merupakan salah satu faktor penting yang mempengaruhi hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham. Penambahan utang berarti mengurangi penggunaan dana ekuitas sehingga mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, serta meningkatkan monitoring pihak eksternal atas tindakan manajer. Kebijakan penambahan utang berdampak positif terhadap hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham. Perubahan dividen merupakan cerminan perubahan kebijakan investasi perusahaan, karena adanya pertumbuhan (Lang dan Rene, 1996).

Teori aliran kas bebas mengemukakan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas substansial lebih menyukai kebijakan investasinya dengan return di bawah biaya modal atau melakukan operasi yang tidak efisien dibandingkan mendistribusikannya kepada pemegang saham. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah, aliran kas bebas tinggi, dan yang mengalami kenaikan pembayaran dividen akan berdampak positif terhadap hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham karena kebijakan ini menunjukkan pengurangan kebijakan manajemen untuk investasi yang tidak efisien. Berdasarkan argumen di atas, hal yang menarik untuk diteliti lebih lanjut adalah pengaruh faktor kontekstual terhadap hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham, terutama untuk kasus perusahaan di Indonesia.

Penelitian tentang aliran kas bebas di Indonesia belum banyak dilakukan. Hal ini kemungkinan disebabkan belum banyaknya perusahaan di Indonesia yang memiliki dana aliran kas bebas yang berlebih, bahkan masih cukup banyak perusahaan yang memiliki aliran kas bebas negatif. Penelitian aliran kas bebas umumnya hanya berfokus pada perusahaan yang memiliki dana aliran kas bebas yang berlebih, karena ada dugaan bahwa masalah keagenan semakin serius ketika aliran kas bebas besar. Riset awal Jensen (1989), yang menunjukkan bahwa sekitar 40% perusahaan publik di Indonesia periode 1995-2002 memiliki aliran kas bebas negatif, menemukan bahwa masalah aliran kas bebas terjadi di semua sektor ekonomi yang didominasi oleh perusahaan publik berskala besar.

Berdasar pada kondisi perusahaan di Indonesia itu, penelitian ini bermaksud menjawab sejauh mana aliran kas bebas memiliki kandungan informasi dengan mempertimbangkan berbagai faktor kontekstual perusahaan. Sehingga dapat diketahui aliran kas bebas dalam konteks per-

usaha seperti apa yang memiliki kandungan informasi. Penelitian yang ada tidak secara eksplisit menjelaskan seluruh faktor kontekstual di atas. Secara umum berbagai temuan penelitian mendukung adanya hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham (Fernando (1996); Rappaport (1998); Singh (1999); Vogt dan Vu, (2000); dan Morrishown (2002)). Penelitian-penelitian tersebut tidak menjelaskan adanya faktor kontekstual, kecuali Vogt dan Vu, (2000) yang juga mempertimbangkan faktor tingkat pertumbuhan perusahaan. Di lain pihak, Penman (2001) menyatakan bahwa aliran kas bebas tidak dapat digunakan sebagai determinan penciptaan nilai bagi pemegang saham. Berdasarkan pada perbedaan hasil pada beberapa penelitian di atas, penelitian ini diharapkan dapat menjembatani kontroversi pendapat tersebut dengan mempertimbangkan pengaruh pertumbuhan atau set kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage*, serta dividen perusahaan terhadap hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham.

Kajian ini, juga diharapkan dapat membedakan masalah keagenan yang terjadi untuk perusahaan dengan aliran kas bebas positif dan negatif, karena permasalahan yang timbul pada perusahaan dengan aliran kas bebas positif berbeda dengan perusahaan dengan aliran kas bebas negatif. Perusahaan dengan aliran kas bebas negatif diduga memiliki masalah keagenan yang berhubungan dengan pinjaman, atau jaminan pinjaman, sedangkan perusahaan dengan aliran kas bebas positif memiliki masalah keagenan aliran kas bebas yang berkaitan dengan kebijakan investasi dan pendistribusian aliran kas bebas. Perbedaan ini penting dilakukan karena diduga pada kondisi-kondisi tertentu pengaruh tingkat aliran kas bebas positif terhadap nilai pemegang saham berbeda dibandingkan dengan tingkat aliran kas bebas negatif sehingga temuan ini diharapkan memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang kandungan informasi aliran kas bebas.

C. Dampak Positif

Pada umumnya para analis dan peneliti pasar modal mulai memperhatikan pentingnya aliran kas bebas. Secara umum dikatakan, bahwa perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang tinggi merupakan perusahaan yang memiliki aliran kas yang lebih menjanjikan di masa mendatang. Kondisi ini menunjukkan bahwa keberadaan aliran kas bebas merupakan signal

positif bagi kinerja perusahaan. keberadaan aliran kas bebas juga merupakan signal yang paling berharga bagi investor maupun calon investor dalam menginvestasikan dana mereka pada hari, bulan dan tahun-tahun yang akan datang. Hal ini dikarenakan aliran kas bebas merupakan hasil keputusan manajemen dalam hal investasi, operasi, serta pendanaan dan bukan merupakan suatu nilai yang dengan mudah dimanipulasi. McEnroe (1995) mengemukakan tentang pentingnya laporan aliran kas bebas, sebagai salahsatu alat untuk pemberi keyakinan invenstor di masa mendatang selain aktivasi operasi per saham.

Pelaporan aliran kas bebas ini menjadi penting, karena menunjukkan adanya potensi untuk menciptakan konflik atas pendistribusian aliran kas bebas, yang terbukti pada beberapa penelitian, berdampak pada harga saham yang akhirnya berdampak pada nilai pemegang saham. Selain itu, kebijakan yang berkaitan dengan pemanfaatan aliran kas bebas tidak secara langsung diobservasi, karena sangat dipengaruhi oleh kebijakan manajemen, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Pengukuran nilai aliran kas bebas, juga belum seragam sehingga di antara para analis keuangan maupun peneliti belum sepatutnya terhadap pengukurannya.

Walaupun keberadaan aliran kas bebas tidak mudah disembunyikan dan diyakini dapat dipakai sebagai salah satu ukuran kinerja perusahaan yang memiliki potensi untuk berkembang, penggunaannya belum meluas khususnya di negara-negara yang pasar modalnya belum berkembang. Perusahaan pada umumnya masih menggunakan informasi laba masih untuk menilai kinerja perusahaan, meskipun diketahui, bahwa laba sering menjadi lahan manipulasi manajemen untuk meningkatkan kinerja mereka (manajemen). Selain beberapa hal yang telah disebutkan di atas, penulis juga termotivasi untuk melakukan penelitian sejauh mana kandungan informasi aliran kas bebas dengan mempertimbangkan faktor kontekstual perusahaan, seperti tingkat kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage* dan dividen. Se jauh pemahaman penulis, penelitian komprehensif seperti ini belum pernah dilakukan sehingga diharapkan dengan menggabungkan berbagai variabel di atas memberikan, tulisan ini akan memberikan pemahaman yang lebih lengkap terhadap hubungan tingkat aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham. Selain itu, tulisan ini diharapkan dapat menjawab kontroversi ada atau tidaknya kandungan informasi aliran

kas bebas. Pemahaman semacam ini diperlukan bagi para pengguna laporan keuangan untuk dapat memprediksi kinerja perusahaan di masa mendatang yang lebih tepat dan akurat.

Penelitian untuk membedakan motivasi manajemen laba pada berbagai tingkat aliran kas bebas (positif dan negatif), guna mengetahui apakah perbedaan karakteristik perusahaan berdampak pada kecenderungan melakukan manajemen laba yang berbeda belum pernah dilakukan. Permasalahan ini menjadi penting untuk diteliti guna mengetahui sejauh mana tindakan manajemen laba akibat masalah keagenan aliran kas bebas berdampak pada nilai pemegang saham. Riset yang pernah dilakukan oleh Jaggi dan Gul (2002) serta Jones dan Sharma (2001) hanya meneliti hubungan antara aliran kas bebas dengan manajemen laba, namun hasilnya tidak konsisten. Ketidakkonsistenan hasil ini kemungkinan disebabkan adanya peraturan pasar modal yang ketat, sehingga perusahaan di Australia lebih sulit melakukan manajemen laba.

Untuk kondisi perusahaan di Indonesia kemungkinan berbeda. Hal ini dibuktikan oleh penelitian Bhattacharya *et al.* (2003) dengan adanya tindakan manajemen laba yang dapat meningkatkan laba dan penghindaran kerugian untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia yang berdampak pada tingginya biaya modal. Sejalan dengan informasi ini, penulis juga termotivasi untuk mengungkap kandungan informasi aliran kas bebas, dengan membandingkan perusahaan yang memiliki aliran kas bebas positif dan negatif. Pembedaan aliran kas bebas positif dan negatif ini penting dilakukan, karena riset yang berkaitan dengan aliran kas bebas saat ini pada umumnya hanya terfokus pada aliran kas bebas positif yang tinggi saja. Dengan pembedaan aliran kas bebas positif dan negatif dapat diketahui faktor penyebab perbedaan kandungan informasi di antara dua kelompok sampel di atas, sehingga para pengguna informasi keuangan dapat menggunakan informasi aliran kas bebas secara lebih cermat.

D. Tujuan Dilakukan Pengakajian

Berdasarkan pada dampak positif yang dipaparkan di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dari kajian ini adalah untuk mengetahui dampak dari berbagai faktor kontekstual perusahaan seperti: (a) kesempatan untuk melakukan investasi, (b) manajemen laba, dan (c) *leverage* terhadap penga-

ruh tingkat aliran kas bebas pada nilai pemegang saham. Secara lebih spesifik tulisan ini bertujuan untuk: (a) mengetahui pengaruh tingkat aliran kas bebas pada nilai pemegang saham, tanpa mempertimbangkan faktor kontekstual perusahaan, (b) mengetahui pengaruh tingkat aliran kas bebas pada nilai pemegang saham pada kondisi perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi atau rendah, (c) mengetahui pengaruh tingkat aliran kas bebas (positif/negatif) pada nilai pemegang saham pada kondisi perusahaan dengan *leverage* dan kesempatan investasi tinggi atau rendah, (d) mengetahui pengaruh tingkat aliran kas bebas (positif/negatif) pada nilai pemegang saham pada kondisi perusahaan dengan tingkat manajemen laba dan kesempatan investasi tinggi atau rendah, dan (e) mengetahui pengaruh tingkat aliran kas bebas (positif/negatif) pada nilai pemegang saham pada kondisi perusahaan dengan tingkat manajemen laba dan *leverage* tinggi atau rendah.

E. Kontribusi Kajian

Kajian ini dapat memberikan beberapa kontribusi yang berupa (a) kontribusi teoretis, (b) metodologi, dan (c) kebijakan. Kontribusi pertama, teori khususnya teori keagenan masalah aliran kas bebas, dapat menggambarkan adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer perusahaan. Jika konflik kepentingan ini serius, maka keberadaan aliran kas bebas tidak dapat dihubungkan dengan nilai pemegang saham. Ini berarti aliran kas bebas tidak memiliki kandungan informasi yang dapat dipakai sebagai signal kondisi internal perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga mempertimbangkan berbagai faktor kontekstual perusahaan yang diduga berperan aktif mempengaruhi pengaruh aliran kas bebas pada nilai pemegang saham, sehingga dapat diketahui bahwa faktor kontekstual apa saja yang memperkuat atau memperlemah hubungan kedua variabel tersebut di atas.

Kajian ini, juga dapat memberikan kontribusi terhadap teori akuntansi positif dengan menyajikan bukti empiris ada atau tidaknya usaha manajer untuk menyembunyikan kinerja perusahaan melalui tindakan manajemen laba yang didasarkan pada tingkat aliran kas bebas yang berbeda. Penelitian terdahulu mengenai manajemen laba belum pernah dikaitkan dengan masalah keagenan yang timbul karena keberadaan aliran kas bebas yang

dibedakan dalam tingkatan positif dan negatif. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menemukan adanya motivasi lain perusahaan dalam melakukan manajemen laba.

Kontribusi kedua, adalah kontribusi metodologi, selama ini belum ada penelitian yang menganalisis pengaruh aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham dengan cara memisahkan sampel dalam kelompok aliran kas bebas positif dan negatif. Penelitian terdahulu umumnya hanya memfokuskan diri pada perusahaan yang memiliki aliran kas bebas positif tinggi. Pemisahan sampel seperti ini penting karena diduga terdapat perbedaan masalah keagenan pada perusahaan dengan aliran kas bebas positif dan negatif yang memiliki dampak yang berbeda terhadap nilai pemegang saham. Selain itu juga untuk mengetahui sejauh mana masalah keagenan aliran kas bebas dari Jensen masih tetap berlaku di luar kondisi aliran kas bebas tinggi.

Kontribusi ketiga, adalah kontribusi kebijakan yang ditujukan bagi Penyusun Standar Akuntansi. Bila terbukti bahwa aliran kas bebas memiliki kandungan informasi maka diusulkan supaya perusahaan mengungkapkan laporan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham untuk memberikan gambaran yang lebih lengkap atas pencapaian kinerja perusahaan. Selain itu, para analis dan investor juga dapat menggunakan informasi angka-angka aliran kas bebas dan nilai pemegang saham untuk membandingkan kinerja antar perusahaan. Laporan keuangan saat ini cenderung lebih bersifat historis, sehingga perlu diseimbangkan dengan informasi yang bersifat *forward-looking* (Clarke, 2000). Perusahaan perlu melaporkan perkembangan pencapaian atau peningkatan nilai pemegang saham dari waktu ke waktu serta informasi pemanfaatan aliran kas bebas untuk memberikan gambaran yang lebih seimbang tentang kondisi internal perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan memberikan kontribusi bagi para pengguna dan analis keuangan supaya lebih memberikan perhatian terhadap keberadaan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham.

Bukti empiris penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran pentingnya penggunaan aliran kas bebas sebagai salah satu acuan dalam menilai kinerja perusahaan masa depan. Penggunaan aliran kas bebas ini dapat membuat investor tidak terkecoh dengan kinerja semu perusahaan yang tercermin dari informasi laba akuntansi yang kemungkinan telah dimanipulasi oleh manajemen yang tidak bertanggung jawab atas kecurangan yang mengakibatkan kegagalan perusahaan dimasa yang datang.

DAFTAR RUJUKAN

- Bhattacharya, Utpal, Hazem Daouk, dan Michael Welker. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review* 78 (3):641-678.
- Clarke, Peter. (2000). Shareholder Value. *Accountancy Ireland* 32:10-11.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, dan Amy P. Sweeney. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1) Spring: 1-36.
- Fernando, Myrna M. (1996). Taxwise or Otherwise: Shareholder Value: New Financial Standard. *Business World Manila* April 24:2.
- Jaggi, Bikki dan Ferdinand A. Gul. (2002). Evidence of Accruals Management: A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypothesis." Working Paper. Rutgers University.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2) Mei: 323-329.
- Jensen, Michael C. (1989). Eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review* September-October: Johnson, Howard E. 2003. "Measure for Measure. *CMA Management* 76 Dec. 2002/Jan 2003:14-16.
- Jones, Steward, dan Rohit Sharma. (2001). The Impact of Free Cash Flow, Financial Leverage and Accounting Regulation on Earnings Management in Australia's 'Old' and 'New' Economies. *Managerial Finance* 27 (12):18-39.
- Lang, Larry, Eli Ofek, dan Rene M. Stulz. (1996). Leverage, Investment, and Firm Growth." *Journal of Financial Economics* 40: 3-29.
- Leuz, Christian, Dhanajay Nanda, dan Peter D. Wysocki. (2001). Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison." Working Paper.
- Martin, John D, J. William Petty. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- McEnroe, John E. (1995). Cash Flow Accounting: Is Time for Increased Disclosures?. *Journal of Applied Business Research* 12 (1): 47-51.

- Morristown. (2002). Tying Free Cash Flows to Market Valuations. *Financial Executive*. May.
- Penman, Stephen H. (2001). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Singapore: McGraw-Hill Irwin.
- Rappaport, Alfred. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* Revised and Updated. New York: The Free Press.
- Singh, Paramvir. (1999). Most Analysts Prefer Free Cash Flow Method to Assess Corporates' Performance. *Indian Express Newspapers (Bombay)*.
- Vogt, Stephen C., dan Joseph D. Vu. (2000). Free Cash Flow and Long-Run Firm Value: Evidence from the Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues* 12 (2) Summer: 188-207.
- Watt, R.L., dan Zimmerman, J.L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall. Engelwood Cliffs. NJ.
- Watt, R.L., dan Zimmerman, J.L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective." *The Accounting Review* 65: 131-156.
- Wells, Brenda P. (1994). Changes in the Underwriting Cycle: A Free Cash Flow Explanation." *CPCU Journal* December: 243-252.

BAB IV

BEBERAPA KAJIAN EMPIRIS DALAM PENELITIAN KUANTITATIF

A. Pengantar

Hanya perusahaan yang memiliki manajemen inovatif yang dapat maju dan berkembang. Manajemen dikatakan inovatif, apabila manajemen memiliki pandangan jauh ke depan, serta selalu berpikir untuk mengembangkan usaha-usaha perluasan perusahaan. Perusahaan yang dapat mengembangkan usaha perluasan inilah nantinya akan memiliki nilai tambah.

Penelitian lain menghasilkan temuan tentang beberapa hal yang lain, yaitu: (1) kebijakan struktur modal secara langsung yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (2) kebijakan struktur modal secara tidak langsung, dengan mediasi kinerja keuangan dan kebijakan dividen, berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, (3) kebijakan dividen secara langsung berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, (4) kebijakan dividen secara tidak langsung dengan mediasi kinerja keuangan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan (5) kinerja keuangan secara langsung berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

B. Beberapa Hasil Kajian Empiris

Bhagat *et al.* (2010), melakukan penelitian dengan menggunakan variabel *ability* CEO dan kepemilikan CEO. Pengukuran *Ability* CEO dengan membentuk lima proksi yaitu: kompensasi CEO tunai, kompensasi CEO tunai terhadap ratio asset, penyesuaian ROA Industri, masa kerja CEO, dan masa kerja CEO dibagi dengan usia CEO. Kepemilikan CEO diukur dengan menggunakan jumlah saham biasa dan jumlah opsi yang dipegang CEO. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif *ability* CEO terhadap ratio utang jangka panjang (struktur modal), di mana utang jangka panjang menurun seiring dengan meningkatnya *ability* CEO. Bhagat *et al.* (2010), juga mengemukakan bahwa kepemilikan CEO berpengaruh menurunkan proporsi tambahan utang jangka panjang, yang artinya berpengaruh negatif terhadap struktur modal karena perusahaan secara efektif membeli kembali efek beredar pada tahun itu. Selanjutnya Berdtran dan Schoar (2002), menemukan bahwa individu manajer mempengaruhi perilaku perusahaan dan kinerja serta gaya manajemen secara signifikan. Hubungan tersebut terletak pada kinerja dan manajer performa yang lebih tinggi menerima kompensasi yang lebih tinggi. Penelitian Sheng (2010) dengan menggunakan variabel independen keahlian dan spesialis CEO, divestasi, variabel dependen kinerja perusahaan, menemukan bahwa CEO yang lebih berpengalaman dapat menghasilkan laba yang lebih besar dan meningkatkan nilai perusahaan. Sementara Sujono (2010), melakukan penelitian pada perusahaan yang selama lima tahun secara terus-menerus melakukan pembayaran dividen dalam industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). **Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia sangat ditentukan oleh sikap *overconfidence* manajer yang didukung oleh kondisi faktor internal perusahaan. Nilai perusahaan manufaktur di Indonesia lebih ditentukan oleh faktor internal perusahaan, struktur modal dan struktur kepemilikan blockholder. Industri manufaktur di Indonesia masih terlalu banyak menggunakan utang, sehingga penggunaan utang mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.**

Penelitian Arisyahidin (2008) menemukan bahwa (1) kebijakan struktur modal secara langsung berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (2) kebijakan struktur modal secara tidak langsung dengan mediasi kinerja keuangan dan kebijakan dividen berpengaruh negative terhadap

nilai perusahaan, (3) kebijakan dividen secara langsung berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan, (4) kebijakan dividen secara tidak langsung dengan mediasi kinerja keuangan berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan, dan (5) kinerja keuangan secara langsung berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan. Hal yang sama, juga hasil penelitian Baros dan Silveira (2007), menunjukkan bahwa dividen diukur dengan variabel *dummy*, *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal sedangkan *non-debt tax shield* tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Sedangkan Huang dan Sheng (2010) dalam penelitiannya dengan judul *The Determinant of Capital Structure: Evidence from China*, menggunakan *long term debt* sebagai variabel dependen dan sebagai variabel independen adalah *managerial ownership*, *ownership structure (institutional)*, *growth opportunities*, *asset tangibility*, *tax*, *non-debt tax shields*, *firm size*, *volatility*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability*, *non-debt tax shields*, *growth opportunities*, *managerial ownership* dan *tax* berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Sedangkan *firm size* dan *asset tangibility* berpengaruh positif. *Ownership institutional*, *volatility* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian Delcoure (2006), menggunakan variabel independen *size*, *non-debt tax shield*, *assets tangibility*, *growth*, *profitability*, *earning volatility* dan *tax*. Hasilnya, *non-debt tax shield*, *size*, *assets tangibility*, dan *tax* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Sedangkan *Earning volatility* dan *profitability* berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal, dan *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Zou dan Ziao (2006), meneliti *The financial behavior and listed Chinese Firm*. Hasil temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dividen yang diukur dengan *dividen payout ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal sedangkan *non-debt tax shield* tidak menemukan pengaruh yang signifikan

ListenGugler *et.al* (2005), melakukan penelitian tentang *corporate governance and the determinants of investment*. Variabel yang digunakan adalah *stock price*, *operating cash flow*, *tangible asset*. Hasil temuannya adalah *cash flow* berpengaruh positif terhadap *investment* dan *firm value*. Tong dan Green, (2004), melakukan penelitian tentang *pecking order or trade-off hypothesis evidence on the capital structure of Chinese companies*. Variabel yang digunakan adalah *leverage*, *return on assets*, *growth*, *divi-*

dend, size, investment growth. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profitability* dan dividen berpengaruh positif terhadap *leverage* sedangkan variabel lainnya tidak.

Titmen dan Tsyplakov (2005), melakukan penelitian tentang *a dynamic model of capital structure*. Variabel yang digunakan adalah *market price, Leverage, sales, depreciation, profitability, investment*, Hasil temuannya adalah *leverage* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Kesimpulan penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan dengan harga yang lebih tinggi atau dengan biaya produksi yang lebih rendah memiliki profit margin yang lebih tinggi. Dengan *leverage* operasi yang rendah, perusahaan memiliki risiko yang lebih kecil dan dengan demikian perusahaan dapat mengoptimalkan struktur modalnya.

Chen (2004), melakukan penelitian *Determinan of capital structure of Chinese companies*. Penelitian Chen (2004) menggunakan variabel dependen: struktur modal dan variabel independen: *profitability, size, growth opportunities, assets structure, cost of financial distress, tax shields effect*. Hasilnya menunjukkan bahwa *profitability* memiliki hubungan signifikan negatif dan *growth opportunity* berhubungan positif terhadap *total leverage*. *Profitability, growth opportunity, tangibility dan size* signifikan terhadap *leverage* jangka panjang. *Size* berhubungan signifikan negatif terhadap *leverage* jangka panjang, namun berhubungan signifikan positif terhadap *total leverage*. Selanjutnya Chen (2004) juga mengemukakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam dibandingkan pendanaan dari luar perusahaan.

Deessomsak *et al* (2004), melakukan penelitian *the determinants capital structure: evidence from the asia pasific region*. Tujuan penelitiannya adalah 1) meneliti determinan struktur modal yang beroperasi di negara-negara Asia Pasifik dengan sistem keuangan, hukum dan pengendalian yang berbeda. 2) menganalisis potensi dalam krisis keuangan tahun 1997 mengenai prospek keputusan struktur modal. Penelitian ini menggunakan variabel dependen: *leverage dan sebagai variabel independen: profitability, non-debt tax shield, firm size, earning volatility, likuidity, tangibility dan share price performance*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang beroperasi dikawasan Asia Pasifik yaitu Australia, Malaysia, Singapura dan Thailand, determinan struktur modalnya dipengaruhi oleh lingkungan operasi mereka. Krisis keuangan tahun 1997 memiliki dampak

signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Namun pengaruhnya berbeda bagi perusahaan seluruh kawasan tersebut. Faktor *Tangibility* dan *leverage* berhubungan positif tapi tidak signifikan untuk semua negara kecuali untuk Australia. Faktor Hubungan antara *profitability* dan *leverage* adalah negatif tapi tidak signifikan untuk semua negara kecuali untuk Malaysia. Hasil signifikan negatif di Malaysia, konsisten dengan teori *pecking order* bahwa perusahaan lebih suka menggunakan sumber dana internal ketika keuntungan yang diperoleh tinggi. Faktor *Size* memiliki dampak signifikan positif untuk semua negara kecuali untuk Singapura, karena perusahaan didukung oleh pemerintah sehingga memiliki resiko financial yang kecil. Faktor peluang pertumbuhan (*growth*) memiliki hubungan negatif terhadap *leverage* di semua negara kecuali Australia, tetapi signifikan untuk Thailand dan Singapura. Hal ini konsisten dengan teori agensi bahwa perusahaan yang pertumbuhannya tinggi menggunakan utang lebih sedikit. *non-debt tax shield* memiliki hubungan signifikan negatif untuk semua negara.

D'Mello dan Farhat, (2004), melakukan penelitian tentang *testing static trade-off against Pecking order models of capital structure in Brazilian firms*. Variabel yang digunakan adalah *debt ratio, market book ratio, growth, size, tangible asset, non-debt tax shield, profitability*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *firm value; Size, tangibility, Profitability* berpengaruh positif terhadap *leverage*; dan Variabel *growth* dan *non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Fernandez, (2001), melakukan penelitian tentang *optimal capital structure*. Variabel yang digunakan adalah *optimal capital structure (cost of funds, market value, earning pershare dan price earning ratio, biaya modal rata-rata, nilai modal yang ditunda dibagi nilai perusahaan, nilai penerbitan, dan nilai perusahaan*. Temuannya menunjukkan bahwa hasilnya melampaui *optimal capital structure*, kemungkinan bangrut dua kali lipat jika nilai pasar dan nilai buku utang saham sama dengan struktur modal yang menimbulkan biaya modal rata-rata mampu memaksimumkan harga saham.

Frank dan Goyal (2002), melakukan penelitian tentang *testing the pecking order theory of capital structure* dengan menggunakan variable *dividend, investment, working capital, cash flow, long term debt, net eq-*

uity, net external financing, leverage, tangibility, market book ratio, sales, profitability. Hasilnya menunjukkan bahwa dana internal sering tidak mencukupi untuk biaya investasi sehingga dana eksternal harus digunakan, tetapi utang tidak mendominasi besarnya modal. Penelitian ini juga menghasilkan sebuah simpulan bahwa *cash flow* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Itturiaga dan Santz (2001), melakukan penelitian tentang *ownership structure, corporate value and firm investment: A simultaneous*. Penelitian ini menguji hubungan timbal balik antara nilai perusahaan, investasi, dan struktur kepemilikan. Variabel yang digunakan adalah nilai perusahaan *insider ownership, leverage, liquidity, investment, dan return on assets*. Hasilnya menunjukkan bahwa: (1) Institutional ownership (INS1), INS3, *leverage*, dan *return on assets* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan INS2 dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. (2) INS1, INS3, nilai perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage* dan *return on assets* berpengaruh positif terhadap investasi, sedangkan INS2 dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap investasi. (3) Investasi, nilai perusahaan, likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur kepemilikan, sedangkan ukuran perusahaan, *leverage*, dan *return on assets* berpengaruh negatif terhadap struktur kepemilikan.

Pandey (2001), meneliti *Capital structure and the firm characteristic: evidence from and emerging market*. Penelitian ini dilakukan untuk menguji determinan struktur modal perusahaan di Malaysia. Menggunakan *profitability, tangibility, growth, size, investment opportunities*, risiko bisnis, sebagai variabel dependen dan struktur modal sebagai variabel independen. Hasilnya, *profitability* dan risiko bisnis berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal sedangkan *size growth* berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. *Tangibility* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Hammes, (2000), melakukan penelitian tentang *essays on capital structure and trade financing*. Variabel yang digunakan adalah *size, market book ratio, tangibility, profitability, leverage, firm value*. Hasil temuannya adalah *size, market book ratio, tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*. Sedangkan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. *Leverage* berpengaruh positif terhadap *firm value*.

Cleary, (1999). melakukan penelitian tentang *the relationship between firm investment and financial status*, dengan menggunakan variabel: *net fixed asset, current ratio, debt ratio, market book ratio, sales growth, investment, firm value*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi, sedangkan *cash flow* berpengaruh positif. *Cash flow* dan *investment* berpengaruh positif terhadap *firm value*, sedangkan *leverage* berpengaruh negatif. Perusahaan cenderung menggunakan dana eksternal dalam membiayai investasi. Chen, *et al.* (1998), melakukan penelitian tentang *the determinants of capital structure: evidence from ducth phanel data*. Variabel yang digunakan adalah *leverage, tangibility, growth, size, earning volatility, provitability, market book value*. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Dutch mengikuti *pecking order* dan factor informasi asimetri sangat penting dalam menjelaskan penentuan struktur modal.

Moh'd *et al* (1998), meneliti tentang *Thre Impact of Ownership structure and Corporate Debt policy: Time-Series Cross-sectional Analysis*, dengan menggunakan variabel *debt ratio, kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham manejerial, pertumbuhan, ukuran perusahaan, dividend payout ratio, risiko keuangan, profitability, ratio aktiva, pembayaran pajak dan non-debt tax shield*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manejerial dan *profitability, dividend payout ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap *debt ratio* dan pembayaran pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal

Allen, (1993), melakukan penelitian tentang *the Pecking order hipotesis*. Variabel yang digunakan adalah *leverage, return on assets, growth, size, investment growth, dividend*. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan antara *leverage* dan *profitability*. Penelitian ini juga menghasilkan temuan bahwa *growth* berpengaruh positif terhadap *dividen*, serta pertumbuhan investasi berpengaruh negatif terhadap *dividen*.

Gardner dan Trzcinka, (1992), melakukan penelitian tentang *all equity firm and the balancing theory of capital structure*. Penelitain ini menggunakan variabel *profitability pinjaman, leverage-related cost (agency cost of debt, opsi pertumbuhan), leverage related benefit (non-debt tax shield, penerbitan equitas baru)*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *balancing theory of capital structure* dapat memprediksi perilaku perusahaan. Hasil lainnya dari penelitian ini adalah *all-equity firm* terdapat hubungan negatif

antara opsi pertumbuhan dan probabilitas pinjaman, terdapat hubungan positif antara ukuran risiko, *non-detb tax shield* dengan probabilitas pinjaman.

Kim, *et.al*, (1982), melakukan penelitian tentang *Miller's equilibrium, shareholder leverage, clientele and optimal capital structure*. Penelitian ini menggunakan variable: struktur modal (pertimbangan risiko, marginal tax), nilai pasar (saham utang) kesejahteraan investor individual. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa permintaan ekuitas perusahaan dengan *leverage* dari perbedaan pajak pribadi sebagai determinan struktur modal sama pentingnya dengan keuntungan pajak dan biaya berkaitan dengan *leverage*.

B. Teori Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan. Campsey dan Brigham (1985), mengemukakan pengertian struktur modal sebagai *percentage of each type of capital used by firm debt, preferred stock and common equity*. Selanjutnya Darsono (2006), mengemukakan bahwa struktur modal adalah jumlah modal permanen perusahaan yang bersumber dari utang jangka panjang dan modal sendiri. Menurut Megginson (1997), struktur modal adalah bauran relatif dari sekuritas utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang suatu perusahaan. Sedangkan Weston dan Copelan (1995), struktur modal adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya.

Dari definisi di atas, maka jelas yang dimaksud dengan struktur modal adalah sumber pembiayaan perusahaan yang berasal dari utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Ekuitas saham meliputi nilai buku saham biasa, agio-disagio saham biasa dan akumulasi laba di tahan. Tujuan pokok manajemen struktur modal adalah penciptaan kombinasi sumber dana sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai ini dapat diharapkan apabila perusahaan mengubah struktur modal seoptimal mungkin melalui penggunaan utang secara hati-hati (Rigar dan Mansouri, 2003). *Leverage* yang diukur sebagai ratio antara *total debt* terhadap *total assets*, menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan, pada satu pihak dapat menguntungkan, namun pada lain pihak dapat merugikan perusahaan (Rajan dan Singales,

1995). Untuk itu, perusahaan harus dapat mengambil kebijakan struktur modal yang optimal (Harris dan Raviv, 1991).

Mengginson (1997) mengemukakan bahwa pilihan struktur modal dapat dianalisis dari beberapa pendekatan sebagai berikut.

1. *The agency theory/tax shield trade-off model*, menyatakan bahwa struktur modal yang diamati adalah hasil *trade-off* antara keuntungan pajak dari meningkatnya biaya keagenan karena rasio utang mendekati tingkat kritis.
2. *The Pecking order theory hypothesis (POT)*, menyatakan bahwa para manajer mempunyai informasi yang lebih baik tentang peluang investasi yang dihadapi perusahaan dibandingkan dengan investor luar (*assymetric information*) dan para manajer bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham. *The Pecking order theory hypothesis* menunjukkan ada preferensi pendanaan pada sumber dan internal dengan pertimbangan *assymetric information*.
3. *The signaling model of financial structure*, mengasumsikan adanya *assymetric information* antara manajer dan investor tetapi para manajer menggunakan informasi yang mahal untuk membedakan perusahaannya dengan para pesaingnya yang lebih lemah.

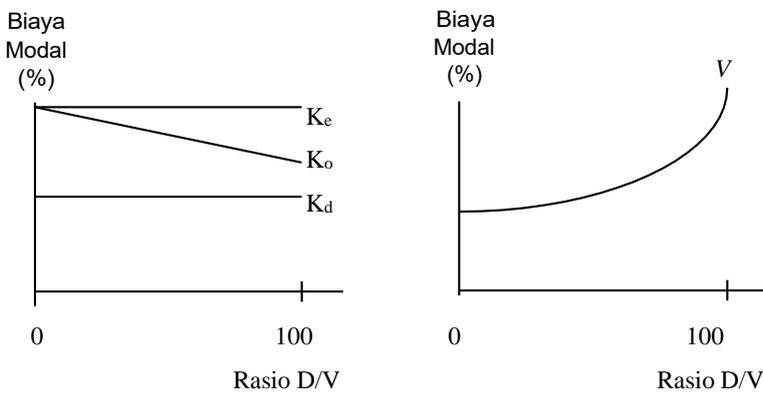
Guna mencari bauran yang tepat dari sumber dana permanen yang digunakan, diperlukan suatu upaya untuk mencapai struktur modal optimal. Brigham dan Houston (2006), mengemukakan bahwa struktur modal yang ditargetkan (*target capital structure*) adalah bauran dari utang, saham preferen dan saham biasa yang direncanakan untuk menambah modal dengan melakukan perimbangan *trade-off* antara risiko dan tingkat pengembalian. Riyanto (1995) mengemukakan bahwa struktur modal yang optimum adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata (*average cost of capital*).

C. Pendekatan Laba Bersih

Pendekatan laba bersih dikembangkan oleh David Durand pada tahun 1952 (Sartono, 2008). Pendekatan ini mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi (K_e) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utang (K_d)

yang konstan pula. Karena K_e dan K_d konstan maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) akan semakin kecil, karena biaya utang lebih rendah daripada biaya modal sendiri. Oleh karena itu, jika K_o semakin besar, nilai perusahaan akan meningkat. Pada gambar 2.1. tampak bahwa nilai perusahaan meningkat jika perusahaan menggunakan utang yang semakin besar. Persoalannya adalah jika pendekatan laba bersih operasi ini benar, maka sebaiknya perusahaan menggunakan seratus persen utang untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Pengaruh *Leverage*: pendekatan laba bersih (NI)



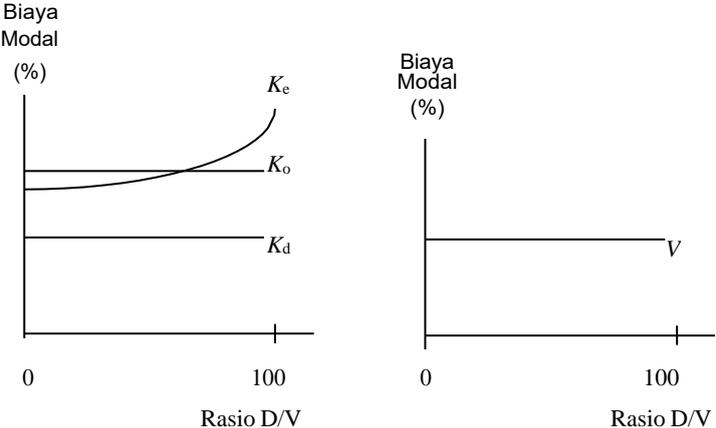
Gambar 4.1
 Sumber: (Sartono, 2008).

D. Pendekatan Laba Operasi Bersih

Pendekatan Laba Operasi Bersih atau *Net Operating Income Approach* (NOI) mengasumsikan bahwa para investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan utang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang akan konstan berapapun tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan. Hal tersebut berdasarkan pada dua hal, yaitu; Pertama, diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua, penggunaan utang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu, tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh

pemilik modal sendiri meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Konsekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting. Pendekatan ini menekankan bahwa harga saham dan nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh adanya perubahan dalam struktur modal (Van Horne, 2002). Pada pendekatan ini struktur modal yang optimal dianggap tidak ada, dalam artian semua struktur modal dianggap sama dan tidak mempengaruhi harga saham maupun nilai perusahaan.

Pengaruh *Leverage*: pendekatan laba operasi bersih (NOI)

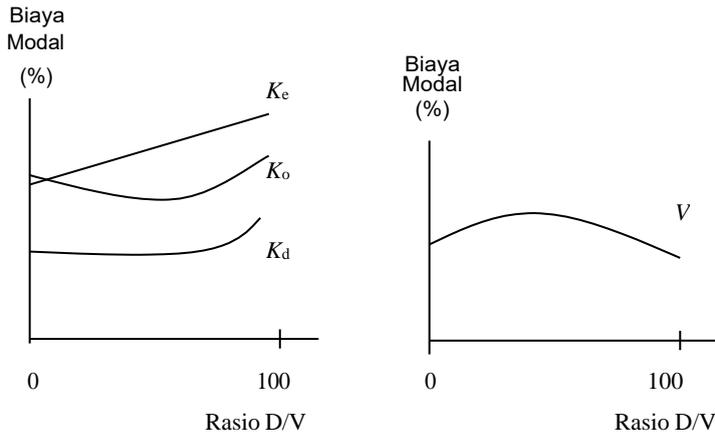


Gambar 4.2
 Sumber: (Sartono, 2008).

E. Pendekatan Tradisional

Pendekatan tradisional merupakan pendekatan yang banyak dianut oleh para praktisi dan akademisi. Pendekatan ini mengasumsikan jika terdapat penambahan utang hingga batas tertentu, maka risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Sehingga baik K_d maupun K_e relatif konstan. Peningkatan biaya modal sendiri akan semakin besar atau bahkan akan lebih besar daripada penurunan biaya, karena penggunaan utang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah *leverage* tertentu akan meningkat. Untuk itu, nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan utang

yang semakin besar. Menurut pendekatan tradisional, struktur modal optimal terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum.



Gambar 4. 3
 Sumber: (Sartono, 2008).

Pendekatan tradisional ini mengakui adanya struktur modal optimal yang bisa meningkatkan nilai perusahaan (Van Horne, 2002). Kondisi struktur modal yang optimal akan tercapai saat nilai perusahaan mencapai maksimum (V) dan biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) mencapai tingkat yang paling minimum.

F. Pendekatan Modigliani dan Miller

Atmaja (2008), mengemukakan salah satu isu penting yang dihadapi oleh manajer keuangan adalah bagaimana perusahaan mendapatkan dana untuk membiayai aktivitasnya. Apakah harus menggunakan utang ataukah menggunakan modal sendiri? Modigliani dan Miller (MM) mempublikasikan salah satu teori keuangan modern yang mengejutkan. Mereka menyimpulkan bahwa nilai suatu perusahaan semata-mata tergantung pada arus penghasilan di masa mendatang (*future earnings stream*), karena itu nilainya tidak tergantung pada struktur modal (Modigliani dan Miller, 1958). Modigliani dan Miller menggunakan asumsi yang sangat ketat,

termasuk asumsi pasar modal sempurna. Salah satu asumsi penting adalah tidak adanya pajak, model ini sering disebut model Modigliani dan Miner tanpa pajak.

Pada tahun 1963, Modigliani dan Miller mempublikasikan paper ke dua mengenai teori struktur modal. Mereka menghilangkan asumsi tentang ketiadaan pajak. Mereka juga menyimpulkan bahwa nilai perusahaan dengan utang lebih besar dibandingkan nilai perusahaan tanpa utang. Kenaikan tersebut disebabkan adanya penghematan pajak dari penggunaan utang. Semakin besar utang semakin besar nilai perusahaan. Model ini disebut model MM dengan pajak.

Model MM dengan pajak melupakan suatu hal: semakin besar utang semakin besar kemungkinan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*). Terdapat usaha untuk memperbaiki model MM tersebut dengan memperhitungkan factor biaya *financial distress*. Model perbaikan disebut dengan *tax savings-financial costs trade-off theory* karena utang menghasilkan penghematan pajak tetapi juga menimbulkan biaya kesulitan keuangan. Secara umum model MM yang dimodifikasi mengajarkan: (1) berutang sejumlah tertentu itu baik (2) berutang terlalu banyak tidak baik (3) ada jumlah utang yang optimal untuk setiap perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Allen, David E. (1993). The Pecking Order Hypothesis Australian Evidence, *Applied Financial Economics*. **3**: 101-112
- Arisyahidin. (2008). *Perilaku Keuangan Publik di Indonesia (Analisis Kebijakan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan)*. Disertasi, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.
- Atmaja, Lukas S. (2008). *Teori Dan Praktek, Manajemen Keuangan*, Penerbit ANDI Yogyakarta.
- Barros, L.A.B de C., Silveira, Alexandre DM. (2007). Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinant Capital Structure, *Social Science Research Network Electronic Paper collection: Http://ssrn. Com/ Abstract*.

- Bhagat Sanjai and Bolton Brian. (2010). Manager Characteristics and Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*.
- Brigham E.F.& Houston J.F. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 1 Edisi 10, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Chen, Long and Xinlai Zhao. (2004). Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios and Capital Structure Choices. p.1-26
- Cleary, Sean. (1999). The Relationship Between Firm Investment and Financial Status, *The Journal Of Finance*. **54** (2): 673-692
- D'Mello, R and J. Farhat (2004). A Comparative Analysis Of Proxies For Target Capital Structure.
- Darsono P. (2006). *Manajemen Keuangan*, Penerbit Diadit Media, Cetakan 1, Jakarta.
- Deesomsak Ratapom, Krianah Paudyal, Gioia Pescetto. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence From the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*. 14: 387-405
- Delcoure Natalya. (2006). The Determinants of Capital Structure in Transitional Economics. *Intemasional Review of Economics and Finance*. Article in Press.
- Fernandez, Pablo. (2001). Optimal Capital Structure: Problems with the Harvard and Damodaran Approaches, IESE Business School. 22 (1)
- Frank, Murray Z. and Fidhan K Goyal. (2002). Capital Structure Decisions. *Journal of Financial Economic*. P.1-20
- Gardner, J.C., and C.A. Trzcinka. (1992). All-Equity Firms and The Balancing Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Research*. **15** (1):77-90
- Gugler, Kalus, Dennis C. Mueller and B. Buncin Yurtoglu. (2005). Corporate Governance And The Determinans Of Investment, *Journal Of Financial Economics*.
- Hammes, Klaus. (2000). Essays on Capital Structure and Trade Financing.
- Harris, Milton and Artur Raviv. (1991). The Theory Of Capital Structure, *The Journal Of Finance*. **46**:297-355
- Huang, Sheng. (2010). CEO Characteristic, Corporate Decisions and Firm Value Evidence from corporate refocusing. SSRN: <http://ssrn.com>.

- Itturiaga, F.J.L, and Sanz J.A.R. (2001). Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equation Analysis of Spanish Games. *Journal of Management & Governance*. **5**:179-204
- Kim, E. Han. (1982). Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure, *The Journal Of Finance*. **37** (2).
- Megginson, Williams L. (1997). *Corporate Finance Theory*. Addison Wesley Education Publishers Inc., Unitet States.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller. (1958). The Cost Of Capital, Corporation Finance and The Theory Of Investment, *American Economic Review*. **48**: 261-275
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost Of Capital: A Correction, *American Economic Review*. June.
- Moh'd M.A, Perry L.G, and Rimbey James.N. (1998). The Impact of Ownership Struecture and Corporate Debt Policy: Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*. **33**:35-98
- Pandey, I.M.. (2001). Capital Structure and The Firm Characteristics: Evidence From An Emerging Market. *TIMA Working Paper*. 4 Oktober, 2001
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Singales. (1995). What do We Know About Capital Structure ? Some Evidence From International Data, *The Journal of Financial*. **50** (5): 1421-1460
- Rigar, S.M dan B. Mansouri. (2003). Determinan of Financial Practices Among Morroccan Industrial Firms.
- Riyanto, Bambang. (1995). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Ke empat, Cetakan Pertama, Penerbit BPFE-Yogyakarta.
- Sartono R. A. (2008). *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Ediai 4, Cetakan ke dua, BPFE, Yogyakarta.
- Sujono. (2010). *Determinan Struktur Modal, Inovasi dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)*, Disertasi, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.
- Titmen, Sheridan and Sergey Tsyplakov.(2005). A Dynamic Model Of Optimal Capital Structure. *The Journal Of Finance*.
- Van Horne, James C. (2002). *Financial Management and Policy*. 11th Asoke K. Ghosh. Printice-Hall of Indiana Private Limited.

- Weston, J. Fred, and Thomas E. Copeland. (1995). *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Zou H, Xiao Jason Zezhong. (2006). The Financing Behaviour of Listed Chinese Firms, *The British Accounting Review*. **38** (240):239-258

BAB V

STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

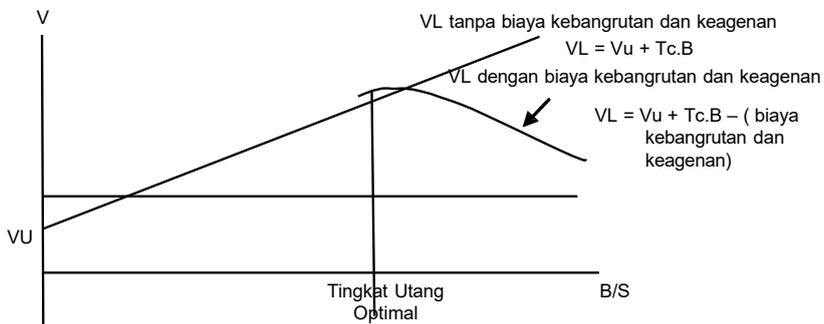
A. Pengantar

Pada kenyataannya, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Karena, semakin tinggi utang, akan semakin tinggi pula kemungkinan (probabilitas) mengalami kebangkrutan. Semakin tinggi utang, semakin besar bunga yang harus dibayar. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi juga akan semakin besar. Pemberi pinjaman akan membuat perusahaan bangkrut jika perusahaan tidak bisa membayar utang. Penelitian di luar negeri menunjukkan biaya kebangkrutan bisa mencapai sekitar 20% dari nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal, yaitu biaya langsung antara lain biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, biaya pengacara, biaya akuntan, dan biaya lainnya yang sejenis, dan biaya tidak langsung, di antaranya biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan dan perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

Biaya kebangkrutan sampai tingkat utang tertentu akan lebih tinggi dibandingkan dengan PV penghematan pajak. Nilai perusahaan akan mulai menurun pada titik tersebut. Biaya lain dari peningkatan utang adalah

meningkatnya biaya keagenan utang (*agency cost of debt*). Teori keagenan menyatakan bahwa di perusahaan terjadi konflik antara pihak-pihak yang terlibat, seperti pihak pemegang utang dengan pemegang saham. Jika utang meningkat, maka konflik antara keduanya akan semakin meningkat. Pasalnya, potensi kerugian yang dialami oleh pemegang utang juga akan semakin meningkat. Dalam situasi tersebut, pemegang utang akan meningkatkan pengawasan (*monitoring*) terhadap perusahaan. Pengawasan bisa dilakukan dalam bentuk biaya-biaya *monitoring* (persyaratan yang lebih ketat, menambah jumlah akuntan, dan sebagainya) atau bisa juga dalam bentuk kenaikan tingkat bunga.

Nilai Perusahaan Menurut Pendekatan *Trade-Off*



Gambar 5.1
Sumber: (Hanafi, 2008).

Gambar 5.1 menunjukkan bahwa nilai perusahaan dengan utang akan semakin meningkat dengan naiknya utang. Tetapi, nilai tersebut mulai menurun pada titik tertentu. Pada titik tersebut, tingkat utang merupakan tingkat utang yang optimal. Gabungan antara teori struktur modal Modigliani dan Miller dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan mengindikasikan adanya *trade-off* antara penghematan pajak dari utang dengan biaya kebangkrutan.

1. *Pecking Order Theory*

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan. Myers (1984) mengemukakan argumen mengenai adanya ke-

cenderung suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber dana yang berdasarkan pada *pecking order theory*. Selanjutnya, Myers (1984) mengemukakan bahwa *pecking order theory* mengikuti urutan: (1) perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal; (2) perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi; (3) kebijakan dividen bersifat *sticki*, fluktuasi *profitability*, dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal, bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi; dan (4) apabila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan memilih sumber dana dari utang karena dipandang lebih aman daripada penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Pecking order theory atau *dynamic model of capital structure* adalah kebijakan struktur modal yang aktif ketika perusahaan dapat menyimpang dari struktur modal optimal untuk mencari pendanaan baru karena efek informasi (Berens dan Cuny, 1995). *Pecking order theory* merupakan mekanisme kerja pemilihan sumber pendanaan yang berkaitan dengan masalah *transaction cost* dari sumber dana eksternal baru. Pinjaman baru adalah sumber dana yang perlu dihindari dibandingkan penggunaan dana internal (Titmen dan Tsyplakov, 2005). *Pecking order* memfokuskan pada motivasi dari manajer perusahaan dibandingkan dengan prinsip-prinsip penilaian pasar modal. Teori ini mendasarkan pada empat asumsi tentang perilaku keuangan perusahaan, yaitu (1) kebijakan dividen terpatok, para manajer mencoba untuk mempertahankan pembayaran dividen per saham konstan pada setiap biaya dan akan menaikkan atau menurunkan dividen sebagai respon terhadap fluktuasi laba sekarang yang bersifat sementara; (2) preferensi pada *internal fund* (laba ditahan dan penyusutan) dibandingkan dengan *external financing*, utang atau penerbitan saham; (3) jika perusahaan harus memperoleh *external financing*, ia akan memilih sekuritas yang paling aman pertama; dan (4) menghindari penerbitan ekuitas baru atau saham, karena para manajer khawatir tentang pertanda buruk yang dikirimkan pada investor ketika ekuitas diterbitkan bahwa penerbitan saham menurunkan harga saham.

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan memengaruhi struktur modal dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi,

para investor biasanya akan menginterpretasikan sebagian berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Investor beranggapan bahwa penerbitan ekuitas baru dilakukan oleh para manajer apabila saham-saham perusahaan dinilai tinggi. Harris dan Raviv (1991), Baskin (1989), serta Myers (1984) mengemukakan bahwa pemberitahuan penerbitan ekuitas baru menyebabkan nilai perusahaan yang tecermin dalam harga saham turun. Hasil penelitian Migunda (2001) membuktikan bahwa perusahaan publik di Indonesia lebih cenderung mengikuti *pecking order theory*. Sementara, Sartono (2008) mengemukakan bahwa pada umumnya para manajer di Indonesia cenderung mengikuti hierarki pendanaan *pecking order theory*.

Pecking order theory tidak mematok struktur modal, melainkan berdasarkan preferensi sumber dana internal yang berasal dari fleksibilitas keuangan dan laba ditahan. Setelah itu, sumber dana eksternal yaitu utang dan terakhir adalah saham (Chen & Zhao, 2004). Hanafi (2008) mengemukakan bahwa perusahaan mempunyai urutan-urutan dalam penggunaan dana. Skenario urutan dalam *pecking order theory* sebagai berikut.

1. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan mematok rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau kalau berubah, terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan.
3. Kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabungkan dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak dapat diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat tertentu dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.
4. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hibryd*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian saham sebagai pilihan terakhir.

Pecking order theory bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Hal ini dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat utang yang kecil dan mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menyebabkan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Hanafi, 2008).

2. *Asymmetric Information dan Signaling Theory*

Terdapat keterkaitan erat antara konsep asimetri informasi dengan signaling. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak lainnya. Manajer biasanya memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak luar seperti investor. Investor yang merasa mempunyai informasi yang lebih sedikit akan berusaha menginterpretasikan perilaku manajer, termasuk dalam menentukan struktur modal. Ini dapat dianggap sebagai sinyal bagi pihak luar (investor).

a. Asymmetric Information (Myers dan Majluf, 1984)

Myers dan Majluf (1984), menjustifikasi teori dengan membuat model asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar. Keduanya ingin menjelaskan fenomena menarik yang sering dijumpai, yakni harga saham cenderung mengalami penurunan (koreksi) pada saat pengumuman penerbitan saham baru. Menurut Myers dan Majluf, ada asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar. Manajer memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar. Pada saat harga saham *overvalue*, manajer cenderung mengeluarkan saham (memanfaatkan harga yang terlalu tinggi). Karena itu, pada saat penerbitan saham baru diumumkan, harga akan jatuh akibat pasar menginterpretasikan harga saham sudah *overvalue*. Teori tersebut bisa menginterpretasikan jatuhnya harga saham pada saat terjadi pengumuman penerbitan saham baru.

Jika harga saham jatuh cukup serius, maka para pemegang saham lama akan dirugikan karena adanya penerbitan saham baru. Sebaliknya, pemegang saham baru akan diuntungkan karena bisa membeli saham de-

ngan harga yang lebih murah. Jatuhnya harga saham tersebut berkaitan dengan asimetri informasi, sehingga menimbulkan adanya biaya asimetri informasi yang berkaitan dengan penerbitan saham. Biaya tersebut akan semakin besar, jika harga saham jatuh cukup signifikan.

Dilihat dari kerangka asimetri informasi, penerbitan utang memiliki asimetri informasi yang lebih kecil jika dibandingkan dengan saham. Utang memiliki pendapatan yang sifatnya tetap berupa bunga. Karena itu, ketidakpastian pendapatan utang lebih kecil dibandingkan dengan ketidakpastian saham. Asimetri informasi utang lebih kecil dibandingkan asimetri informasi saham, sehingga biaya asimetri utang lebih kecil dibandingkan biaya asimetri saham.

Sementara itu, dana internal bebas dari biaya asimetri informasi sehingga dana internal akan dipilih pertama kali jika perusahaan membutuhkan dana. Jika kebutuhan dana masih ada, maka perusahaan akan menerbitkan utang sebelum menerbitkan saham. Jadi, urutan preferensi penggunaan dana berdasarkan biaya asimetri adalah dana internal, utang, dan penebitan saham. Dengan demikian, model asimetri informasi dapat digunakan untuk menjelaskan perilaku struktur modal.

b. Signaling (Ross, 1977)

Ross (1977) mengembangkan model yang menunjukkan struktur modal merupakan sinyal yang disampaikan manajer ke pasar. Jika manajer berkeyakinan bahwa prospek perusahaan baik dan menginginkan agar harga saham meningkat, maka manajer mengomunikasikan hal tersebut kepada investor. Cara yang dapat dilakukan adalah dengan menyampaikan secara langsung bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Di samping itu, manajer dapat memberikan sinyal yang lebih dipercaya (*credible*) dengan menggunakan utang yang lebih banyak.

Jika utang meningkat, kemungkinan kebangkrutan akan semakin meningkat. Apabila perusahaan mengalami kebangkrutan, maka reputasi manajer akan hancur dan tidak dapat dipercaya lagi menjadi manajer. Karena itu, perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Karena cukup yakin, manajer perusahaan berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan menangkap sinyal tersebut bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian,

penggunaan utang merupakan sinyal positif terhadap kinerja perusahaan yang lebih baik.

3. Pendekatan Teori Keagenan (*Agency Approach*)

Menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antara berbagai kelompok kepentingan. Pertama, konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pemegang utang. Jika utang mencapai jumlah yang signifikan dibandingkan dengan saham, maka pemegang saham akan tergoda melakukan substitusi aset. Dalam hal ini, pemegang saham akan beroperasi dengan meningkatkan risiko perusahaan. Risiko perusahaan yang meningkat akan menguntungkan pemegang saham karena semakin besar kemungkinan untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Sebaliknya, hal tersebut merupakan berita buruk bagi pemegang utang. *Pay-off* pemegang utang akan tetap sebesar bunga yang dibayarkan, tidak terkait dengan berapa besar keuntungan yang diperoleh perusahaan. Pemegang saham akan memperoleh bagian terbesar jika keuntungan perusahaan meningkat. Apabila terjadi kerugian, pemegang saham tidak terlalu merugi karena proporsi saham tidak terlalu besar jika utang semakin besar. Untuk mencegah situasi tersebut, pemegang utang akan membebani bunga yang semakin tinggi dengan meningkatnya utang. Dengan demikian, struktur modal merupakan kompromi antara pemegang saham dengan pemegang utang.

Kedua, konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Jika manajer tidak mempunyai saham di perusahaan, maka keterlibatan manajer akan semakin berkurang. Dalam situasi tersebut, manajer akan cenderung bertindak tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Konflik tersebut bisa dipecahkan jika manajemen mempunyai saham 100% di perusahaan, sehingga kepentingan manajer dan pemegang saham akan menyatu. Dalam kenyataannya, para pemegang saham ingin berbagi risiko (agar risiko yang dihadapi tidak terlalu tinggi), dan akan terjadi kepemilikan manajerial yang parsial (tidak 100%) sehingga terjadi *trade-off* yang mengarah pada struktur modal yang optimal.

Konsep *free cash flow* sangat erat kaitannya dengan konflik antara pemegang saham dengan manajer (Jensen, 1976). *Free cash flow* dalam konsep ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Karena perusahaan tidak

mempunyai lagi kesempatan investasi yang menarik, *free cash flow* sebaiknya dibagikan kepada pemegang saham dan pemegang saham dibebaskan untuk menginvestasi kelebihan kas tersebut. Tetapi, ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber dana (termasuk *free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Utang bisa dianggap sebagai cara untuk dapat mengurangi konflik keagenan *free cash flow* tersebut. Jika perusahaan mengeluarkan utang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga. Jika manajer tidak membayar bunga, manajer bisa mengalami kebangkrutan. Dengan demikian, keputusan penggunaan utang bisa dilihat sebagai upaya untuk mengatasi konflik keagenan atas *free cash flow*.

B. Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal

1. Ability CEO

Robbins dan Coulter (2008) mengemukakan bahwa manajer adalah seseorang yang bekerja melalui orang lain dengan mengoordinasikan kegiatan-kegiatan pekerjaan mereka guna mencapai sasaran organisasi. Henry Mintzberg (2008) menyatakan bahwa ada sepuluh peran yang dimainkan oleh manajer di tempat kerjanya. Sepuluh peran itu kemudian dibagi menjadi tiga kelompok, yaitu (1) peran antar-pribadi, merupakan peran yang melibatkan orang dan kewajiban lain, yang bersifat seremonial dan simbolis. Peran ini meliputi peran sebagai figur untuk anak buah, pemimpin, dan penghubung; (2) peran informasional, meliputi peran manajer sebagai pemantau dan penyebar informasi, serta peran sebagai juru bicara; dan (3) peran pengambilan keputusan, seperti seorang wirausahawan, pemecah masalah, pembagi sumber daya, dan berunding. Mintzberg kemudian menyimpulkan bahwa secara garis besar, aktivitas yang dilakukan oleh manajer adalah berinteraksi dengan orang lain, dengan organisasi itu sendiri, dan dengan hal-hal lain di luar organisasi.

Sementara itu, Robbins dan Coulter (2008) mengemukakan bahwa manajer membutuhkan tiga keahlian atau kompetensi yang hakiki. Pertama, keahlian teknis yang mencakup pengetahuan dan keahlian dalam bidang khusus tertentu, misalnya perekayasaan, komputer, akuntansi, atau pabrikasi. Keahlian ini lebih penting pada tingkat manajemen yang lebih rendah karena para manajer berhubungan langsung dengan karyawan yang

melakukan pekerjaan organisasi. Keahlian teknis merupakan pemahaman dan kefasihan dalam melaksanakan tugas tertentu, mencakup penguasaan metode, teknik, dan peralatan yang digunakan. Keahlian teknis juga mencakup kemampuan analisis, penggunaan alat, dan teknik yang tepat untuk menyelesaikan masalah dalam bidang disiplin ilmu tertentu. Kedua, keahlian tentang orang yang meliputi kemampuan untuk bekerja sama, baik dengan orang lain secara perorangan ataupun dalam kelompok. Manajer dengan keahlian tentang orang yang baik mampu mendapatkan yang terbaik dari bawahan mereka. Keahlian ini diperlihatkan dengan ketika manajer berhubungan dengan orang lain, termasuk kemampuan untuk memotivasi, memfasilitasi, mengoordinasi, memimpin, berkomunikasi, dan menyelesaikan konflik. Seorang manajer dengan keahlian ini, menyukai orang lain dan disukai orang lain. Ketiga, keahlian konseptual, yaitu keahlian yang harus dimiliki manajer untuk berpikir dan berkonsep tentang situasi yang abstrak. Keahlian konseptual melibatkan pemikiran manajer, pengelolaan informasi, dan kemampuan perencanaan. Ini berarti, kemampuan untuk berpikir strategis dengan mengambil pandangan yang luas dan jangka panjang. Keahlian konseptual diperlukan oleh seluruh manajer, khususnya bagi manajer puncak.

Keahlian manajer berkaitan dengan karakteristik individu yang dimiliki. Schermerhorn *et al* (1998) mengemukakan tiga kategori individu, yaitu (1) karakteristik demografis, misalnya usia, jenis kelamin, dan lain-lain; (2) karakteristik kompetensi, misalnya ketangkasan atau kemampuan; dan (3) karakteristik psikologis, misalnya nilai, sikap, dan kepribadian. Gibson *et al* (1996) mengelompokkan variabel individu menjadi tiga, yaitu (1) kemampuan, baik mental maupun fisik; (2) demografis seperti, jenis kelamin, usia, ras, serta (3) latar belakang, yaitu keluarga, kelas sosial, dan pengalaman. Sementara, Robbins dan Judge (2008) mengemukakan bahwa karakteristik-karakteristik biografi adalah karakteristik perorangan seperti usia, gender, ras, dan masa jabatan yang diperoleh secara mudah dan objektif dari arsip pribadi seseorang. Selanjutnya, Robbins dan Judge (2008) juga mengatakan bahwa kecerdasan adalah salah satu karakteristik yang dibawa individu ketika bergabung dalam suatu organisasi. Lebih lanjut diutarakan bahwa kemampuan (*ability*) berarti kapasitas seorang individu untuk melakukan beragam tugas dalam suatu pekerjaan. Kemampuan adalah sebuah penilaian terkini atas apa yang dapat dilakukan sese-

orang. Kemampuan keseluruhan individu pada dasarnya terdiri atas dua kelompok, yaitu kemampuan intelektual dan kemampuan fisik. Dalam kajian ini, penulis menggunakan *ability* manajer sebagai variabel penelitian dengan menggunakan indikator usia, masa jabatan, dan tingkat pendidikan. Ketiga indikator tersebut akan diuraikan sebagai berikut.

a. Usia

Robbins dan Judge (2008) mengemukakan bahwa hubungan antara usia dengan pekerjaan menjadi hal yang lebih penting. Pertama, terdapat kepercayaan luas bahwa kinerja pekerjaan menurun seiring bertambahnya usia. Tak peduli apakah hal ini benar atau tidak, banyak individu meyakini dan bertindak berdasarkan hal tersebut. Kedua, kenyataan bahwa angkatan kerja menua. Alasan ketiga, perundang-undangan AS yang dengan segala alasan, melarang pemerintah pensiun. Saat ini, sebagian besar pekerja AS tidak harus pensiun pada usia 70 tahun.

Namun, bukti menunjukkan bahwa para pemberi kerja memiliki perasaan yang bercampur. Mereka melihat sejumlah kualitas positif yang dibawa para pekerja dengan usia lebih tua pada pekerjaan mereka, khususnya pengalaman, penilaian, etika kerja yang kuat, dan komitmen terhadap kualitas. Tetapi, para pekerja yang berusia lebih tua juga dipandang kurang memiliki fleksibilitas dan sering menolak teknologi baru. Seiring berjalannya waktu, organisasi secara aktif mencari individu yang dapat dengan mudah menyesuaikan diri dan terbuka terhadap perubahan, dan sifat-sifat negatif terkait usia secara nyata menghalangi perekrutan awal atas para pekerja yang lebih tua.

Semakin tua, semakin kecil kemungkinannya untuk keluar dari pekerjaan. Pernyataan tersebut didasarkan pada penelitian hubungan antara usia dengan perputaran karyawan. Para pekerja yang lebih tua memiliki lebih sedikit peluang alternatif pekerjaan. Selain itu, para pekerja yang lebih tua kemungkinan lebih rendah untuk mengundurkan diri dibandingkan para pekerja yang lebih muda karena masa pengabdian mereka yang panjang cenderung memberi mereka tingkat gaji yang lebih tinggi, tunjangan liburan yang lebih panjang, dan tunjangan pensiun yang lebih menarik.

Terdapat kepercayaan bahwa produktivitas menurun seiring dengan bertambahnya usia. Sering diasumsikan bahwa keterampilan seorang

individu khususnya kecepatan, kelincahan, kekuatan, dan koordinasi berkurang seiring waktu. Kebosanan secara berkepanjangan serta kurangnya stimulasi intelektual terhadap pekerjaan juga berkontribusi pada turunnya produktivitas. Tetapi, ada penelitian yang bertentangan dengan kepercayaan dan asumsi tersebut. Misalnya, selama periode 3 tahun, sebuah jaringan besar toko piranti keras mempekerjakan satu dari toko-tokonya hanya dengan karyawan yang berusia lebih dari 50 tahun dan membandingkan hasilnya dengan lima toko yang lain yang mempekerjakan karyawan lebih muda. Toko dengan karyawan berusia di atas 50 tahun secara signifikan lebih produktif (diukur berdasarkan penjualan yang dihasilkan terhadap biaya tenaga kerja) dibandingkan dua toko lainnya dan seimbang dengan tiga toko lainnya. Tinjauan lainnya dari penelitian tersebut menemukan bahwa usia dan kinerja pada pekerjaan tidak memiliki keterkaitan. Jika terdapat penurunan yang disebabkan usia, hal tersebut akan tergantikan oleh keuntungan yang didapatkan dari pengalaman.

b. Masa Jabatan

Jika mendefinisikan senioritas sebagai waktu pada suatu pekerjaan, maka kita dapat berkata bahwa bukti terbaru menunjukkan adanya hubungan positif antara senioritas dan produktivitas pekerjaan. Masa jabatan bila dinyatakan sebagai pengalaman kerja tampaknya menjadi sebuah dasar perkiraan yang baik atas produktivitas karyawan. Penelitian yang mengaitkan masa jabatan dengan ketidakhadiran cukup jelas. Penelitian secara konsisten menunjukkan bahwa senioritas berkaitan secara negatif dengan ketidakhadiran. Bahkan, dalam hubungannya, baik dengan frekuensi absensi maupun total hari kerja yang hilang, masa jabatan merupakan variabel tunggal yang paling berpengaruh. Masa jabatan adalah sebuah variabel yang kuat dalam menjelaskan perputaran karyawan. Semakin lama seseorang berada dalam satu pekerjaan, lebih kecil kemungkinannya untuk mengundurkan diri. Hal ini konsisten dengan penelitian yang menyatakan bahwa perilaku di masa lalu adalah dasar perkiraan paling baik dari perilaku di masa depan (Robbins dan Judge, 2008).

c. Tingkat Pendidikan

Individu cerdas biasanya memiliki tingkat pendidikan yang lebih tinggi serta lebih mungkin menjadi pemimpin dalam suatu kelompok (Robbins

dan Judge, 2008). Individu pada sebagian besar masyarakat menempatkan kecerdasan pada nilai yang tinggi. Kecerdasan intelektual (*intellectual ability*) adalah kemampuan yang dibutuhkan untuk melakukan berbagai aktivitas berpikir, menalar, dan memecahkan masalah. Robbins dan Judge (2008) menunjukkan alasan penting lainnya mengapa individu cerdas adalah pelaku kerja yang lebih baik, yaitu mereka lebih kreatif. Individu cerdas mempelajari pekerjaan dengan lebih cepat, lebih mampu beradaptasi dalam keadaan yang berubah, dan lebih baik dalam menemukan solusi untuk meningkatkan kinerja. Kecerdasan adalah salah satu alat ukur yang lebih baik atas kinerja seluruh jenis pekerjaan. Hal ini merupakan alasan mengapa perusahaan seperti Amazon.com dan Microsoft menekankan penilaian kecerdasan sebagai elemen kunci dalam proses perekrutan.

Berbagai riset mengenai persyaratan-persyaratan yang diperlukan dalam berbagai jenis pekerjaan diidentifikasi dalam sembilan kemampuan dasar yang dilibatkan untuk melakukan tugas-tugas jasmani. Kesembilan dasar tersebut dibagi dalam tiga kelompok yaitu: (1) faktor-faktor kekuatan meliputi, kekuatan dinamis, kekuatan tubuh, kekuatan statis, dan kekuatan itu sendiri; (2) faktor-faktor keluwesan meliputi, keluwesan extent dan keluwesan dinamis; serta (3) faktor-faktor lain, meliputi koordinasi tubuh, keseimbangan, dan stamina (Robbins dan Judge, 2008).

Kemampuan intelektual adalah kemampuan yang diperlukan untuk melakukan kegiatan-kegiatan mental, seperti kemampuan dalam menganalisis dan meramalkan suatu kondisi atau keadaan, baik ekonomi, politik, maupun kondisi pasar. Beberapa penelitian mengungkapkan bahwa untuk mengetahui seberapa besar tingkat kemampuan intelektual seseorang, dapat dilakukan dalam berbagai pengukuran, tergantung pada penggunaan hasil pengukuran tersebut. Kemampuan intelektual merupakan modal dasar bagi seseorang untuk bertindak sekaligus berperilaku dalam menghadapi suatu tugas atau pekerjaannya. Ada tujuh indikator yang menunjukkan kemampuan intelektual, yaitu kecerdasan numerik, pemahaman verbal (*comprehension*), kecepatan perseptual, penalaran induktif, penalaran deduktif, visualisasi ruang, dan ingatan (Robbins dan Judge, 2008).

2. Kepemilikan CEO

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah banyak dilakukan. Penelitian tersebut umumnya menggunakan *managerial ownership* sebagai unsur struktur kepemilikan dan mereka menemukan hasil yang berbeda. Agrawal dan Mendelker (1987) menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Cole dan Mehran (1998) mengemukakan bahwa *Chief Executive officer (CEO) ownership* berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja perusahaan. Friend dan Hasbrouck (1988) dan Jensen *et al.* (1992), serta Bathala (1994) menemukan hubungan negatif antara persentase saham yang dipegang manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak internal (manajer) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Ituriaga dan Santz (2001) mengatakan bahwa kepemilikan manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sementara Sudarma (2004) menyatakan bahwa kepemilikan manajer tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Artinya, temuan ini menunjukkan bahwa belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan publik di Indonesia.

Pemisahan antara kepemilikan dan kontrol menjadi penyebab beberapa masalah keagenan dan menuntut peran aktif para pemilik perusahaan (Fama dan Jensen, 1983). Potensi moral hazard timbul karena para manajer melakukan tindakan untuk kepentingan mereka sendiri. Sebab, tidak mungkin para pemegang saham memonitor semua tindakan manajer. Solusi moral hazard ini adalah dengan melibatkan para manajemen untuk memiliki saham dalam perusahaan. Kepemilikan saham manajerial dapat memperkecil dorongan keinginan para manajer untuk memiliki kekayaan para pemegang saham dan perilaku *non mixsimizing*. Kepemilikan manajerial akan memperlihatkan peningkatan nilai saham perusahaan. Sebab, dengan proporsi kepemilikan manajerial yang cukup, dapat membuat kepentingan manajerial dan pemegang saham menyatu (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan dapat diukur dengan memperhatikan (1) persentase kepemilikan terbesar oleh direktur, (2) kepemilikan terbesar oleh perusahaan atau lembaga, (3) persentase kepemilikan terbesar bukan

oleh perusahaan atau lembaga tertentu, dan (4) persentase kepemilikan oleh karyawan perusahaan (Cole dan Mehran, 1998). Lebih lanjut dikemukakan bahwa struktur kepemilikan di samping diukur dengan kepemilikan oleh *Chief Executive Officer* (CEO), juga diukur dengan saham yang dimiliki oleh keluarga dari direktur.

Semakin tinggi keikutsertaan manajer dalam kepemilikan perusahaan, dapat memengaruhi kinerja dan nilai perusahaan dengan mengurangi *agency cost*. Jensen *et al.* (1992) menemukan hubungan yang negatif antara *insider ownership* dengan kebijakan pendanaan dan dividen. Penelitian ini mengindikasikan bahwa dengan meningkatnya kepemilikan *insider*, akan menyejahterakan kepentingan pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajer dapat menggantikan peran utang dalam mengurangi *agency cost*. Bathala *et al.* (1994) menemukan bahwa *insider ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*.

3. Faktor Internal

Brigham dan Houston (2006) menjelaskan bahwa ketika membuat keputusan struktur modal, umumnya perusahaan mempertimbangkan faktor stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat penjualan, *profitability*, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan agen pemberi peringkat, kondisi pasar, serta kondisi internal perusahaan. Sementara, Weston dan Brigham (1999) mengemukakan faktor yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal meliputi *sales stability, asset structure, operating leverage, growth rate, profitability, taxes, control, management attitudes, lender dan rating agency attitudes, market condition, the firms's internal condition, dan financial flexibility*.

Berikut ini akan diuraikan faktor internal yang memengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan.

a. Dividend Payout Ratio (DPR)

Dividend payout ratio merupakan kebijakan mengenai besarnya laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham pada akhir tahun (Sutrisno, 2005). DPR merupakan kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan dengan berbagai pertimbangan terhadap pembayaran dividen, peluang investasi, tersedianya biaya dari alternatif sumber dana, dan pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya modal sendiri. Variabel

ini diukur dengan menggunakan rasio rata-rata pembayaran dividen dengan pendapatan rata-rata yang tersedia bagi pemegang saham biasa. Semakin tinggi pembayaran dividen, semakin rendah laba ditahan yang menunjukkan besarnya kebutuhan akan utang, yang berarti DPR berhubungan positif terhadap penggunaan utang. Brigham dan Houston (2006) mengemukakan bahwa perusahaan yang *profitable* tidak perlu banyak menggunakan utang karena memungkinkan untuk menggunakan sumber dana internal dari laba ditahan.

b. *Profitability*

Profitability mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari investasi yang dilakukan selama satu tahun. Sebuah perusahaan yang mempunyai *profitability* tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu mengelola sumber daya yang dimilikinya secara efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan laba yang tinggi. Sebaliknya, bila perusahaan tersebut tidak mampu mengelola sumber daya yang dimilikinya dengan baik, maka perusahaan tersebut tidak mampu menghasilkan laba yang tinggi. *Profitability* diukur dengan rasio antara laba operasi dengan total aktiva. Pengukuran ini sesuai dengan yang dilakukan Chen (2004), Deesamsak (2004), Buferna (2005), Fattouth (2005), serta Hang dan Song (2006).

Teori yang menjelaskan bagaimana pengaruh *profitability* terhadap struktur modal antara lain dikemukakan Myers (1984) yang mengatakan bahwa manajer keuangan yang menggunakan *pecking order theory* mempunyai informasi yang lebih baik tentang peluang investasi dibandingkan dengan investor luar (*asymmetric information*) dan para manajer bertindak terbaik untuk kepentingan pemegang saham. *The pecking order hypothesis* (POT) menunjukkan adanya preferensi pendanaan pada sumber internal dengan pertimbangan *asymmetric information*. *Pecking order theory* menyatakan bahwa urutan pendanaan dalam struktur modal adalah laba ditahan, utang, dan yang terakhir dari emisi saham. Berdasarkan *pecking order theory*, *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil kajian empirik yang mendukung *pecking order theory* antara lain penelitian (Pandey, 2001; dan Deesomsak *et al.* 2004). Namun demikian, *profitability* bisa juga berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan, yang sesuai dengan teori *trade-off*, *signaling*.

c. Non-debt tax shield

Tax shield effect menunjukkan besarnya biaya non-kas yang menyebabkan penghematan pajak yang dapat digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang. Penghematan pajak dapat berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. Kim (1982) serta Titman dan Wessels (1988) menemukan bahwa semakin besar NDTs, maka semakin besar *leverage ratio*. Temuan ini diinterpretasikan bahwa meningkatnya NDTs dapat dijadikan sebagai jaminan untuk meningkatkan utang sehingga perusahaan yang memiliki banyak aset berwujud dapat menggunakan utang lebih besar.

d. Pembayaran Pajak

Bunga adalah beban yang dapat menjadi pengurang pajak. Semakin tinggi pajak sebuah perusahaan, semakin besar manfaat yang diperoleh dari utang (Brigham dan Houston, 2006). Dalam laporan laba rugi, biaya bunga akan mengurangi keuntungan kena pajak dan mengurangi pembayaran pajak penghasilan. Semakin besar utang perusahaan, semakin besar pula beban bunga dan semakin besar pengurangan pajak penghasilan. Semakin tinggi tingkat pajak, semakin besar insentif untuk melakukan pinjaman (Ross *et al*, 1997). Bayless (1994) membuktikan bahwa dalam teori *trade-off*, pembayaran pajak berpengaruh positif terhadap pendanaan utang. Pendapat tersebut didukung oleh Moh'd *et al*. (1998) yang mengemukakan bahwa pembayaran pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

e. *Cash flow*

Arus kas adalah arus kas masuk dan arus kas keluar atau setara kas. Laporan arus kas melaporkan sumber-sumber utama penerimaan kas perusahaan serta penggunaan utama pembayaran kas untuk suatu periode (Niswonger, *et.al.*, 1990). Laporan arus kas mengklasifikasikan penerimaan dan pengeluaran kas menurut tiga jenis kegiatan, arus kas dari kegiatan operasi, arus kas dari kegiatan investasi, dan arus kas dari kegiatan pendanaan.

a) Arus kas dari kegiatan operasi

Arus kas dari kegiatan operasi didefinisikan sebagai aktivitas pendapatan utama dari pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan

(Prastowo dan Juliaty, 2002). Aktivitas operasi pada umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang memengaruhi penetapan laba atau rugi bersih, kecuali laba dari transaksi penjualan peralatan pabrik (Munawir, 2002). Dengan demikian, aktivitas operasi meliputi segala transaksi dan kegiatan yang masuk dalam ketentuan laba bersih (Skoensen, 2001).

b) Arus kas dari kegiatan investasi

Arus kas dari kegiatan investasi adalah aktivitas perolehan atau pelepasan aktiva jangka panjang dan investasi yang tidak termasuk dalam pengertian setara kas (Prastowo dan Juliaty, 2002). Munawir (2002) mengemukakan bahwa aktivitas investasi meliputi perolehan aktiva jangka panjang, termasuk pembelian surat berharga yang tidak setara dengan kas dan peminjaman uang serta penjualan aktiva jangka panjang dan pelunasan pinjaman.

c) Arus kas dari kegiatan pendanaan

Arus kas dari kegiatan pendanaan adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah dan komposisi kewajiban (utang) jangka panjang dan modal (ekuitas) perusahaan (Prastowo dan Juliaty, 2002). Arus kas dari aktivitas pendanaan meliputi aktivitas peminjaman uang, yang terdiri dari utang hipotik, utang obligasi, dan bentuk utang jangka panjang lainnya, serta emisi saham baru, pembayaran kembali pinjaman jangka panjang, dan pembayaran dividen pemegang saham perusahaan (Munawir, 2002).

Arus kas dari aktivitas operasi menjadi perhatian penting. Karena, untuk kelangsungan hidup, suatu bisnis harus menghasilkan arus kas bersih yang positif dari aktivitas operasi. Jika suatu bisnis menghasilkan arus kas negatif dari aktivitas operasi, maka tidak akan meningkatkan kas dari sumber lain dalam jangka waktu yang tidak terbatas. Ini karena arus kas bersih dari aktivitas operasi dipertimbangkan sebagai ukuran kunci likuiditas. Sementara, arus kas bersih dari aktivitas investasi dan pendanaan tidak menjadi perhatian yang begitu penting untuk menghasilkan nilai arus kas positif dari suatu periode. Karena dalam kenyataannya, bisnis yang berhasil biasanya melaporkan arus kas bersih negatif untuk kedua aktivitas ini.

Cash flow yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah *cash flow* dari aktivitas operasi yang digunakan untuk membiayai utang dan aktiva. *Cash flow* dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator sebagai berikut.

- a. *Operating cash flow to net sales*, menunjukkan kemampuan penjualan perusahaan untuk menghasilkan arus kas operasi. Semakin besar *operating cash flow to net sales*, semakin baik kemampuan arus kas perusahaan. Indikator ini sesuai penelitian yang dilakukan oleh (Figuewiz dan Zeller, 1993; dan Dennis, 1994).
- b. *Operating cash flow to total assets*, menunjukkan kemampuan untuk membiayai aktivasnya dengan arus kas operasi. Semakin besar *operating cash flow to total assets*, semakin baik kemampuan arus kas perusahaan. Indikator ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Figuewiz dan Zeller, 1991; serta Hammes, 2000).
- c. *Operating cash flow to total debt*, menunjukkan kemampuan untuk membiayai aktivasnya dengan cara melakukan pinjaman atau utang. Semakin besar *operating cash flow to total assets*, semakin baik kemampuan arus kas perusahaan, Indikator ini sesuai penelitian yang dilakukan oleh (Broome, 2004).

C. Nilai Perusahaan

Nilai total perusahaan adalah jumlah dari dua kelompok nilai, yaitu nilai pasar saham ditambah dengan nilai pasar utang (Safieddine dan Titman, 1999). Nilai perusahaan berkaitan dengan aliran kas yang dihasilkan, yaitu *cash flow* dapat berasal dari aktivitas operasi (penjualan, pertumbuhan penjualan, pembayaran pada supplier, karyawan, pajak dan bunga), aktivitas pendanaan (penerbitan utang baru, penerbitan saham preferen baru, penerbitan saham biasa baru, pembayaran dividen), dan aktivitas investasi (investasi baru dalam tanah, pabrik dan peralatan, akuisisi bisnis baru, investasi dalam modal kerja). Pike dan Dobbins (1986) berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung pada *cash flow* operasi yang dapat diantisipasi, investasi baru, dan risiko yang tampak. Tidak mungkin para manajer dapat menciptakan nilai dengan mendistribusikan *net cash flow* dari operasi antara pembayaran dividen dan laba yang akan ditahan dalam perusahaan.

Menurut pendekatan tradisional, struktur modal optimal terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum (Sartono, 2008). Nilai perusahaan mengindikasikan ukuran keberhasilan dari kebijakan perusahaan untuk kemakmuran para pemegang saham yang ditunjukkan dari naiknya nilai dan harga saham perusahaan.

Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Jika perusahaan berjalan lancar, maka nilai saham perusahaan akan meningkat, sedangkan nilai utang perusahaan (obligasi) tidak terpengaruh sama sekali. Sebaliknya, jika perusahaan berjalan tersendat-sendat, maka hak pemberi utang akan didahulukan dan nilai saham perusahaan akan menurun drastis. Karena itu, maka tujuan manajemen keuangan seringkali dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai kepemilikan saham perusahaan, atau singkatnya maksimalisasi harga saham (Weston & Copeland, 1995).

D. Kajian Teoretis

Dari uraian landasan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka dapat dilakukan kajian teoretis dan kaitan hasil temuan penelitian terdahulu dengan variabel penelitian ini.

1. Ability CEO terhadap Struktur Modal

Bhagat *et al.* (2010) menemukan bahwa terdapat pengaruh signifikan negatif *ability* CEO terhadap struktur modal. Hasil temuannya menunjukkan adanya penurunan utang jangka panjang sebagai akibat dari peningkatan *ability* CEO. Semakin tinggi kemampuan yang dimiliki oleh CEO, semakin tinggi kemampuannya untuk menghasilkan laba. Semakin tinggi laba yang diperoleh, akan semakin besar ketersediaan dana internal melalui laba ditahan. Kecukupan dana internal akan mengurangi penggunaan utang. Dengan demikian, *ability* CEO berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Artinya, perusahaan dengan *ability* CEO yang tinggi akan menganut teori *pecking order*, karena lebih mengutamakan pendanaan dari dana internal berupa laba. Jika tidak mencukupi, maka akan menggunakan utang dan *equity*.

2. *Ability* CEO terhadap Nilai Perusahaan

Mengenai hubungan antara *ability* CEO terhadap nilai perusahaan, Robbins dan Judge (2007) mengemukakan bahwa kinerja akan semakin menurun seiring bertambahnya usia. Keterampilan seorang individu khususnya kecepatan, kelincahan, kekuatan, dan koordinasi sering diasumsikan berkurang seiring waktu dan kebosanan secara berkepanjangan. Selain itu, kurangnya stimulus intelektual terhadap pekerjaan berkontribusi pada produktivitas yang menurun. Namun, McEvoy dan Cascio (1989) berpendapat lain, bahwa usia dan pekerja tidak memiliki keterkaitan. Tinjauan ekstensif masa jabatan mengenai hubungan senioritas dan produktivitas dengan mendefinisikan senioritas sebagai waktu pada suatu pekerjaan menunjukkan hubungan positif antara senioritas dengan produktivitas. Masa jabatan bila dinyatakan sebagai pengalaman kerja menjadi dasar pikir yang baik atas produktivitas.

Robbins dan Judge (2008) mengemukakan bahwa individu cerdas memiliki pendidikan lebih tinggi dan memungkinkan menjadi pemimpin dalam suatu kelompok. Hasil penelitian Baghat (2010) juga menunjukkan bahwa *ability* CEO menyebabkan terjadinya penurunan utang jangka panjang atau dengan kata lain, *ability* CEO berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin tinggi kemampuan yang dimiliki oleh CEO, maka semakin tinggi kemampuan CEO untuk menghasilkan laba. Huang dan Sheng (2010) menemukan bahwa CEO yang lebih berpengalaman akan menghasilkan laba yang lebih tinggi. Laba yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang semakin baik dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Artinya, *ability* CEO berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan atau berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3. Kepemilikan CEO terhadap Struktur Modal

Bhagat *et al.* (2010) menemukan bahwa kepemilikan CEO berhubungan signifikan negatif terhadap struktur modal. Penerbitan utang dan ekuitas selama tahun fiskal tertentu juga menunjukkan perusahaan secara efektif membeli kembali efek beredar pada tahun itu. Membeli kembali efek beredar perusahaan akan menambah kepemilikan CEO terhadap perusahaan. Bertambahnya kepemilikan CEO akan menurunkan proporsi tambahan utang jangka panjang yang artinya berpengaruh negatif

terhadap struktur modal. Temuan ini sesuai hasil penelitian Huang dan Song (2006), Moh'd *et al* (1998), serta Bahtala (1994) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajer berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Dalam penelitian ini, diprediksi kepemilikan saham oleh CEO berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin tinggi kepemilikan CEO, akan meningkatkan *equity* perusahaan atau akan mengurangi pembiayaan dari utang.

4. Kepemilikan CEO terhadap Nilai Perusahaan

Cole dan Mehran (1998) mengemukakan bahwa *Chief Executive Officer* (CEO) *ownership* berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja perusahaan. Itturiaga dan Santz (2001) menunjukkan bahwa kepemilikan manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini, berarti bahwa keikutsertaan para CEO dalam kepemilikan saham perusahaan dapat direspon pasar modal sebagai sinyal bahwa para CEO menggantungkan nasib mereka pada proyek-proyek investasi perusahaan. Kepemilikan CEO menjadi sinyal terhadap prospek yang baik dari perusahaan. Karena, seseorang CEO hanya akan mau menginvestasikan sejumlah besar kekayaannya ke perusahaan jika ia yakin bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik dan berhasil.

Pada penelitian ini, kepemilikan CEO diprediksi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan meningkatnya kepemilikan CEO, manajemen akan bekerja secara efektif dan efisien dalam mengelola perusahaan karena para CEO ikut serta dalam menginvestasikan kekayaannya dalam perusahaan. Tentu saja para CEO akan bertindak meningkatkan kesejahteraan manajemen dan pemegang saham melalui peningkatan harga saham dan nilai perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan CEO, semakin tinggi pula nilai perusahaan atau kepemilikan CEO berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

5. Faktor Internal terhadap Struktur Modal

Faktor internal yang dianalisis dalam penelitian ini mencakup *dividen payout ratio*, *profitability*, *non-deb tax shield*, pembayaran pajak, dan *cash flow*. Untuk mengetahui pengaruh faktor internal terhadap struktur modal, maka perlu dianalisis pengaruh masing-masing indikator tersebut.

Dividend payout ratio, merupakan kebijakan mengenai besarnya laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham pada akhir tahun. Variabel ini diukur dengan menggunakan rasio rata-rata pembayaran dividen dengan pendapatan rata-rata yang tersedia bagi pemegang saham biasa. Indikator ini sesuai penelitian Cleary (1999), Frank dan Goyal (2002). Semakin tinggi pembayaran dividen, berarti semakin rendah laba ditahan. Hal ini menunjukkan besarnya kebutuhan akan utang yang berarti berhubungan positif dengan penggunaan utang. Brigham dan Houston (2006) mengemukakan bahwa perusahaan yang *profitable* tidak perlu menggunakan utang terlalu banyak karena memungkinkan untuk menggunakan sumber dana internal dari laba ditahan. Besarnya laba ditahan akan memperbesar sumber dana internal, yang berarti semakin kecil ketergantungan perusahaan pada utang. Hal ini berarti semakin kecil *dividend payout ratio* yang dibagikan, akan semakin besar ketersediaan dana internal perusahaan yang artinya *dividend payout ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Profitability, mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari investasi yang dilakukan selama satu tahun. Brigham dan Houston (2006) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi menggunakan utang yang relatif sedikit. Atmaja (2008) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan tinggi menggunakan utang yang relatif sedikit. Hal ini sejalan dengan Hammes (2000), Chen (2004), Deesomsak *et al* (2004), Tong dan Green (2004), Fattout *et al* (2005), Buferna *et al* (2005), Huang dan Song (2006), serta Baros dan Silveira (2007) yang mengutarakan bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Artinya, perusahaan yang mempunyai *profitability* tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu mengelola sumber daya yang dimilikinya secara efektif dan efisien sehingga dapat menghasilkan laba yang tinggi. *Profitability* yang tinggi akan membuat laba perusahaan yang tersedia semakin besar, sehingga *profitability* berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang. Sebaliknya, bila perusahaan tidak mampu mengelola sumber daya yang dimilikinya dengan baik, maka perusahaan tersebut tidak mampu menghasilkan laba yang tinggi.

Tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menggunakan pendanaan dari laba ditahan dan ini akan memperbesar

dana internal perusahaan. Ketersediaan dana internal yang cukup besar akan mengurangi pembiayaan dengan utang. Dengan demikian, tingkat *profitability* berpengaruh menurunkan penggunaan utang yang berarti berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Non-debt tax shield merupakan keuntungan pajak atas pembebanan biaya non-kas dari depresiasi dan amortisasi dalam laporan laba rugi (Titman dan Wessela, 1988; Moh'd *et al.* 1998). DeAngelo dan Masulis (1980) memasukkan *non-debt tax shields* sebagai pengganti utang. Hipotesis yang diajukan adalah bahwa perusahaan dengan nilai *non-debt tax shield* besar menggunakan utang yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan sejenis, namun menggunakan *non-debt tax shield* lebih kecil. Sayangnya, hipotesis ini tidak terbukti. Titman dan Wassels (1988), Choi (2003), Huang dan Song (2006), Fattout *et al* (2005), serta Deesomsak *et al* (2004) menemukan pengaruh negatif *non-debt tax shields* terhadap struktur modal. Semakin besar biaya depresiasi dan amortisasi, semakin besar pula penghematan pajak. Depresiasi dan amortisasi menjadi sumber dana internal perusahaan yang dapat mengurangi penggunaan utang. Penyisihan dana dari depresiasi dan amortisasi dapat digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan tanpa harus melakukan pinjaman. Dengan demikian *non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pembayaran pajak, bunga adalah beban yang dapat menjadi pengurang pajak. Semakin tinggi pajak sebuah perusahaan, semakin besar manfaat yang diperoleh dari utang (Brigham dan Houston, 2006). Dalam laporan laba rugi, biaya bunga akan mengurangi keuntungan kena pajak dan mengurangi pajak penghasilan. Semakin besar utang perusahaan, semakin besar beban bunga, dan semakin besar pengurangan pajak penghasilan.

Bayless (1994) membuktikan bahwa dalam teori *trade-off*, pembayaran pajak berpengaruh positif terhadap pendanaan utang. Pendapat tersebut didukung oleh Moh'd *et al.* (1998), Choi (2003), dan Delcoure (2006) yang menyatakan bahwa pembayaran pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat pajak perusahaan, semakin besar keuntungan dari penggunaan pajak, akan semakin besar pula daya tarik untuk penggunaan utang. Dengan demikian, perusahaan berpeluang besar menggunakan utang dalam membiayai aktivitya untuk

memperoleh penghematan pajak, yang berarti pembayaran pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Cash flow yang positif akan meningkatkan ketersediaan dana internal untuk membiayai aktivitas perusahaan. *Cash flow* yang positif akan mengurangi penggunaan utang. Karena itu, *cash flow* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Kesimpulan ini didukung oleh temuan penelitian Frank dan Goyal (2002) serta Jemmi Benrdi K (2007) yang menunjukkan bahwa *cash flow* mempunyai dampak nyata terhadap *leverage*. Dalam penelitian ini, diprediksi *cash flow* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, karena *cash flow* yang dimaksudkan adalah aliran kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi yang digunakan untuk membiayai utang dan aktiva. Semakin besar *cash flow*, semakin besar pula ketersediaan sumber dana internal perusahaan. Besarnya dana internal yang tersedia akan mengurangi penggunaan dana yang bersumber dari utang, yang berarti *cash flow* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Dari uraian pengaruh faktor internal terhadap struktur modal tersebut, maka faktor internal diprediksi berpengaruh negatif terhadap struktur modal, karena *dividend payout ratio*, *non-debt tax shield*, *profitability*, dan *cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

6. Faktor Internal terhadap Nilai Perusahaan

Sejalan dengan penjelasan pengaruh faktor internal terhadap struktur modal, pengaruh faktor internal terhadap nilai perusahaan seharusnya didasarkan pada temuan terdahulu. Di antara indikator faktor internal, nampak bahwa pengaruh faktor internal yang paling konsisten memengaruhi nilai perusahaan adalah *profitability* sebagaimana ditemukan oleh Jiraporm, Liu (2008). Tingginya tingkat *profitability* perusahaan menunjukkan tingginya laba yang diperoleh atas investasi yang dilakukan perusahaan. Hal ini membuktikan perusahaan memiliki kinerja yang baik. Kinerja baik yang dihasilkan perusahaan memberikan sinyal positif yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pike dan Richard (1986) berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung pada *cash flow* operasi yang dapat diantiaipasi. *Cash flow* yang positif menunjukkan likuidnya keuangan perusahaan. Semakin likuid, semakin baik kondisi perusahaan dan semakin tinggi harga saham perusahaan. Hal ini berarti *cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai per-

usaha. Temuan ini didukung oleh Cleary (1999) yang mengatakan bahwa *cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Jemmi Benrdi K (2007) juga mengungkapkan *cash flow* memiliki dampak nyata terhadap nilai perusahaan. Gugler *et al* (2005) dalam penelitiannya juga menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini memprediksi bahwa faktor internal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Tingginya *profitability* yang dicapai menunjukkan perusahaan memiliki kinerja baik dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Setiap perusahaan bertujuan untuk memperoleh *cash flow* positif dalam kegiatan operasinya. Tingginya *cash flow* yang dihasilkan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dan berimplikasi meningkatkan nilai perusahaan.

7. Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Penggunaan utang akan menyebabkan laba yang diperoleh dari pemanfaatan pajak semakin besar, sepanjang keseimbangan antara biaya utang dan manfaat pajak dapat dioptimalkan. Hal ini berarti *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Karena, semakin besar manfaat penggunaan utang, semakin besar laba, yang pada akhirnya semakin tinggi pula harga saham. Hal ini didukung oleh hasil temuan Hummes (2000) Choi (2003), D'Mello dan Farhat (2004), Sudarma (2004), serta Titman dan Tsyplakov (2005).

Dalam teori struktur modal *trade-off* dijelaskan bahwa peningkatan jumlah utang perusahaan selain memberikan manfaat berupa penghematan pajak, juga menyebabkan adanya *financial distress*. Dalam teori ini dijelaskan bahwa tingkat utang yang melewati titik optimal akan menimbulkan *present value financial distress* dan *agency cost* lebih besar daripada *present value* penghematan pajak dari penggunaan utang sehingga penambahan utang justru menurunkan nilai perusahaan. Hal ini didukung temuan Fattout *et al* (2005), Cleary (1999), Harris (1991), dan Mukerjee (1997) yang mengatakan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa penerbitan utang akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, karena adanya penghematan pajak penghasilan yang lebih besar dari *financial distress* dan *agency cost*. Namun pada batas tertentu, penggunaan utang justru

menurunkan nilai perusahaan, karena keuntungan penghematan pajak penghasilan tidak sebanding dengan besarnya biaya *financial distress* dan *agency cost*.

Pada penelitian ini, struktur modal diprediksi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Namun di sisi lain, penggunaan utang akan menimbulkan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Hal ini dapat terjadi ketika manfaat pengurangan pajak masih lebih tinggi dari perkiraan *agency cost* sehingga perusahaan masih bisa meningkatkan utangnya. Peningkatan utang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan utang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan *agency cost*. Dalam teori struktur modal, dikenal teori *trade-off*, yang menyebutkan struktur modal akan optimal pada saat terjadi keseimbangan antara biaya pajak dengan biaya keagenan dan *financial distress*. Struktur modal optimal adalah tingkat bauran utang dan ekuitas yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Agrawal, A., and G Mandelker. (1987). Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision. *Journal of Finance*. **42**:823-837
- Atmaja, Lukas S. (2008). *Teori Dan Praktek, Manajemen Keuangan*, Penerbit ANDI Yogyakarta.
- Barros, L.A.B de C., Silviera, Alexandre DM. (2007). Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinant Capital Structure, *Social Science Research Network Electronic Paper collection: Http://ssrn. Com/ Abstract*.
- Baskin, Jonathan. (1989). An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis, *Journal of Financial management*. p.26-35
- Bathala, T. C. Moon P. Kenneth, and Rames P Roa. (1994). Managerial Ownership, Debt Polycy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency theory perspective. *Financial Management*. **23**(3):38-50

- Bayless, Mark E. David Diltz, 1994. Securities Offerings and Capital Structure Theory, *Journal of Business Finance and Accounting*. **21** (1): 77-91
- Berens, James, L., and Charles J. Cuny. (1995). The Capital Structure Puzzle Revisited, *The Review Financial Studies*, **8** (4).
- Bertrand, M. and A. Schoar. (2002). Managing with Style : The Effect of Managers on Firm Policies, *Quarterly Journal of Economics*.
- Bhagat Sanjai and Bolton Brian. (2010). Manager Characteristics and Capital Structure : Theory and Evidence, *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*.
- Brigham E.F.& Houston J.F. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 1 Edisi 10, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham E.F.& Houston J.F. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2 Edisi 10, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Broome, O. Whitfield. (2004). Statement of Cash Flows, Thime for Change, *Financial Analysis Journal*. **60** (2)
- Buferna, Fackher E. and Alessandra G. (2005). Determinants of Capital Structure Evidence From Libya, *Research Paper Series*. p.1-25
- Chen, Long and Xinlai Zhao. (2004). Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios and Capital Structure Choices. p.1-26
- Choi, Young Rok. (2003). Texas and Corporate Capital Structure. p.1-41
- Cleary, Sean. (1999). The Relationship Between Firm Investment and Financial Status, *The Journal Of Finance*. **54** (2): 673-692
- Cole, Roben A. and Hamid Mehran. (1998). The Eefek of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence From Thrift Industry, *Journal Of Financial Economic* Vol.50. p.291-317
- D'Mello, R and J. Farhat. (2004). A. Comparative Analysis Of Proxies For Target Capital Structure.
- De Angelo, H. and R. W. Masulis. (1980). Optimal Capital structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal Of Financial Economics*. **8**:3-29
- Deesomsak Ratapom, Krianah Paudyal, Gioia Pescetto. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence From the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*. **14**: 387-405

- Delcoure Natalya, 2006. The Determinants of Capital Structure in Transitional Economics. *Intemasional Review of Economics and Finance*. Article in Press.
- Dennis, Michael C. (1994). Understanding Cash Flow Statements, *Business Credit*. 96 (1): 40-42
- Fama, Eugene F. and Michael C., Jensen. (1983). Separations of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*. Vol. 27, p.301-325
- Fattouh Bassam, Pasquale Scaramozzino, Laurence Harris. (2005). Capital Structure in South Korea: A Quantile Regression Approach. *Journal of Development Economics*. Vol.76 p.231-250
- Figlewicz, Raymon E. and Thomas L. Zeller. (1991). An Analysis of the Performance, Licuidity, Coverage, and Capital Ratios From The Statement Of Cash Flow, *Akron Business and Economic Review*.
- Frank, Murray Z. and Fidhan K Goyal. (2002). Capital Structure Decisions. *Journal of Financial Economic*. P.1-20
- Friend, I. and J. Hasbrouck. (1988). Determinan of Capital Structure, *Reseach in Finance*, 7: 1-19
- Gibson, J.L., J.M. Ivancevich, and J.H. Donnely. (1996). *Organisasi dan Manajemen: Prilaku, Struktur dan Proses*, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Gugler, Kalus, Dennis C. Mueller and B. Buncin Yurtoglu.2005. Corporate Governance And The Determinans Of Investment, *Journal Of Financial Economics*.
- Hammes, Klaus. (2000). Essays on Capital Structure and Trade Financing.
- Hanafi M. Mamduh, 2008. *Manajemen keuangan*, Cetakan kedua, Ediai 1, Penerbit BPFE-Yogyakarta.
- Harris, Milton and Artur Raviv. (1991). The Theory Of Capital Structure, *The Journal Of Finance*.46:297-355
- Huang Guihai, Frank M. Song. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economics Review*. 17:14-36
- Huang, Sheng. (2010). CEO Characteristic, Corporate Decisions and Firm Value Evidence from corporate refocusing. SSRN : <http://ssrn.com>.
- Husnan, Suad dan Enny Pujiastuty. (1994). *Manajemen Keuangan*, Edisi I, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.

- Itturiaga, F.J.L, and Sanz J.A.R. (2001). Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equation Analysis of Spanish Games. *Journal of Management & Governance*. **5**:179-204
- Jemi Benardi K. (2007). *Analisis Pengaruh Cash flow dan Kebijakan Pecking Order Terhadap Leverage dan Investasi serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan*. Disertasi, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.
- Jensen, Gerald R., Donald P.S., and Thomas S.Z. (1992). Simultaneous Determinations of Insider Ownership, Debt and Dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. **27** (2):247-263
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. (1976). The Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*. **3**:305-360
- Jiraporn, Pamsit, Liu Xixin. (2008). Capital Staggered Board and Firm Value, *Financial Analysis Journal*, **64** (1):49-60
- Kim, E. Han. (1982). Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clientele, and Optimal Capital Structure, *The Journal Of Finance*. **37** (2).
- McEvoy, G.M. and Cascio, W.F. (1989). Cumulative Evidence of The Relationship between Employee Age and Job Performance. *Journal Of Applied Psychology*.
- Migunda D. (2001). *Internal Cash Flow, Insider Ownership and Capital Expenditures: A Test of Pecking Order and Managerial Hypothesis in a Non-Crisis and Crisis Situation*, Program Pascasarjana, Fakultas Ekonomi, UGM Yogyakarta.
- Myers, Stewart C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*. **39**:515-592
- Myers, Stewart C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors do not Have, *Journal Of Financial Economics*, **13**: 187-221
- Moh'd M.A, Perry L.G, and Rimbey James.N. (1998). The Impact of Ownership Structure and Corporate Debt Policy : Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*. **33**:35-98
- Mukherjee T.K. and Mbodja M. (1997). An Investigation Into The Causality Among Firms Dividend, Investment and Financial Decision. *The Journal of Financial Research*.

- Munawir S. (2002). Analisis Informasi Keuangan, Edisi Pertama, Liberty, Yogyakarta.
- Niswonger, C. Rolin, Philip E, Fess and Carl S. Weren. (1990). Accounting Principles. Sixteenth Edition. South Westem Publising Co. Cincinnati Ohio.
- Pandey, I.M. (2001). Capital Structure and The Firm Characteristics: Evidence From An Emerging Market. *TIMA Working Paper*. 4 Oktober, 2001
- Pike, Richard dan Richard Dobbins. (1986). Investment Decision and Financial *Strategy*. Philip Allan. New York, Landon, Taronto, Sydney, Tokyo.
- Prasstowo, Dwi, R. Juliaty. (2002). *Analisis Laporan Keuangan Konsep dan Aplikasi*, UPP-AMP YKPN. Yogyakarta.
- Richard L. Daft. (2008). *Manajemen*, Edisi 6. Buku 1, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Robbins Stephen P. dan Timothy A. Judge. (2008). *Perilaku Organisasi*, Ediai 12, Buku 1, Salembah Empat, Jakarta.
- Ross, Michael P. (1997). Dynamic Optimal Risk Management and Dividend Policy Under Optimal Capital Structure Dan Maturity. p.1-35
- Safieddine, Assem and Sheringdan Titman. (1999). Leverage and Corporate Performance, Evidence from Unsuccessful Take Overs, *The Journal of Finance*. **54** (2): 547-580
- Sartono R. A. (2008). *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Ediai 4, Cetakan ke dua, BPFE, Yogyakarta.
- Skoensen, Smith. (2001). *Akuntansi Keuangan Menengah*, Penerbit, Salemba, Empat, Jakarta.
- Sudarma, Made. (2004). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saharn, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta)*, Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Sugiarto. (2009). *Struktur Modal, Struktur kepemilikan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*, Cetakan Pertama, Ediai Pertama, Graha Ilmu, Yogyakarta.
- Sujono. (2010). *Determinan Struktur Modal, Inovasi dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)*, Disertasi, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.

- Sutrisno. (2005). *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Cetakan Keempat, Penerbit EKONISIA, Fakultas Ekonomi UII, Yogyakarta.
- Titmen, Sheridan and Wessels Roberto. (1988). The Determinan Capital Structure Choice, *The Journal Of Finance*, **43** (1):1-19
- Titmen, Sheridan and Sergey Tsyplakov. (2005). A Dynamic Model Of Optimal Capital Structure. *The Journal Of Finance*.
- Tong, Guangun dan Chriatoher J. Green. (2004). Pecking Order Or Trade-Off Hypothesis, Evidence on The Structure of Chinese Companies, *Journal of Finance Economic*.
- Weston, J. Fred, and Thomas E. Copeland. (1995). *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Weston, J.F. dan Brigham, U. F. (1999). *Dasar- Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Ketujuh, Jilid dua, Penerbit Erlangga, Jakarta.

BAB VI

ASPEK EKONOMI DALAM MANAJEMEN KEUANGAN

A. Pengantar

Penilaian aspek keuangan menyangkut biaya investasi, modal kerja, maupun pengaruh proyek terhadap perekonomian masyarakat secara keseluruhan. Biaya investasi adalah biaya yang diperlukan dalam pembangunan proyek, yang terdiri dari pengadaan tanah, gedung, mesin, peralatan, biaya pemasangan, biaya *feasibility study*, dan biaya lainnya berhubungan dengan pembangunan proyek (Ibrahim, 1998). Sementara, modal kerja adalah biaya yang dikeluarkan untuk membiayai kegiatan usaha setelah pembangunan proyek siap untuk digunakan, yang terdiri dari biaya tetap (*fixed cost*) dan biaya tidak tetap (*variable cost*). Selain biaya investasi dan modal kerja, yang juga perlu diperhatikan dalam aspek keuangan adalah sumber modal, proses perputaran keuangan, azas pembelanjaan, break even point, dan analisis profit, serta dampak proyek terhadap perekonomian masyarakat secara keseluruhan. Diharapkan dengan adanya pembahasan yang dilakukan dari aspek ekonomi dan keuangan, akan menjamin kontinuitas dan kelancaran usaha yang direncanakan.

1. Dana Investasi

Untuk menentukan jumlah dana investasi secara keseluruhan, disesuaikan dengan aspek teknis produksi, yaitu:

- a) tanah; luas tanah yang diperlukan disesuaikan dengan luas tanah yang ditetapkan dalam aspek teknis, baik untuk bangunan gedung, kantor, gudang, perumahan karyawan, halaman, dan sebagainya. Jumlah dana yang diperlukan untuk pengadaan tanah disesuaikan dengan harga yang berlaku;
- b) gedung, gedung yang diperlukan dalam hal ini adalah untuk bangunan pabrik, kantor, gudang, rumah karyawan, dan sebagainya. Untuk menilai biaya gedung untuk bangunan pabrik tergantung pada aspek produksi, apakah satu lantai atau dua lantai. Hal ini disesuaikan dengan proses produksi;
- c) mesin, mesin yang digunakan disesuaikan dengan aspek produksi, apakah menggunakan mesin yang mempunyai teknologi tinggi atau tidak. Berbagai macam mesin yang dapat digunakan dalam proses produksi tentu telah dinilai dalam aspek produksi. Demikian pula dengan jumlah biaya yang dikeluarkan untuk membeli mesin, termasuk biaya perakitan dan biaya-biaya lainnya;
- d) peralatan, peralatan yang dimaksudkan di sini adalah peralatan produksi lainnya termasuk angkutan seperti truk, kendaraan roda dua, pompa air, *spare part*, alat-alat kantor, dan lain sebagainya. Untuk menilai jumlah biaya peralatan, disesuaikan dengan jenis dan jumlah peralatan yang diperlukan yang dihitung dalam harga berlaku;
- e) biaya pemasangan mesin beserta pemasangan peralatan lainnya, juga termasuk biaya investasi yang dikeluarkan; dan
- f) biaya lainnya, seperti biaya *feasibility study*, biaya survei, biaya impor mesin/peralatan, dan biaya lain yang berhubungan dengan kegiatan usaha.

2. Biaya Modal Kerja

Biaya modal kerja dalam kegiatan usaha terdiri dari biaya tetap (*fixed cost*) dan biaya tidak tetap (*variable cost*). Biaya tetap adalah biaya yang tidak dipengaruhi oleh naik turunnya hasil produksi yang dihasilkan, seperti biaya tenaga kerja tidak langsung, penyusutan, bunga bank, asuransi,

dan lain sebagainya. Biaya tidak tetap adalah biaya yang dikeluarkan untuk membeli bahan mentah/bahan pembantu, upah tenaga kerja langsung, biaya transportasi, biaya pemasaran, dan lain sebagainya. Untuk menentukan jumlah biaya tetap sesuai dengan rencana yang telah disusun seperti:

- a) biaya tenaga kerja tidak langsung. Jumlah biaya tenaga kerja tidak langsung adalah jumlah tenaga kerja dikalikan dengan gaji masing-masing yang telah ditetapkan per bulan. Untuk menemukan jumlah tenaga kerja tetap, baik pada tingkat atasan/pimpinan serta bawahan, disesuaikan dengan banyaknya pekerjaan,
- b) bunga bank. Besarnya bunga bank dan pengembalian pokok pinjaman pada setiap bulan disesuaikan dengan kemampuan usaha yang direncanakan, baik jumlah kredit, tingkat bunga, serta lamanya waktu pengembalian pinjaman,
- c) biaya asuransi. Jumlah biaya asuransi yang harus dibayar tergantung pada besarnya jumlah aset yang diasuransikan,
- d) dana depresiasi penyusutan. Jumlah penyusutan disesuaikan dengan jumlah dana yang dihitung setiap tahunnya berdasarkan metode yang digunakan, dan
- e) biaya tidak tetap. Biaya tidak tetap juga dihitung pada setiap bulan dan tahun seperti biaya bahan baku, upah tenaga kerja langsung, dan biaya-biaya bahan penolong lainnya sesuai dengan rencana produksi yang telah disusun pada setiap tahunnya.

3. Sumber Pembiayaan

Untuk memenuhi kebutuhan biaya investasi dan modal kerja, dapat dilakukan melalui dua sumber, yaitu sumber dari dalam perusahaan dan sumber dari luar perusahaan. Sumber dari dalam perusahaan adalah modal yang berasal dari para investor sendiri atau yang dihimpun atas penjualan saham. Sementara, modal dari luar perusahaan adalah modal yang berasal dari bank, produsen, dan lembaga keuangan lainnya (James, 1995).

Komposisi sumber modal antara modal sendiri dengan modal yang berasal dari luar perusahaan, sebenarnya tidak ada ketentuan untuk menentukan sehat tidaknya suatu usaha yang dikerjakan. Namun, semakin besar sumber modal yang berasal dari luar perusahaan, semakin besar juga beban bunga sebagai biaya modal dalam pelaksanaan suatu usaha. Sebaliknya,

tanpa mengadakan pinjaman dari luar, perusahaan mungkin mengalami kesulitan dalam pengadaan dana, baik untuk biaya investasi maupun biaya modal kerja.

Pengusaha ekonomi lemah pada umumnya menggunakan kedua sumber modal itu. Biasanya, biaya investasi bersumber dari kredit bank (KIK) dan modal kerja merupakan modal sendiri, atau sebaliknya modal kerja bersumber dari bank (KMKP) dari investasi merupakan modal sendiri. Komposisi lainnya, 50 persen dari seluruh biaya merupakan pinjaman bank dan 50 persen merupakan modal sendiri. Dari uraian ini dapat diringkaskan, komposisi modal yang berasal dari kedua sumber tergantung pada pengusaha, komposisi mana yang lebih menguntungkan dalam pelaksanaan kegiatan usaha.

Dalam kegiatan usaha, sumber modal harus diperhitungkan secara jelas karena keadaan ini bisa mengganggu aktivitas perusahaan dan kelancaran usaha. Apabila modal kerja direncanakan dari keuntungan usaha yang tidak dibagi maupun dari cadangan penyusutan terhadap modal tetap, permasalahan yang perlu mendapat perhatian adalah berapa besar kemampuan dana yang berasal dari dalam perusahaan tersebut untuk menutupi segala biaya, baik biaya operasi maupun pemeliharaan, seperti pembelian bahan baku, bahan penolong, upah tenaga kerja, dan berbagai biaya lainnya.

Apabila sumber dana yang berasal dari dalam tidak mampu menutupi segala pos-pos pengeluaran, maka perusahaan harus memperhitungkan kemungkinan untuk mendapatkan modal dari luar perusahaan, baik dalam bentuk kredit dari lembaga perbankan maupun pinjaman-pinjaman lainnya dari pihak luar. Sumber dana yang berasal dari luar usaha juga perlu diperhitungkan sebagai tingkat bunga pinjaman, jangka waktu pinjaman (bentuk kredit), besarnya pinjaman, dan dihubungkan dengan kemampuan usaha dalam menutupi berbagai pengeluaran dan cicilan bunga maupun pengembalian cicilan pokok pinjaman. Di pihak lain, apabila jangka waktu pengembalian kredit relatif singkat sedangkan kemampuan usaha belum dapat menghasilkan, keadaan ini akan menimbulkan masalah baru terhadap pengembalian cicilan pinjaman. Berdasarkan uraian ini, modal kerja yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan, harus diperhitungkan secara cermat sehingga segala aktivitas usaha yang akan dikembangkan benar-benar dapat berjalan secara kontinu dan lancar.

4. Proses Perputaran Keuangan

Proses perputaran keuangan juga perlu direncanakan secara jelas karena perputaran keuangan dapat memengaruhi kemampuan perusahaan dalam menutupi semua kewajiban-kewajibannya. Seperti dalam penjualan hasil produksi, apabila dilakukan dengan cara tunai, mungkin penyediaan modal kerja relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan penjualan yang dilakukan dengan cara kredit.

Apabila hasil produksi direncanakan dijual dengan cara kredit, diperlukan perhitungan kembali tentang lamanya kredit untuk menentukan jumlah modal kerja yang perlu dicadangkan. Semakin lama putaran piutang baru dapat ditagih kembali, modal kerja sebagai biaya operasi untuk membeli bahan baku, bahan penolong, dan pengeluaran biaya-biaya lainnya yang disediakan juga makin besar. Semua kegiatan ini harus direncanakan secara jelas sejak awal sehingga kegiatan usaha yang dikerjakan benar-benar terencana dengan baik.

5. Azas Pembelanjaan

Masalah keuangan yang perlu dipertimbangkan adalah masalah likuiditas, solvabilitas, dan rentabilitas. Dalam masalah likuiditas, yang perlu diperhatikan adalah kemampuan usaha dalam memenuhi segala kewajiban, baik untuk mempertahankan kelangsungan operasi usaha maupun untuk membayar utang-utangnya tanpa mengganggu kelancaran jalannya usaha. Kegiatan ini perlu direncanakan sebaik-baiknya dalam perkiraan *cash in flows* maupun *cash out flows* dari kegiatan usaha. Demikian pula dengan solvabilitas, yaitu kemampuan usaha yang direncanakan dalam menutupi segala kewajibannya terhadap pihak luar, baik kredit jangka panjang maupun kredit jangka pendek, yang harus tergambar dalam *cash out flows* selama umur ekonomis usaha yang direncanakan.

Selain likuiditas dan solvabilitas, yang juga perlu direncanakan secara jelas adalah rentabilitas, yaitu tingkat persentase keuntungan yang diterima dengan cara membandingkan antara jumlah keuntungan dengan modal yang ditanam dalam usaha tersebut. Semakin kecil persentase keuntungan yang diterima dari sejumlah modal yang ditanamkan, mungkin semakin sulit perusahaan dalam menutupi segala kewajibannya.

Dengan demikian, rentabilitas ini juga dapat digunakan sebagai indikator untuk mengetahui, apakah usaha yang akan dikembangkan layak atau tidak bila dibandingkan dengan tingkat persentase keuntungan yang diperoleh melalui penanaman modal di lembaga perbankan. Semakin kecil tingkat rentabilitas yang diterima, semakin sulit usaha yang dikembangkan dalam menutupi segala kewajiban sehingga semakin besar kecenderungan menggunakan lembaga perbankan sebagai alternatif dalam penanaman investasi.

B. Piutang dan Persediaan

Investasi pada piutang dan persediaan seharusnya dinilai dengan menggunakan perspektif yang sama dengan investasi pada aktiva tetap. Ketika kita membicarakan investasi pada aktiva tetap (*capital budgeting*), sangat mungkin bahwa investasi tersebut juga mempunyai komponen piutang dan persediaan (Horne, 1995).

Apabila pendekatan pasar dipergunakan untuk menilai investasi yang berisiko, suatu paket investasi (yaitu investasi yang memerlukan investasi pada aktiva tetap, penambahan piutang, dan persediaan) dapat dinilai dengan menggunakan model-model penilaian seperti CAPM. Tingkat keuntungan yang layak dari paket investasi tersebut ditentukan oleh tingkat bunga bebas risiko plus premi risiko. Penerapan model tersebut menyiratkan bahwa pemodal berkepentingan dengan risiko sistematis paket investasi tersebut (yaitu risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi), baik yang disebabkan oleh satu faktor (seperti yang digunakan oleh CAPM) maupun oleh banyak faktor yang dipergunakan oleh APT. Apa pun model yang dipergunakan, tingkat keuntungan yang layak dari paket investasi tersebut akan tergantung kepada risiko sistematis paket investasi tersebut.

Proyek-proyek yang terdiri dari piutang seluruhnya (seperti pelonggaran standar kredit) atau persediaan seluruhnya, misalnya dengan menambah persediaan, dapat dievaluasi dengan menggunakan pendekatan CAPM. Apabila CAPM akan dipergunakan, maka kita perlu menaksir beta (sebagai ukuran risiko) untuk investasi pada piutang. Sementara, investasi dalam bentuk penambahan persediaan, kita perlu menaksir beta untuk investasi pada persediaan. Apabila beta investasi pada persediaan dinilai lebih besar dari beta investasi pada piutang, maka kita akan menggunakan tingkat

keuntungan yang lebih tinggi untuk investasi pada persediaan. Dengan demikian, setiap proyek akan dinilai secara terpisah dari proyek lainnya.

Apabila kita percaya bahwa pemodal berkepentingan dengan risiko total dan bukan risiko sistematis saja, maka nampaknya tingkat ketidaksempurnaan pasar untuk investasi pada piutang relatif akan lebih kecil daripada investasi pada persediaan. Piutang merupakan aktiva finansial dan bukan aktiva riil. Pada umumnya, pasar untuk aktiva finansial jauh lebih kompetitif apabila dibandingkan dengan pasar untuk aktiva riil. Imbasnya, pemodal akan lebih sulit memperoleh tingkat keuntungan menyimpang dari tingkat keuntungan ekuilibrium untuk investasi pada piutang daripada investasi pada persediaan. Dengan demikian, pendekatan dengan risiko sistematis akan lebih dapat diandalkan untuk piutang daripada untuk persediaan.

Weston (1976) berargumentasi bahwa apabila kita menggunakan pendekatan CAPM atau APT untuk investasi pada aktiva tetap, maka pendekatan tersebut tentunya juga dapat dipergunakan untuk menilai investasi pada persediaan (dan juga piutang). Hal tersebut disebabkan investasi pada aktiva tetap mungkin mempunyai ketidaksempurnaan pasar yang lebih besar daripada investasi pada piutang dan persediaan.

Keputusan untuk menentukan berapa besarnya piutang dan persediaan serta tingkat likuiditas yang dimiliki, pada akhirnya akan menentukan berapa jumlah aktiva lancar yang akan dimiliki perusahaan. Misalnya, sebagai pedagang besar, perusahaan farmasi memiliki obat-obatan dengan maksud untuk menjaga kelancaran operasinya. Bagi perusahaan dagang, persediaan barang dagangan memungkinkan perusahaan memenuhi permintaan pembeli atau permintaan pasar. Meskipun demikian, tidak berarti perusahaan harus menyediakan persediaan yang sebanyak-banyaknya untuk maksud-maksud tersebut (Husnan, 1998).

Persediaan yang tinggi memungkinkan perusahaan memenuhi permintaan yang tiba-tiba. Meski demikian, persediaan yang tinggi juga akan menyebabkan perusahaan memerlukan modal kerja yang semakin besar. Apabila perusahaan mengelola persediaan dengan dikaitkan pada faktor penjualan, jumlah persediaan kemungkinan akan proporsional dengan penjualannya atau dikenal dengan metode sales percentage (Husnan, 1998).

Selanjutnya, perhatian khusus juga diberikan kepada aktiva perusahaan, perkiraan modal kerja utama, persediaan, dan piutang usaha. Rasio yang digunakan untuk menganalisis kategori ini bertujuan untuk mencerminkan efektivitas relatif dari pengelolaan persediaan dan piutang. Rasio ini membantu analis mendeteksi tanda-tanda penurunan nilai atau akumulasi persediaan dan piutang yang berlebihan. Jumlah nilai yang ditetapkan dalam neraca umumnya dikaitkan dengan satu indikator tingkat kegiatan yang terbaik, seperti penjualan atau biaya penjualan (harga pokok penjualan), dengan asumsi adanya suatu hubungan erat yang masuk akal antara aktiva dan indikatornya (Helfert, 1996).

Persediaan tidak dapat dinilai secara tepat, kecuali bila dilakukan perhitungan secara fisik, verifikasi, dan penaksiran nilai. Karena hal ini jarang bisa dilakukan, maka langkah terbaik yang mungkin dilakukan adalah dengan menghubungkan nilai persediaan yang tercatat dengan penjualan bersih atau dengan harga pokok penjualan. Untuk melihat apakah ada pergeseran nilai setelah suatu periode tertentu, biasanya digunakan nilai rata-rata persediaan untuk membuat perhitungan ini (rata-rata dari persediaan awal dan persediaan akhir). Namun kadang-kadang, hanya digunakan nilai persediaan akhir, terutama pada perusahaan yang berkembang pesat dengan persediaan dibentuk untuk menunjang kenaikan penjualan (Helfert, 1996).

Dalam penilaian efektifitas pengelolaan persediaan, jumlah frekuensi perputaran persediaan dalam periode analisis umumnya menggunakan rasio perputaran persediaan (*inventory turnover ratio*), dengan rumus:

$$\text{Rasio Perputaran Persediaan} = \frac{\text{Penjualan bersih}}{\text{Persediaan rata-rata}}$$

Perputaran persediaan menunjukkan tingkat perputaran persediaan yang dijual atau diganti per tahun. Tingkat perputaran yang rendah menunjukkan tidak produktifnya perusahaan dalam mengelola persediaan dan merupakan investasi dengan tingkat pengembalian yang rendah. Sementara, persediaan yang besar akan menimbulkan keluwesan yang lebih besar bagi perusahaan, tetapi akan menimbulkan biaya yang besar pula. Meski demikian, angka perputaran persediaan yang melampaui batas angka-angka rata-rata perusahaan dalam lingkungannya, dalam hal ini

pedagang besar farmasi, menunjukkan adanya kekurangan persediaan dan buruknya pelayanan yang diberikan kepada pelanggan (Helfert, 1996).

Saat perusahaan menjual barang dagangannya, penjualan dapat dilakukan secara tunai maupun secara kredit. Memberikan kredit berarti melakukan investasi pada pelanggan yang berkaitan dengan penjualan barang. Piutang tercipta pada saat perusahaan melakukan penjualan secara kredit. Sementara, perusahaan yang menjual secara tunai, tentu saja tidak memiliki piutang. Penjualan kredit dilakukan karena merupakan suatu upaya untuk meningkatkan atau untuk mencegah penurunan penjualan. Dengan penjualan yang semakin meningkat, diharapkan laba juga akan meningkat. Tetapi, memiliki piutang juga menimbulkan berbagai biaya bagi perusahaan sehingga harus dikendalikan.

Analisis atas piutang usaha juga didasarkan pada penjualan bersih. Suatu analisis yang pasti mengenai piutang usaha hanya dapat dilakukan dengan memeriksa umur piutang yang dicatat dalam perkiraan perusahaan. Karena analisis jenis ini menuntut pengetahuan tentang keadaan di dalam perusahaan, maka analisis keuangan yang menilai perusahaan hanya dari luarnya saja harus puas dengan pendekatan yang menyeluruh dalam penetapan jumlah piutang usaha menurut ukuran jumlah hari penjualan. Hal ini dapat ditempuh dengan cara penjualan per hari, dengan rumus:

$$\text{Perputaran Persediaan} = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Jumlah hari dalam setahun}}$$

atau

$$\text{Perputaran Persediaan} = \frac{\text{Piutang}}{\text{Penjualan per hari}}$$

Evaluasi piutang juga dapat dilakukan dengan metode Day Sales Outstanding (DSO), dengan rumus:

$$\text{DSO} = \frac{\text{Piutang}}{\text{Rata-rata Penjualan per hari.}} \text{ atau } \frac{\text{Piutang}}{\text{Penjualan tahunan/360}}$$

Periode penagihan rata-rata (*average collection period* = ACP) atau *Days Sales Outstanding* (DSO) digunakan untuk menaksir piutang usaha dan dihitung dengan membagi piutang usaha dengan rata-rata penjualan harian untuk menentukan jumlah hari penjualan dalam piutang usaha. Jadi, DSO menunjukkan jangka waktu rata-rata yang harus ditunggu perusahaan setelah melakukan penjualan sebelum menerima kas, yang merupakan periode pengihan rata-rata.

C. Profitabilitas

Terdapat beberapa teknis analisis, termasuk berbagai rasio keuangan yang dapat dipergunakan untuk melakukan penilaian kinerja sebuah perusahaan. Dari sudut pandang manajemen, analisis kinerja keuangan memiliki kepentingan ganda, yakni melalui efisiensi dan profitabilitas operasi serta menimbang seberapa efektif penggunaan sumber daya perusahaan. Penilaian atas operasi sebagian besar dilakukan berdasarkan analisis atas laporan laba rugi, sedangkan efektifitas penggunaan sumber daya biasanya diukur dengan mengkaji ulang neraca maupun laporan laba rugi.

1. Pengembalian Total Aktiva (*Return On Investment* = ROI)

Pengertian penggunaan dana secara mendasar adalah mengupayakan perolehan hasil relatif lebih besar dari biayanya. Namun karena cakupannya lebih luas lagi, maka keseluruhan komponen atau item ada pada sisi aktiva daripada neraca. Jadi, apabila diperhitungkan secara keseluruhan terhadap komponen aktiva, maka didapatkan hasil berupa *Return On Investment* (ROI)

Dalam pengukuran rasio profitabilitas, pengertian investasi adalah memperhitungkan secara keseluruhan aktiva yang dimiliki, tidak membedakan apakah diklasifikasikan sebagai aktiva produktif atau tidak produktif sehingga rasio yang tepat untuk itu adalah ROI. Pengembalian atas total aktiva setelah bunga dan pajak (ROI) diukur berdasarkan rasio laba bersih terhadap total aktiva, dengan rumus:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Net income} + \text{Interest Expense} \times (1 - \text{Tax rate})}{\text{Average Total Assets}}$$

atau disederhanakan menjadi:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} \text{ atau } \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Meski setiap indikator merupakan indikator profitabilitas, untuk menentukan laba bersih (I) menggunakan rumus:

$$I = S - FC - VC$$

atau laba bersih setelah pajak:

$$I = (S - FC - VC) (1 - \% \text{ Tax Rate})$$

Namun demikian, apabila formulasi yang digunakan tersebut belum menggambarkan sepenuhnya utilitas dari penggunaan aktiva (*assets*) yang ada, dapat diindikasikan dari tingkat perputaran aset atau *Total Assets Turn Over* itu sendiri, dengan rumus:

$$\text{Total Assrets Turnove} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

Hubungannya adalah apabila profit margin diketahui, maka dengan semakin tinggi atau besar tingkat perputaran aktiva, akan memperbesar perolehan ROI. Sebaliknya, dengan profit margin yang tinggi, namun apabila tingkat perputaran aktiva rendah, maka akan menyebabkan perolehan ROI yang rendah pula. Hubungan timbal balik antara Profit Margin (PM) dan *Total Assets Turn Over* diformulasikan atas dasar pendekatan Du Pont, dengan rumus:

$$\text{ROI} = \text{PM} \times \text{Total Assets Turn Over} \text{ atau}$$

$$\text{ROI} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

Tingkat perolehan ROI yang semakin tinggi, tidak akan terlalu berarti apabila strategi penggunaan dana mengandung risiko yang tinggi pula. Ukuran risiko dilihat sampai seberapa jauh penggunaan dana untuk peng-

adaan obat-obatan yang dilihat dari aspek waktu penyimpanan/pengendapannya yang dapat dipastikan relatif lama.

2. Nilai Tambah Ekonomi (*Economic Value Added*)

Menurut majalah *Fortune*, *Economic Value Added* adalah suatu ide keuangan yang sangat populer saat ini. Dikembangkan dan populerkan oleh lembaga konsultan Stern Stewart dan Co., EVA membantu manajer memastikan bahwa suatu unit bisnis menambah nilai pemegang saham. Sementara, investor dapat menggunakan EVA untuk mengetahui saham spot, sehingga siapa saja yang menggunakan EVA akan memiliki keunggulan kompetitif.

EVA adalah suatu cara untuk mengukur profitabilitas operasi yang sesungguhnya. Biaya modal utang (beban bunga) dikurangkan ketika menghitung laba bersih, tetapi biaya ini tidak dikurangkan pada saat menghitung biaya modal ekuitas. Oleh karena itu, secara ekonomis, laba bersih ditetapkan terlalu tinggi dibandingkan "laba yang sesungguhnya". Jadi, EVA menyelesaikan masalah akuntansi konvensional.

EVA dihitung dengan menggunakan laba operasi setelah pajak dengan biaya tahunan dari semua modal yang digunakan perusahaan. Beberapa perusahaan besar seperti Coca-Cola dan AT&T menggunakan EVA dalam mencapai keberhasilan mereka. Menurut eksekutif keuangan AT&T, Kurts (2001), EVA memainkan peranan utama dalam keputusan perusahaan untuk mengakuisisi McCaw Cellular. Selain itu, AT&T memakai EVA terutama untuk mengukur kinerja manajer unit bisnis. Menurut Oats (2001), EVA membuat manajer bertindak seperti pemegang saham. EVA adalah kepercayaan perusahaan sesungguhnya untuk tahun 1990-an.

Namun sayangnya, banyak eksekutif perusahaan tidak mengetahui berapa banyak modal yang digunakan atau apakah biaya modal itu. Padahal, biaya modal utang sangat mudah ditentukan karena hal ini ditunjukkan dalam laporan keuangan sebagai beban bunga. Namun, biaya modal ekuitas yang jauh lebih besar daripada biaya modal utang tidak tercantum dalam laporan keuangan. Akibatnya, manajer seringkali memandang ekuitas sebagai modal gratis, meskipun sesungguhnya memiliki biaya yang tinggi. Jadi, tim manajemen tidak dapat mengetahui apakah dapat menutup semua biaya dan dapat menambah nilai perusahaan, jika tidak dapat menentukan biaya modal.

Meskipun EVA adalah konsep yang paling banyak dibahas dalam keuangan saat ini, namun sesungguhnya konsep ini tidaklah baru. Kebutuhan untuk memperoleh lebih dari biaya modal adalah ide lama dalam bisnis. Namun, ide ini sering hilang karena terpedaya oleh fokus akuntansi konvensional.

Perusahaan Coca-Cola memperkenalkan konsep EVA kepada manajernya sejak tahun 1981. Ketika itu, Coca-Cola menstrukturisasi bisnis perusahaan, menurunkan rata-rata biaya modal secara tajam dan meningkatkan EVA perusahaan secara cepat. Efeknya, harga saham meningkat dari \$3 menjadi \$57.

Salah satu kekuatan terbesar EVA adalah kaitan langsungnya dengan harga saham. AT&T menemukan adanya korelasi yang hampir sempurna antara EVA dengan harga sahamnya. Lebih lanjut, analisis sekuritas menemukan bahwa harga saham mengikuti EVA jauh lebih dekat dibandingkan dengan faktor lainnya, seperti laba per saham, margin operasi, atau pengembalian atas ekuitas (ROE). Korelasi ini terjadi karena EVA benar-benar diperhatikan oleh investor atau disebut sebagai pengembalian kas bersih atas modal. Oleh sebab itu, semakin banyak analisis sekuritas yang menghitung EVA dan kemudian menggunakannya untuk membantu mengidentifikasi saham yang akan dibeli di pasar modal.

D. Manajemen Modal Kerja

Manajemen modal kerja adalah kegiatan mengatur dana yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan agar dicapai modal kerja optimal. Modal kerja optimal dicapai bila jumlah tidak terlalu kecil, sehingga tidak mengganggu kegiatan operasi perusahaan atau tidak terlalu besar sehingga tidak menurunkan profitabilitas modal. Dengan demikian, untuk menjalankan manajemen modal kerja, pertama-tama harus ditentukan kebutuhan modal kerja, kemudian mengendalikan unsur-unsur modal kerja. Sementara menurut Horne (1995), *Working capital Management is confined to the left hand side of the balance sheet, where it is directed to optimizing the levels of cash and marketable securities receivables, and inventories.*

Setiap perusahaan selalu membutuhkan modal kerja untuk membiayai operasinya sehari-hari, misalnya untuk memberikan persekot pembelian bahan mentah, membayar upah buruh, gaji pegawai, dan lain

sebagainya. Uang atau dana yang telah dikeluarkan itu diharapkan dapat masuk kembali ke perusahaan yang berasal dari penjualan produk tersebut. Nantinya, dana dikeluarkan lagi untuk membiayai operasi setiap periodenya selama perusahaan itu “hidup”. Ada tiga konsep modal yang diutarakan Holtz (1963).

1. Konsep Kuantitatif

Konsep ini menitikberatkan kepada kuantum yang diperlukan untuk mencukupi kebutuhan perusahaan dalam membiayai operasinya yang bersifat rutin. Hal ini menunjukkan jumlah dana (*fund*) yang tersedia untuk tujuan operasi jangka pendek. Konsep ini menganggap bahwa modal kerja adalah aktiva lancar (*gross working capital*). Konsep ini tidak memertingkan kualitas modal kerja, apakah modal kerja dibiayai dari modal para pemilik, utang jangka panjang maupun utang jangka pendek, sehingga dengan modal kerja yang besar tidak mencerminkan margin of safety para kreditor jangka pendek yang besar juga. Bahkan, modal kerja yang besar menurut konsep ini tidak menjamin kelangsungan operasi yang akan datang, serta tidak mencerminkan likuiditas perusahaan yang bersangkutan.

2. Konsep Kualitatif

Konsep ini menitikberatkan pada kualitas modal kerja. Dalam konsep ini, pengertian modal kerja adalah kelebihan aktiva lancar terhadap utang jangka pendek (*net working capital*), yaitu jumlah aktiva lancar yang berasal dari para pemilik perusahaan. Definisi ini bersifat kualitatif karena menunjukkan tersedianya aktiva lancar yang lebih besar dibandingkan utang lancarnya (utang jangka pendek) dan menunjukkan pula margin of protection atau tingkat keamanan bagi para kreditor jangka pendek, serta menjamin kelangsungan operasi di masa mendatang dan kemampuan perusahaan untuk memperoleh tambahan pinjaman jangka pendek dengan jaminan aktiva lancarnya.

3. Konsep Fungsional

Konsep ini menitikberatkan fungsi dana yang dimiliki dalam rangka menghasilkan pendapatan (laba) dari usaha pokok perusahaan. Pada dasarnya, dana-dana yang dimiliki oleh suatu perusahaan seluruhnya digunakan

untuk menghasilkan laba periode ini (*curent income*). Ada sebagian dana yang digunakan untuk memperoleh atau menghasilkan laba di masa yang akan datang, misalnya bangunan mesin-mesin pabrik, alat-alat kantor, dan aktiva tetap lainnya. Dari aktiva tetap tersebut, yang menjadi bagian dari modal kerja tahun ini adalah sebesar penyusutan (depresiasi) aktiva-aktiva tersebut untuk tahun ini.

Sementara, aktiva lancar yang bukan merupakan unsur modal kerja, misalnya dalam piutang dagang yang timbul dari penjualan barang dagangan secara kredit. Piutang tersebut terdiri dari dua unsur, yaitu harga pokok barang yang dijual dan laba penjualan barang tersebut. Harga pokok barang yang dijual tersebut merupakan unsur modal kerja, sedangkan keuntungannya bukan merupakan unsur modal kerja tetapi merupakan modal kerja yang potensial.

4. Pentingnya Modal Kerja

Tersedianya modal kerja yang dipergunakan dalam operasi tergantung pada tipe atau sifat dari aktiva lancar yang dimiliki seperti kas, efek, piutang, dan persediaan. Munawir (1997), menyatakan bahwa modal kerja harus cukup jumlahnya dalam arti harus mampu membiayai pengeluaran-pengeluaran atau operasi perusahaan sehari-hari. Karena, modal kerja yang cukup akan menguntungkan bagi perusahaan, selain memungkinkan perusahaan untuk beroperasi secara ekonomis atau efisien dan perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan.

Selain itu, modal kerja juga memberikan beberapa keuntungan lain, antara lain:

- a. melindungi perusahaan terhadap krisis modal kerja karena turunnya aktiva lancar;
- b. memungkinkan membayar semua kewajiban tepat pada waktunya;
- c. menjamin dimilikinya kredit standing perusahaan yang semakin besar dan memungkinkan perusahaan untuk dapat menghadapi bahaya-bahaya atau kesulitan keuangan yang mungkin terjadi;
- d. memungkinkan untuk memiliki persediaan dalam jumlah yang cukup untuk melayani para konsumennya;
- e. memungkinkan perusahaan untuk memberikan syarat kredit yang lebih menguntungkan kepada para langganannya;

- f. memungkinkan perusahaan untuk dapat beroperasi dengan lebih efisien karena tidak ada kesulitan untuk memperoleh barang ataupun jasa yang dibutuhkan.

5. Faktor yang mempengaruhi besarnya modal kerja

Jumlah modal kerja setiap perusahaan tidak akan sama satu sama lain, tergantung dari kebutuhan masing-masing perusahaan. Djarwanto (1994) berpendapat, faktor-faktor yang memengaruhi besar kecilnya modal kerja di antaranya:

- a. Sifat atau tipe dari perusahaan

Modal kerja suatu perusahaan jasa relatif lebih rendah bila dibandingkan dengan kebutuhan modal kerja perusahaan industri. Pasalnya, perusahaan jasa, misalnya perusahaan listrik, perusahaan air minum, dan perusahaan-perusahaan jasa yang bergerak dalam bidang perhubungan, baik darat, laut maupun udara, tidak memerlukan investasi yang besar dalam kas, piutang, maupun persediaan. Kebutuhan uang tunai untuk membayar pegawainya maupun untuk membiayai operasinya dapat dipenuhi dari penghasilan atau penerimaan-penerimaan saat itu juga, sedangkan piutang biasanya dapat ditagih dalam waktu yang relatif pendek. Bahkan untuk perusahaan jasa tertentu, penerimaan uang justru lebih dahulu daripada pemberian jasanya (misalnya seorang yang akan naik kereta api tentu harus membeli karcis terlebih dahulu). Sifat perusahaan jasa biasanya memiliki atau harus menginvestasikan sebagian besar modalnya pada aktiva tetap (plant and equipment) yang digunakan untuk memberikan pelayanan atau jasanya kepada masyarakat. Sementara, perusahaan industri harus mengadakan investasi yang cukup besar dalam aktiva lancar agar perusahaannya tidak mengalami kesulitan dalam operasi sehari-hari. Oleh karena itu, jika dibandingkan dengan perusahaan jasa, perusahaan industri membutuhkan modal kerja yang lebih besar. Bahkan di antara perusahaan industri sendiri, kebutuhan modal kerjanya pun tidak sama. Perusahaan yang memproduksi barang akan membutuhkan modal kerja yang lebih besar daripada perusahaan perdagangan, karena perusahaan yang memproduksi barang harus mengadakan investasi yang relatif besar dalam bahan baku, barang, dan proses.

- b. Waktu yang dibutuhkan untuk memproduksi atau memperoleh barang yang akan dijual serta harga per satuan dari barang tersebut
Kebutuhan modal kerja suatu perusahaan berhubungan langsung dengan waktu yang dibutuhkan untuk memperoleh barang yang akan dijual maupun bahan dasar yang akan diproduksi sampai barang tersebut dijual. Makin panjang waktu yang dibutuhkan untuk memproduksi atau untuk memperoleh barang, makin besar pula modal kerja yang dibutuhkan. Di samping itu, harga pokok per satuan barang juga akan memengaruhi besar-kecilnya modal kerja yang dibutuhkan. Semakin besar harga pokok per satuan barang yang dijual, semakin besar pula kebutuhan akan modal kerja. Misalnya, modal kerja yang dibutuhkan oleh perusahaan kapal terbang akan jauh lebih besar dibandingkan perusahaan mebel karena di samping membutuhkan waktu yang lama untuk menyelesaikan sebuah kapal terbang, harga pokok kapal terbang juga jauh lebih tinggi dibandingkan dengan harga pokok sebuah mebel.
- c. Syarat pembelian bahan atau barang dagangan
Syarat pembelian barang dagangan atau bahan dasar yang akan digunakan untuk memproduksi barang sangat memengaruhi jumlah modal kerja yang dibutuhkan oleh perusahaan yang bersangkutan. Jika syarat kredit yang diterima pada waktu pembelian menguntungkan, makin sedikit uang kas yang harus diinvestasikan dalam persediaan bahan ataupun barang dagangan. Sebaliknya, bila pembayaran atas bahan atau barang yang dibeli tersebut harus dilakukan dalam jangka waktu yang pendek, maka uang kas yang diperlukan untuk membiayai persediaan juga semakin besar.
- d. Syarat Penjualan
Semakin lunak kredit yang diberikan oleh perusahaan kepada para pembeli, akan mengakibatkan semakin besar jumlah modal kerja yang harus diinvestasikan dalam sektor piutang. Untuk memperkecil jumlah modal kerja yang harus diinvestasikan dalam piutang, risiko adanya piutang, dan risiko adanya piutang yang tak tertagih, sebaiknya perusahaan memberikan potongan tunai kepada para pembeli. Dengan demikian, para pembeli akan tertarik untuk segera membayarnya dalam periode diskonto tersebut.

e. Tingkat perputaran persediaan

Tingkat perputaran persediaan (*inventory turn-over*) menunjukkan berapa kali persediaan tersebut diganti, dalam arti dibeli dan dijual kembali. Semakin tinggi tingkat perputaran persediaan tersebut, maka jumlah modal kerja yang dibutuhkan (terutama yang harus diinvestasikan dalam persediaan) juga semakin rendah. Untuk dapat mencapai tingkat perputaran yang tinggi, maka harus diadakan perencanaan dan pengawasan persediaan secara teratur dan efisien. Semakin cepat atau semakin tinggi tingkat perputaran, akan memperkecil risiko terhadap kerugian yang disebabkan penurunan harga atau karena perubahan selera konsumen. Selain itu, akan menghemat ongkos penyimpanan dan pemeliharaan terhadap persediaan tersebut.

E. Jenis-Jenis Modal Kerja

Taylor (1956) menggolongkan modal kerja sebagai berikut.

1. Modal kerja permanen (*Permanen working capital*), yaitu modal kerja yang harus tetap ada pada perusahaan untuk dapat menjalankan fungsinya. Dengan kata lain, modal kerja yang secara terus-menerus diperlukan untuk kelancaran usaha. Modal kerja permanen ini dapat dibedakan menjadi:

- a. modal kerja primer (*Primary working capital*), yaitu jumlah modal kerja minimum yang harus ada pada perusahaan untuk menjamin kontinuitas usahanya, dan
- b. modal kerja normal (*Normal working capital*), yaitu jumlah modal kerja yang diperlukan untuk menyelenggarakan proses produksi yang normal. Pengertian “normal” adalah dalam artian yang dinamis. Apabila suatu perusahaan, misalnya selama 4 atau 5 bulan rata-rata per bulannya mempunyai produksi 1.000 unit, maka dapat dikatakan luas produksi normal adalah 1.000 unit.

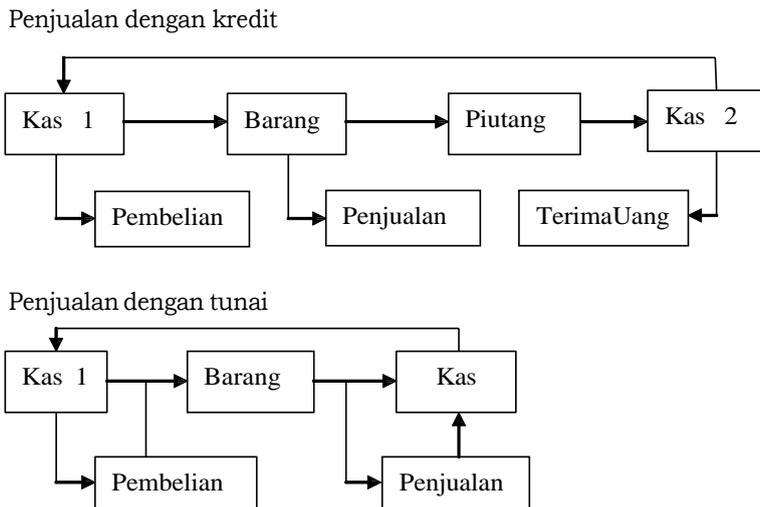
2. Modal kerja variabel (*Variabel working capital*), yaitu modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah sesuai dengan keadaan. Modal kerja ini dibedakan menjadi:

- a. modal kerja musiman (*Seasonal working capital*), yaitu modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah disebabkan fluktuasi musim;

- b. modal kerja siklis (*Cyclical working capital*), yaitu modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah disebabkan fluktuasi konyungtur;
- c. modal kerja darurat (*Emergency working capital*), yaitu modal kerja yang besarnya berubah-ubah karena adanya keadaan darurat yang tidak diketahui sebelumnya (misalnya adanya pemogokan buruh, banjir, atau perubahan keadaan ekonomi yang mendadak).

F. Perputaran Modal Kerja

Modal selalu dalam keadaan operasi atau berputar selama perusahaan yang bersangkutan dalam keadaan usaha. R.W Johnson (1966) memberikan ulasan tentang periode perputaran modal kerja (*Working capital turnover period*) dimulai dari saat kas diinvestasikan dalam komponen-komponen modal kerja sampai kembali lagi menjadi kas. Makin pendek periode tersebut, makin cepat perputarannya atau makin tinggi tingkat perputarannya (*turnover rate-nya*). Berapa lama periode perputaran modal kerja tergantung dari berapa lama periode perputaran masing-masing komponen modal kerja tersebut. Periode perputaran barang dagangan lebih pendek daripada barang yang mengalami proses produksi. Perputaran barang dagangan dapat digambarkan sebagai berikut.



Gambar 6.1. Penjualan kredit dan Tunai

G. Kebutuhan Modal Kerja

Besar-kecilnya kebutuhan modal kerja tergantung kepada dua faktor, yaitu periode perputaran atau periode terikatnya modal kerja dan pengeluaran kas rata-rata setiap harinya. Meski jumlah pengeluaran setiap hari tetap, tetapi dengan makin lamanya periode perputarannya, maka jumlah modal kerja yang dibutuhkan juga makin besar. Demikian pula halnya dengan periode perputaran yang tetap, dengan makin besarnya jumlah pengeluaran kas setiap hari, kebutuhan modal kerja pun makin besar. Periode perputaran atau periode terikatnya modal kerja merupakan keseluruhan atau jumlah periode yang meliputi jangka waktu pemberian kredit beli, lama penyimpanan bahan mentah di gudang, lamanya proses produksi, lamanya barang jadi disimpan di gudang, dan jangka waktu penerimaan piutang. Sementara, pengeluaran setiap hari merupakan jumlah pengeluaran kas rata-rata setiap harinya untuk keperluan pembelian bahan mentah, bahan pembantu, pembayaran upah dan buruh, dan biaya-biaya lainnya. Apabila perusahaan hanya menjalankan usaha satu kali saja, maka kebutuhan modal kerja cukup sebesar modal kerja yang dikeluarkan selama satu periode perputaran saja. Tetapi pada umumnya, perusahaan didirikan tidak dimaksudkan untuk menjalankan usaha satu kali saja, melainkan untuk seterusnya dengan aktivitas usaha usaha setiap hari. Bagi perusahaan yang disebutkan terakhir ini, dengan sendirinya kebutuhan modal kerjanya tidak cukup hanya sebesar apa yang diperlukan selama satu periode perputaran saja, melainkan sebesar jumlah pengeluaran setiap harinya dikalikan dengan periode perputarannya. Riayanto (2001) mencotohkannya seperti di bawah ini.

Periode perputaran

Lamanya proses produksi	= 10 hari
Lamanya barang disimpan di gudang	= 10 hari
Jangka waktu penerimaan piutang	<u>= 10 hari</u>
Periode perputaran atau periode terikatnya modal kerja	= 30 hari

Pengeluaran setiap harinya

Bahan mentah	Rp 4.000,-
Bahan pembantu	Rp 2.000,-
Upah buruh	Rp 3.000,-
Pengeluaran-pengeluaran lain	<u>Rp 1.000,-</u>
Jumlah pengeluaran setiap harinya	Rp 10.000,-

Jadi, kebutuhan modal kerja bagi perusahaan yang menjalankan aktivitas usaha setiap harinya untuk dapat menjamin kontinuitas usahanya minimal Rp 10.000,- x 30 = Rp300.000,-

H. Laporan Keuangan

Laporan keuangan merupakan hasil akhir dari suatu proses pencatatan, yang merupakan suatu ringkasan dari transaksi-transaksi keuangan yang terjadi selama tahun buku yang bersangkutan. Laporan keuangan ini dibuat oleh manajemen dengan tujuan untuk mempertanggungjawabkan tugas-tugas yang dibebankan kepadanya oleh para pemilik perusahaan. Di samping itu, laporan keuangan dapat juga digunakan untuk memenuhi tujuan-tujuan lain, yaitu sebagai laporan kepada pihak-pihak di luar perusahaan. Laporan keuangan harus disusun berdasarkan prinsip akuntansi Indonesia agar pembaca memperoleh gambaran yang jelas. Menurut Baridwan (1995), laporan keuangan yang disusun oleh manajemen biasanya terdiri dari:

- a. neraca, yaitu laporan yang menunjukkan keadaan keuangan suatu perusahaan pada tanggal tertentu;
- b. laporan rugi laba, yaitu laporan yang menunjukkan hasil usaha dan biaya-biaya selama suatu periode akuntansi;
- c. laporan perubahan modal, yaitu laporan yang menunjukkan sebab-sebab perubahan modal dari jumlah pada awal periode menjadi jumlah modal pada akhir periode;
- d. laporan perubahan posisi keuangan, yaitu laporan yang menunjukkan arus dana dan perubahan-perubahan dalam posisi keuangan selama tahun buku yang bersangkutan.

I. Penggolongan dan Penyajian Rekening di Dalam Neraca

Menurut Harnanto (1982), di dalam neraca, rekening-rekening diklasifikasikan sedemikian rupa sehingga item yang sejenis dapat dijumlahkan untuk kemudian disusun dalam suatu bentuk yang saling berhubungan antara satu dengan lainnya. Rekening neraca dibagi menjadi tiga golongan utama yaitu:

- a. aktiva, merupakan jumlah uang yang dinyatakan atas sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan, baik yang berupa uang, barang,

- dan hak-hak yang dijamin oleh undang-undang atau tertentu yang timbul dari transaksi-transaksi/peristiwa-peristiwa di masa lampau;
- b. utang, yaitu jumlah uang yang dinyatakan atas kewajiban untuk menyerahkan uang, barang, dan jasa-jasa kepada pihak lain di masa yang akan datang. Kewajiban ini timbul sebagai akibat dari transaksi-transaksi/peristiwa-peristiwa yang memengaruhi perusahaan di masa yang lampau; dan
 - c. modal, yaitu sisa hak atas aktiva di dalam perusahaan setelah dikurangi dengan seluruh utangnya. Hak atas aktiva itu melekat pada para pemilik sebagai pihak yang menanggung segala risiko dan ketidakpastian akan kegagalan perusahaan, baik di bidang usaha maupun pembiayaannya, serta segala akibat dari kejadian-kejadian dan keadaan yang menimpa perusahaan. Sebaliknya, sebagai imbalan atas segala risiko dan ketidakpastian yang ditanggungnya, para pemilik merupakan pihak yang paling menikmati atas sukses yang dicapai oleh perusahaan.

J. Penggolongan Aktiva

Aktiva dikelompokkan menjadi aktiva lancar (uang kas) dan aktiva-aktiva lain atau sumber-sumber yang diharapkan akan direalisasi menjadi uang kas atau dijual atau dikonsumsi selama siklus usaha perusahaan yang normal atau dalam satu tahun. Elemen-elemen yang termasuk dalam golongan aktiva lancar:

- a. kas yang tersedia untuk usaha sekarang dan elemen-elemen yang dapat disamakan dengan kas, misalnya check, money order pos wesel;
- b. persediaan barang dagangan, bahan mentah, barang dalam proses, barang jadi, bahan-bahan pembantu, dan bahan-bahan serta suku cadang yang dipakai dalam pemeliharaan alat-alat/mesin-mesin;
- c. piutang dagang dan piutang wesel;
- d. piutang pegawai, anak perusahaan dan pihak-pihak lain, jika akan diterima waktu satu tahun;
- e. piutang angsuran dan piutang wesel angsuran, jika merupakan hal yang umum dalam perdagangan dan akan dilunasi dalam jangka waktu satu tahun;
- f. surat-surat berharga yang merupakan investasi jangka pendek; dan

- g. biaya-biaya yang dibayar di muka seperti asuransi, bunga, sewa, pajak-pajak, bahan pembantu, dan lain-lain. Ditinjau dari batasan bahwa aktiva lancar itu adalah kas atau aktiva lain yang diharapkan dapat segera diubah menjadi uang, maka biaya-biaya yang dibayar di muka tidak dapat memenuhi kriteria sebagai aktiva lancar, karena biaya dibayar di muka tidak akan kembali menjadi uang. Tetapi jika tidak dibayar di muka, maka biaya-biaya tadi akan dibayar dengan menggunakan sumber aktiva lancar. Oleh karena itu, biaya dibayar dimuka dimasukkan dalam kelompok aktiva lancar.

Investasi jangka panjang adalah bentuk investasi yang umurnya lebih dari satu tahun, misalnya obligasi dan saham. Investasi jangka panjang merupakan aktiva tidak lancar yang bisa berbentuk surat-surat berharga, penysihan dana, dan investasi jangka panjang yang lain. Elemen-elemen yang masuk kelompok investasi jangka panjang adalah:

- a) investasi jangka panjang dalam surat berharga seperti saham, obligasi, dan wesel jangka panjang. Investasi dalam bentuk surat berharga ini biasanya ditujukan untuk memperoleh pendapatan yang tetap, mengawasi perusahaan lain, atau menjaga kontinuitas suplai bahan baku dan lain-lain;
- b) investasi dalam anak perusahaan, termasuk uang muka jangka panjang;
- c) investasi dalam bentuk aktiva tetap berwujud (seperti tanah dan mesin-mesin) tetapi belum digunakan untuk usaha sekarang;
- d) penysihan dana untuk tujuan jangka panjang seperti dana pelunasan obligasi, dana ekspansi, dana pembelian saham sendiri, dana pembayaran pensiun, dana penggantian gedung, dan lain-lain; serta
- e) cash surrender value dari polis asuransi jiwa.
 - Aktiva Tetap Berwujud adalah aktiva yang umurnya lebih dari satu tahun dan digunakan dalam operasi perusahaan seperti tanah, gedung-gedung, mesin dan alat-alat, perabot, kendaraan, dan lain-lain.
Cara mencantumkan aktiva tetap berwujud di dalam neraca dimulai dari yang paling tetap (paling panjang umurnya), disusul dengan yang lebih pendek umurnya. Untuk aktiva tetap yang didepresiasi, maka di neraca harus ditunjukkan harga perolehan dan akumulasi didepresiasi.

- Aktiva Tetap Tidak Berwujud adalah hak-hak jangka panjang yang sifatnya tidak berwujud yang dimiliki oleh perusahaan seperti goodwill, hak paten, merek dagang, hak cipta, dan lain-lain. Saldo debit dari pengeluaran-pengeluaran yang belum diakui sebagai biaya juga termasuk, tetapi pembebanannya ditunda seperti biaya pendirian perusahaan.
- Aktiva/harta lain-lain adalah aktiva-aktiva yang tidak dapat dimasukkan dalam kelompok-kelompok lain seperti titipan kepada penjual untuk menjamin kontrak, bangunan dalam pengerjaan, piutang-piutang jangka panjang, uang muka pada pejabat perusahaan, dan lain-lain.

K. Penggolongan Utang dan Modal

Utang lancar atau utang jangka pendek adalah utang-utang yang pelunasannya memerlukan penggunaan sumber-sumber yang digolongkan dalam aktiva lancar atau dengan menimbulkan suatu utang baru. Yang termasuk dalam kelompok utang lancar adalah:

- a. utang dagang, yaitu utang yang timbul dari pembelian barang-barang dagangan atau jasa;
 - b. utang wesel, yaitu utang-utang yang memakai bukti-bukti tertulis berupa kesanggupan untuk membayar pada tanggal tertentu;
 - c. taksiran utang pajak, yaitu jumlah pajak penghasilan yang diperkirakan untuk laba periode yang bersangkutan; dan
 - d. utang biaya, yaitu biaya-biaya yang sudah menjadi beban tetapi belum dibayar, misalnya utang gaji, utang bunga, dan lain-lain.
- Pendapatan yang diterima di muka adalah penerimaan-penerimaan yang tidak merupakan pendapatan untuk periode yang bersangkutan. Penerimaan semacam ini akan tetap dilaporkan sebagai pendapatan yang diterima di muka sampai penerimaan tadi dapat diakui sebagai pendapatan.
 - Utang jangka panjang adalah utang yang jatuh temponya lebih dari satu tahun, misalnya utang obligasi, hipotik, dan lain-lain.
 - Utang lain-lain adalah utang yang tidak bisa dikelompokkan dalam utang di atas, seperti utang obligasi yang sudah jatuh tempo.
 - Modal sendiri adalah perbedaan antara aktiva dengan utang dan merupakan kewajiban perusahaan kepada pemilik.

- Laba tidak dibagi merupakan kumpulan laba tahun-tahun sebelumnya yang tidak dibagi sebagai dividen.

L. Laporan Rugi Laba

Laporan rugi laba adalah laporan yang menunjukkan penghasilan-penghasilan dan biaya-biaya dari suatu unit usaha untuk suatu periode tertentu. Selisih antara penghasilan-penghasilan dan biaya-biaya merupakan laba yang diperoleh atau rugi yang diderita oleh perusahaan. Laporan rugi laba yang kadang-kadang disebut laporan pendapatan atau laporan penghasilan dan biaya merupakan laporan yang menunjukkan kemajuan keuangan perusahaan dan juga merupakan tali penghubung dua neraca yang berurutan. Susunan laporan rugi laba bagi tiap-tiap perusahaan belum ada keseragaman. Hal ini sangat ditentukan oleh kebijakan yang diterapkan di dalam perusahaan tersebut, misalnya:

- bagian pertama menunjukkan pendapatan/penjualan yang diperoleh dari usaha pokok perusahaan (pendapatan jasa/penjualan barang dagangan);
- bagian kedua menunjukkan harga pokok barang/jasa, sehingga diperoleh laba kotor;
- bagian ketiga menunjukkan biaya-biaya operasional yang terdiri dari biaya penjualan dan biaya administrasi dan umum (*operating expenses*);
- Bagian keempat menunjukkan hasil-hasil yang diperoleh di luar operasi utama/pokok perusahaan, yang diikuti dengan biaya-biaya yang terjadi di luar usaha utama/pokok perusahaan; dan
- bagian kelima menunjukkan laba atau rugi yang insidental (*extra ordinary gain or loss*) sehingga akhirnya diperoleh laba bersih sebelum pajak.

M. Bentuk Format Neraca

Sugiri (1993) menyatakan bahwa neraca dapat disajikan dengan menggunakan dua bentuk (format), yaitu bentuk rekening (skonto) dan bentuk laporan (stafel).

1. Rekening (skonto)

Pada bentuk ini, unsur aktiva disajikan pada sisi kiri (debit), sedangkan unsur kewajiban dan ekuitas disajikan pada sisi kanan (kredit).

2. Laporan (stafel)

Pada bentuk ini, baik aktiva, kewajiban, maupun ekuitas disajikan secara urut dari atas ke bawah, yang dimulai dari aktiva, kewajiban, dan terakhir ekuitas.

N. Bentuk (Format) Laporan Laba Rugi

Laporan laba rugi dapat disajikan dengan menggunakan dua bentuk, yaitu bentuk, single-step dan bentuk multiple-step.

- Single-Step, dalam bentuk ini tidak dilakukan pengelompokan penghasilan dan biaya ke dalam kelompok-kelompok usaha dan di luar usaha, tetapi hanya dipisahkan antara penghasilan-penghasilan dan biaya-biaya.
- Multiple-Step, dalam bentuk ini dilakukan beberapa pengelompokan penghasilan-penghasilan dan biaya-biaya yang disusun dalam urutan tertentu sehingga bisa dihitung pendapatan-pendapatan sebagai berikut.
 - Laba bruto, yaitu hasil penjualan dikurangi harga pokok penjualan.
 - Pendapatan usaha bersih, yaitu laba bruto dikurangi biaya-biaya usaha.
 - Pendapatan bersih sebelum pajak, yaitu pendapatan usaha bersih ditambah dan dikurangi dengan pendapatan dan biaya-biaya di luar usaha.
 - Pendapatan bersih sesudah pajak, yaitu pendapatan bersih sebelum pajak dikurangi pajak pendapatan.
 - Pendapatan bersih dan elemen-elemen tidak biasa, yaitu pendapatan bersih sesudah pajak ditambah dan/atau dikurangi dengan elemen-elemen yang tidak biasa.

DAFTAR RUJUKAN

- Baridwan, Zaki. (1995). *Pengantar Dasar-Dasar Akuntansi*, BPFE, Yogyakarta.
- Djarwanto, P. (1994). *Investasi Modern dan Analisis Sekuritas*, PT. Gramedia, Jakarta.
- Eitemen dan Holtz. (1963). *Essential of Financial Management*, Harper Collins Publisher, Chicago.

- Helfert, Erich. 1996. *Teknik Analisa Keuangan*, Edisi Kedelapan, Erlangga Press, Jakarta.
- Horne, James. (1995). *Fundamental of Financial Management*, 4th Edition, Prentice Hall of India Private Limited, New Delhi.
- Husnan, Suad. (1998). *Manajemen Keuangan Teori dan Praktik*, Buku 2, Edisi Keempat, BPFE, Yogyakarta.
- Ibrahim, Yacob, H.M. (1998). *Studi Kelayakan Bisnis*, PT. Rineka Cipta, Jakarta.
- Munawir. (1997). *Dasar – Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, edisi Kedua, yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada, Yoyakarta.
- Oats. (2001). *Economic Value Added (terjemahan)*, Erlangga Press, Jakarta.
- Johnson, J.D., et al. (1966). *Basic Financial Management*, Prentice Hall, New York.
- Riyanto, Bambang. (2001). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Ke empat, Cetakan Pertama, Penerbit BPFE-Yogyakarta.
- Sugiyono. (2002). *Statistika Untuk Penelitian*, CV. Alfabeta, Bandung.
- Sugiri. (1993). *Kebijaksanaan Manajemen Keuangan*, UI Press, Jakarta.

BAB VII

INVESTOR DAN PASAR MODAL

A. Pengantar

Aliran kas bebas merupakan indikator seberapa besar dana internal yang tersedia untuk pendanaan pertumbuhan proyek-proyek di masa mendatang. Saat ini, investor dan analis pasar modal semakin meningkatkan perhatiannya pada aliran kas bebas. Mereka mencari seberapa besar aliran kas bebas yang masih tersedia setelah dikurangi biaya-biaya yang diperlukan untuk investasi perusahaan. Para analis mengonsentrasikan harga saham dengan aliran kas bebas daripada membandingkannya dengan laba periode berikutnya. Alasannya, korelasi antara harga saham dan laba jauh lebih rendah dibandingkan dengan korelasi antara harga saham dan aliran kas bebas (Fernandez, 2001).

Price Waterhouse Cooper (PWC) yang melakukan survei mengenai teknik analisis nilai pemegang saham perusahaan publik di Malaysia menemukan pentingnya teknik aliran kas bebas yang semakin meluas digunakan sebagai ukuran nilai pemegang saham. Teknik aliran kas bebas dirasa lebih bernilai karena akan mengarahkan perusahaan untuk fokus pada penciptaan kas jangka panjang dan tidak semata-mata bergantung pada ukuran akuntansi tradisional. Pasalnya, ukuran akuntansi konven-

sional dirasa kecil relevansinya dengan nilai pemegang saham (Fernandez, 2001; Jacobs, 2000).

Banyak faktor yang menentukan nilai saham perusahaan. Lima faktor pemicu utama meliputi pertumbuhan penjualan yang menguntungkan, margin laba operasi, tingkat pajak efektif, efisiensi modal kerja, dan efisiensi modal tetap (Johnson *et al.*, 1998). Di sisi lain, tujuh pemicu nilai pemegang saham yang dikemukakan Rappaport (1998) tidak secara jelas berhubungan dengan ukuran berbasis laba akuntansi karena nilai pemicu ini bersifat *forward looking* yang menggunakan hasil masa lalu sebagai petunjuk untuk menentukan kinerja masa depan, meski nilai ini akan berdampak terhadap kinerja perusahaan dan penentu aliran kas bebas.

Pertumbuhan penjualan dan pengurangan biaya memang merupakan determinan penting atas harga saham dan nilai pasar perusahaan, tetapi seberapa besar nilai yang bersumber dari efisiensi modal belum begitu luas dipahami. Pertumbuhan harus menguntungkan untuk bisa menciptakan nilai dan harus cukup menghasilkan aliran kas bebas yang sehat. Di samping itu, Moristown (2002) juga mengemukakan bahwa aliran kas bebas telah menjadi fokus perhatian utama atas suatu laporan keuangan dan diduga secara langsung berhubungan dengan *current market valuations* untuk menentukan apakah aliran kas bebas saat ini mendukung *current market values*.

Analisis perusahaan yang berfokus pada laba semata dapat memberikan pengaruh yang berbeda dibandingkan kalau juga mempertimbangkan faktor aliran kas bebas. Pasalnya, nilai pasar perusahaan mencerminkan sekumpulan pertimbangan (*collective judgment*) atas harapan pemegang saham terhadap aliran kas di masa mendatang. Jika perusahaan menghasilkan aliran kas yang diharapkan konstan, harga pasar seharusnya juga konstan. Jika aliran kas atau harapannya lebih baik, harga pasar seharusnya meningkat dan sebaliknya. Pengelolaan aliran kas bebas dan penciptaan nilai pemegang saham merupakan tanggung jawab fundamental (sebagian menyatakan kewajiban) manajemen yaitu meningkatkan nilai sekarang bersih aliran kas di masa mendatang.

Selain itu, penciptaan nilai pemegang saham diduga juga dipengaruhi oleh utang. Harvey *et al.* (2001) menemukan bukti bahwa utang berdampak pada penciptaan nilai pemegang saham karena mengurangi biaya keagenan yang berhubungan dengan investasi berlebih, khususnya bagi

perusahaan yang memiliki masalah keagenan yang serius. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan di pasar modal yang sedang berkembang, termasuk Indonesia, yang struktur kepemilikan perusahaannya pada umumnya berbentuk piramida dan terdapat pemisahan antara kepemilikan dan kontrol yang sangat kuat. Negara dengan kondisi pasar modal seperti ini biasanya lemah dalam perlindungan terhadap pemegang saham dan kreditor serta memiliki sistem hukum yang kurang berjalan dengan baik (La Porta *et al.*, 1999). Kombinasi karakteristik ini memiliki potensi atas biaya keagenan yang tinggi yang berkaitan dengan masalah investasi berlebih. Ketika perusahaan menghadapi masalah biaya keagenan yang tinggi, utang akan menciptakan nilai kalau utang ini secara langsung mengurangi investasi berlebih (Jensen, 1986).

Meskipun para investor dan analis banyak yang berorientasi pada analisis nilai pemegang saham berbasis aliran kas bebas, tetapi tidak berarti bahwa ukuran aliran kas bebas telah diterima umum. Masih banyak kelemahan mengenai ukuran aliran kas bebas sebagai pemicu nilai pemegang saham. Penman (2001) menyatakan bahwa aliran kas bebas tidak dapat dipakai sebagai determinan penciptaan nilai bagi pemegang saham karena nilai aliran kas bebas sangat dipengaruhi oleh kebijakan investasi perusahaan. Perusahaan yang sedang tumbuh juga memerlukan investasi besar sehingga nilai aliran kas bebas rendah atau bahkan negatif. Namun, pendapat ini tidak berlaku untuk semua perusahaan karena perusahaan dapat berada pada tahap pertumbuhan untuk jangka panjang sehingga tidak selalu berarti perusahaan yang sedang bertumbuh selalu memiliki aliran kas bebas rendah.

B. Manajemen Laba

Mengingat pentingnya laba sebagai suatu sinyal atas berbagai keputusan dan pertimbangan penting (krusial) yang digunakan, baik oleh pengguna maupun penyedia laporan keuangan, maka tidak mengherankan kalau manajer perusahaan sering melakukan tindakan untuk mengatur laba (manajemen laba). Manajemen laba terjadi ketika manajer menggunakan kebijakannya untuk memengaruhi pelaporan keuangan sehingga dapat menyesatkan pengguna laporan keuangan dalam menilai kinerja perusahaan atau memengaruhi hasil kontrak yang tergantung pada pelaporan angka-angka akuntansi (Healy dan Wahlen, 1999). Direktur

SEC Arthur Levitt dan Duncan (2001) mendefinisikan manajemen laba sebagai praktik pelaporan laba yang mencerminkan keinginan manajemen dan bukan berdasar pada kinerja keuangan perusahaan yang sesungguhnya. Praktik semacam ini cenderung merusak kualitas laba dan pelaporan keuangan serta cenderung menyesatkan pengguna laporan keuangan. Watts dan Zimmerman (1990) menyatakan bahwa manajemen laba terjadi ketika manajer melakukan kebijakannya atas angka akuntansi, dengan atau tanpa restriksi. Kebijakan manajer ini memiliki motivasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan (efisiensi) maupun oportunistik, meski dalam praktiknya tidak mudah mengetahui motivasi ini dengan jelas.

Praktik manajemen laba memang terjadi dan menjadi fenomena yang menarik untuk diteliti lebih jauh, termasuk motivasi dibalik tindakan manajer tersebut. Duncan (2001) menemukan adanya dua puluh tekanan yang mengakibatkan manajer melakukan manajemen laba. Tekanan untuk mengatur laba tidak berpijak pada satu sumber saja, tetapi dapat berasal dari luar perusahaan, kondisi dan program dari dalam perusahaan sendiri, maupun motivasi individual. Tekanan dari luar bisa disebabkan oleh (1) kegagalan perusahaan mencapai estimasi analis selama beberapa kuartal yang dapat berdampak pada turunnya harga saham; (2) penurunan laba atau laba negatif yang menurunkan rating utang perusahaan sehingga meningkatkan biaya modal dan menurunkan prospek penerbitan utang baru; (3) kompetisi yang ketat dalam industri yang mendorong perusahaan mempertahankan pangsa pasar melalui pengaturan pengakuan penjualan; (4) kewajiban dalam perjanjian kontrak pinjaman yang menuntut perusahaan untuk mencapai tingkat laba tertentu; (5) tekanan pasar saham yang menuntut agar harga saham perusahaan tetap meningkat; (6) transaksi keuangan yang masih baru seperti instrumen keuangan yang memberikan keleluasaan untuk perlakuan akuntansinya; serta (7) pasar yang biasanya tidak memperhitungkan biaya non-operasi sehingga mendorong manajer membebani akun ini dalam jumlah besar.

Sementara, tekanan dari dalam perusahaan di antaranya (1) kinerja keuangan yang bagus yang meningkatkan daya tarik sebagai perusahaan target merger; (2) kompensasi manajemen seperti *executive stock option* dan program bonus terkait dengan kinerja laba; (3) pembelian saham perusahaan; (4) fokus jangka pendek; (5) perencanaan dan anggaran yang tidak realistis; (6) tekanan dari senior manajemen; (7) laba yang berlebih

yang diikuti dengan kekhawatiran penurunan di masa datang; dan (8) menyembunyikan transaksi yang melanggar hukum. Adapun tekanan individual atau personal berupa (1) bonus personal; (2) promosi; (3) fokus pada kinerja tim; (4) mempertahankan pekerjaan; (5) ingin dianggap sebagai pahlawan; dan (6) pendapat manajer bahwa auditor sulit mendeteksi manajemen laba.

Implementasi manajemen laba dapat menggunakan dua pendekatan, yaitu agregasi dan disagregasi (Francis, 2001). Pendekatan agregasi menelaah akrual diskresioner dan non-diskresioner, sedangkan pendekatan disagregasi berfokus pada item akuntansi individual. Keuntungan pendekatan agregasi adalah dapat mempertimbangkan *multiple choices*, tetapi memiliki keterbatasan model yang digunakan untuk mendeteksi manipulasi akrual dan keterbatasan kemampuan pendekatan akrual untuk menunjukkan/menentukan portofolio pilihan akuntansi yang dibuat manajer. Sebaliknya, keuntungan pendekatan disagregasi adalah dapat memprediksi arah kebijakan dengan lebih tepat sesuai dengan objek yang diteliti, meskipun analisisnya bersifat *piecemeal* dan *one-choice-at-a-time*.

Seperti yang telah diuraikan sebelumnya, karena laba masih merupakan salah satu faktor utama dalam laporan keuangan untuk menilai kinerja perusahaan, maka kecenderungan manajemen untuk meningkatkan laba secara konsisten merupakan salah satu motivasi penting dalam manajemen laba. Bhattacharya *et al.* (2003) melakukan penelitian dengan menganalisis laporan keuangan 34 negara selama periode 1984-1998 untuk tiga dimensi pelaporan laba akuntansi, yaitu agresivitas laba, penghindaran kerugian serta perataan laba yang dihubungkan dengan kekuranginformatifan/kekaburan (*earnings opacity*) laba, dan bagaimana dampaknya terhadap harga saham. Temuan menarik mereka adalah bahwa semakin meningkatnya kekuranginformatifan laba di suatu negara, maka semakin tinggi biaya modal dan semakin menurun perdagangan di pasar saham negara tersebut.

Indonesia merupakan salah satu negara yang juga diteliti. Hasil untuk kasus perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa negara ini menduduki tingkat tertinggi dalam hal penghindaran kerugian, menduduki ranking ke-4 tertinggi dalam hal melakukan agresivitas laba, menempati ranking menengah dalam hal perataan laba, dan secara keseluruhan menduduki ranking ke-3 tertinggi dalam hal kekuranginformasian laba. Menjadi

menarik untuk diteliti lebih lanjut dampak karakteristik perusahaan Indonesia ini terhadap berbagai fenomena lain seperti aliran kas bebas, harga saham, maupun nilai pemegang saham.

Dalam penelitian yang lain, Burgstahler dan Dichev (1997) menemukan bahwa manajer mengatur laba untuk menghindari penurunan laba atau kerugian. Banyak manajer yang mengemukakan bahwa peningkatan laba per saham merupakan tujuan yang paling penting bagi perusahaan. Bukti ini menunjukkan bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk mempertahankan pola peningkatan laba. Mereka menemukan bahwa premium akan lebih besar ketika peningkatan laba terjadi terus-menerus dalam jangka yang lebih panjang dan premium akan menghilang atau berkurang ketika pola laba tidak lagi meningkat. Temuan senada juga disampaikan oleh DeAngelo *et al.* (1996) yang menemukan bahwa perusahaan yang tidak lagi memiliki pola pertumbuhan laba yang meningkat akan direaksi negatif oleh pasar maka insentif untuk melakukan pelaporan laba yang meningkat lebih kuat dibandingkan sebaliknya.

Studi empiris yang mengulas manajemen laba oleh manajer perusahaan telah banyak dilakukan (seperti Healy dan Wahlen, 1999; Walls, 1994; Dechow, Sloan dan Sweeney, 1996). Penelitian manajemen laba sejak tahun 1980-an hingga awal 1990-an dapat dikelompokkan dalam pengujian tiga hipotesis, yaitu *bonus plan hypothesis*, *leverage hypothesis*, dan *political cost hypothesis* (Watts dan Zimmerman, 1990). Penelitian yang mencoba menghubungkan dampak manajemen laba terhadap harga pasar saham juga telah dilakukan.

Beragamnya motivasi manajer yang bersifat *nonmutually exclusive* ketika melakukan manajemen laba menimbulkan kesulitan untuk membedakan motivasi manajer yang bersifat efisien atau oportunistis. Satu hal yang perlu digarisbawahi adalah ketika manajer melakukan manajemen laba, berarti kualitas laba menurun karena nilai laba diatur sesuai dengan keinginan manajer dan bukan mencerminkan kinerja perusahaan yang sesungguhnya. Kondisi seperti inilah yang terjadi pada perusahaan di Indonesia.

C. Aliran Kas Bebas dan Manajemen Laba

Masih sangat sedikit riset yang mencoba menghubungkan tingkat aliran kas bebas dengan perilaku manajer untuk melakukan manajemen

laba. Al-Najjar dan Belkaoui (2001) menguji hubungan antara tingkat pertumbuhan dan pilihan akuntansi yang dilakukan manajer perusahaan multinasional dan menemukan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi cenderung melakukan pelaporan laba yang menurunkan. Mereka berasumsi bahwa manajemen laba merupakan satu fenomena yang secara terus-menerus terjadi dan bukan merupakan perilaku yang hanya muncul ketika dihadapkan pada suatu kondisi tertentu. Ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, maka diduga akan memiliki potensi pelaporan laba akuntansi yang tinggi pula. Kondisi ini akan meningkatkan kos politik dan risiko politik sehingga mendorong manajer untuk menurunkan pelaporan labanya.

Berbeda dengan penelitian tersebut, Jones dan Sharma (2001) telah mempertimbangkan dampak aliran kas bebas terhadap manajemen laba. Mereka meneliti perilaku manajemen dalam mengatur laba untuk kasus perusahaan 'old' dan 'new' economies serta dampak tingkat utang dan aliran kas bebas terhadap manajemen laba. Perusahaan yang masuk kategori 'new' merupakan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, tetapi aliran kas bebas rendah. Ini konsisten dengan pendapat Penman (2001) yang menyatakan bahwa tingkat laba yang kurang bagus memiliki kecenderungan untuk melakukan manajemen laba (meningkatkan laba). Namun, temuan riset ini tidak mendukung hipotesis yang diajukan. Argumentasi yang dikemukakan peneliti atas temuan yang tidak mendukung ini adalah karena regulasi yang ketat yang dikeluarkan oleh dewan standar di Australia telah mencegah atau setidaknya menghambat tindakan manajer untuk melakukan manajemen laba. Perilaku manajer perusahaan di Australia untuk mengatur laba tersebut kemungkinan berbeda dengan situasi di Indonesia. Riset yang dilakukan oleh Leuz *et al.* (2001) membuktikan bahwa Indonesia merupakan salah satu negara yang masuk kategori negara dengan tingkat perlindungan sangat rendah terhadap pemegang saham minoritas. Manajer dan pemegang saham mayoritas melakukan manajemen laba untuk menutupi tindakan oportunistis mereka dan mengurangi campur tangan pihak luar. Efeknya, kurangnya perlindungan terhadap investor dan menurunnya kualitas laporan keuangan.

Di samping itu, temuan ini juga menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia termasuk kategori perusahaan dengan hak investor luar yang sangat lemah sehingga berdampak pada tingginya kebijakan yang ber-

hubungan dengan manajemen laba, sedangkan Australia termasuk kategori sebaliknya sehingga manajemen laba sangat rendah. Berdasar pada temuan ini, dapat diduga bahwa manajemen laba perusahaan di Indonesia kemungkinan cukup tinggi (laba meningkat maupun laba yang menurunkan) dan tujuan manajemen laba kemungkinan lebih bersifat oportunistis dan bukan efisiensi. Kalau dugaan ini terbukti, maka ada kemungkinan perusahaan yang agresif melakukan manajemen laba untuk menyembunyikan kebijakan manajer (investasi dan operasi) pada tingkat aliran kas bebas (tinggi atau negatif) akan berdampak negatif terhadap nilai pemegang saham.

Sugiri dan Abdullah (2003) meneliti dampak pertumbuhan, *leverage*, dan aliran kas bebas terhadap manajemen laba untuk kasus perusahaan di Indonesia pada tahun 2001. Temuan mereka membuktikan bahwa aliran kas bebas secara positif signifikan memengaruhi tingkat manajemen laba sedangkan tingkat utang berpengaruh negatif terhadap tingkat manajemen laba dan pertumbuhan tidak memiliki dampak terhadap manajemen laba. Penelitian lain yang dilakukan oleh Jaggi dan Gul (2002) juga menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara aliran kas bebas dengan akrual untuk perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah. Lebih jauh juga diteliti dampak utang untuk mengurangi masalah aliran kas bebas dan terbukti keberadaan utang mengurangi masalah keagenan sehingga mengurangi kebijakan akrual diskresioner manajer. Jadi, manajemen laba akan berkurang dengan bertambahnya utang. Maka, perusahaan dengan aliran kas tinggi, utang tinggi memiliki tingkat akrual diskresioner yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi, utang rendah.

Perilaku manajemen laba perusahaan dengan aliran kas bebas negatif dijelaskan oleh Dechow *et al.* (1996). Ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas negatif, perusahaan masih tidak dapat memanfaatkan sumber dana eksternal untuk pendanaan investasinya. Ini berarti, perusahaan akan mengonsumsi aktiva lancar yang tersedia. Semakin negatif aliran kas bebas, semakin besar konsumsi aktiva lancar sehingga semakin kuat motivasi manajer untuk melakukan manipulasi laba. Akan tetapi, ketika aliran kas bebas negatif dan perusahaan mencari sumber dana eksternal untuk pendanaan investasinya, maka manipulasi laba berkurang. Kondisi ini khususnya berlaku ketika perusahaan masih memiliki tingkat pertumbuhan tinggi. Sebaliknya, perilaku manajemen laba akan berbeda ketika per-

usaha memiliki tingkat pertumbuhan rendah. Tindakan manajemen laba akan meningkat ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan rendah.

DAFTAR RUJUKAN

- Al-Najar, Fouad dan Ahmad Riahi-Belkoui. (2001). Growth Opportunities and Earning Management. *Managerial Finance* 27 (12): 72-81.
- Bhattacharya, Utpal, Hazem Daouk, dan Michael Welker. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review* 78 (3):641-678.
- Burgstahler, David, dan Ilia Dichev. (1997). Earning Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24:99-126.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., dan Skinner, D. (1996). Reversal of Fortune: Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth. *Journal of Financial Economics* 10:3-36.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, dan Amy P. Sweeney. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1) Spring: 1-36.
- Duncan, James R. (2001). Twenty Pressure to Manage Earnings. *The CPA Journal* 71 (Juli): 32-37.
- Fernández, Pablo. (2001). A Definition of Shareholder Value Creation. Working Paper. IESE Business School Spanyol.
- Francis, Jennifer. (2001). Discussion of Empirical Research on Accounting Choice. *Journal of Accounting and Economics* 31: 309-319.
- Harvey, Campbell R., Karl V. Lins, dan Andrew H. Roper. (2001). The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme. Working Paper. <http://www.ssrn.com>
- Healy, P.M. dan J. M. Wahlen. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implication for Standard Setting. *Accounting Horizons* 13 (October):365-383.
- Jacobs, Jennifer. (2000). Use Free Cash Flow Method Call. *Business Times* Maret:5 Kuala Lumpur.
- Jaggi, Bikki dan Ferdinand A. Gul. (2002). Evidence of Accruals Management: A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypothesis. Working Paper. Rutgers University.

- Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2) Mei: 323-329.
- Johnson, Stephen C., Gerry Marsh, Gene Tyndall. (1998). The Path to Higher Shareholder Value. *Chief Executive* 136 (Juli/Agustus):38-41.
- Jones, Steward, dan Rohit Sharma. (2001). The Impact of Free Cash Flow, Financial Leverage and Accounting Regulation on Earnings Management in Australia's 'Old' and 'New' Economies. *Managerial Finance* 27 (12):18-39.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, dan Andrei Shleifer. (1999). Corporate Ownership Around the World." *The Journal of Finance* 54 (2) April: 471-517.
- Leuz, Christian, Dhanajay Nanda, dan Peter D. Wysocki. (2001). Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison." Working Paper.
- Morristown. (2002). Tying Free Cash Flows to Market Valuations. *Financial Executive*. May.
- Penman, Stephen H. (2001). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*.
Singapore: McGraw-Hill Irwin.
- Rappaport, Alfred. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* Revised and Updated. New York: The Free Press.
- Sugiri, Slamet dan Syukri Abdullah. (2003). Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, dan Leverage Finansial terhadap Manajemen Laba. *Kajian Bisnis STIE Widya Wiyaha* 28 (Januari-April): 11-24.
- Watt, R.L., dan Zimmerman, J.L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective." *The Accounting Review* 65: 131-156.

BAB VIII

ALIRAN KAS BEBAS DAN MANAJEMEN LABA

A. Pengantar

Masih sangat sedikit penelitian yang mencoba menghubungkan tingkat aliran kas bebas dengan perilaku manajer untuk melakukan manajemen laba. Al-Najjar dan Belkaoui (2001) menguji hubungan antara tingkat pertumbuhan dan pilihan akuntansi yang dilakukan manajer perusahaan multinasional. Penelitian ini menghasilkan sebuah temuan yang menyatakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi cenderung melakukan pelaporan laba yang menurun. Al-Najjar dan Belkaoui berasumsi bahwa manajemen laba merupakan satu fenomena yang terus menerus terjadi dan bukan perilaku yang hanya muncul ketika dihadapkan pada suatu kondisi tertentu. Ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi maka perusahaan tersebut berpotensi untuk melaporkan laba akuntansi yang tinggi pula. Jika kondisi laba tinggi tersebut dilaporkan, maka dapat meningkatkan biaya politik dan risiko politik. Sehingga ada kecenderungan seorang manajer untuk menurunkan pelaporan labanya sehingga terhindar dari resiko peningkatan biaya politik dan resiko politik. Meskipun sudah mencoba menguji hubungan antara tingkat pertumbuhan dan pilihan akuntansi yang dilakukan manajer, penelitian Al-Najjar dan

Belkaoui belum mengulas dampak aliran kas bebas terhadap perilaku manajemen laba pada kondisi pertumbuhan perusahaan yang tinggi. Hal ini memunculkan kesempatan penelitian lanjutan yang mendalami dampak aliran kas bebas tersebut.

Perusahaan yang masuk kategori 'new' merupakan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi tetapi aliran kas bebas rendah. Hal ini sesuai dengan pendapat Penman (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan laba yang kurang bagus, memiliki kecenderungan untuk melakukan manajemen laba (meningkatkan laba). Hasil temuan penelitian Penman (2001) ini tidak mendukung hipotesis yang diajukan pada penelitian ini. Hal ini dikarenakan regulasi ketat yang dikeluarkan oleh dewan standar di Australia telah mencegah atau setidaknya menghambat tindakan manajer untuk melakukan manajemen laba. Perilaku manajer perusahaan di Australia untuk mengatur laba tersebut kemungkinan berbeda dengan situasi di Indonesia. Riset yang dilakukan oleh Leuz *et al.* (2001) membuktikan bahwa Indonesia merupakan salah satu negara yang masuk kategori rendah dalam perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Di Indonesia manajer dan pemegang saham mayoritas akan melakukan manajemen laba untuk menutupi tindakan oportunistik mereka dan mengurangi campur tangan pihak luar.

Kebijakan manajer dan pemegang saham mayoritas ini akan mengakibatkan kurangnya perlindungan terhadap investor dan akan menurunkan kualitas laporan keuangan. Hasil penelitian Leuz *et al.* (2001) juga menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia merupakan perusahaan yang melemahkan hak investor luar sehingga berdampak pada tingginya kebijakan yang berhubungan dengan manajemen laba, sedangkan Australia termasuk kategori sebaliknya sehingga manajemen laba sangat rendah. Berdasar pada temuan penelitian Leuz *et al.* (2001) ini dapat diduga bahwa kemungkinan manajemen laba perusahaan di Indonesia cukup tinggi (laba meningkat maupun laba yang menurun dan tujuan manajemen laba kemungkinan lebih bersifat oportunistik dan bukan efisiensi. Kalau dugaan ini terbukti maka ada kemungkinan perusahaan yang agresif melakukan manajemen laba untuk menyembunyikan akibat kebijakan manajer (investasi dan operasi) pada tingkat aliran kas bebas (tinggi atau negatif) dapat berdampak negatif terhadap nilai pemegang saham.

Sugiri dan Abdullah (2003) meneliti dampak pertumbuhan, *leverage* dan aliran kas bebas terhadap manajemen laba untuk kasus perusahaan di Indonesia pada tahun 2001. Temuan mereka membuktikan bahwa aliran kas bebas secara positif signifikan mempengaruhi tingkat manajemen laba, sedangkan tingkat utang berpengaruh negatif terhadap tingkat manajemen laba dan tingkat pertumbuhan tidak memiliki dampak terhadap manajemen laba. Penelitian yang dilakukan oleh Jaggi dan Gul (2002) juga menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara aliran kas bebas dengan akrual untuk perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah. Jaggi dan Gul (2002) juga melakukan penelitian secara mendalam tentang dampak utang untuk mengurangi masalah aliran kas bebas. Jaggi dan Gul (2002) berhasil membuktikan keberadaan utang mengurangi masalah keagenan sehingga mengurangi kebijakan akrual diskresioner manajer. Jadi manajemen laba dapat berkurang dengan bertambahnya utang. Maka perusahaan dengan aliran kas dan utang tinggi memiliki tingkat akrual diskresioner yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi, utang rendah.

Perilaku manajemen laba perusahaan dengan aliran kas bebas negatif telah dijelaskan oleh Dechow *et al.* (1996) yang mengemukakan bahwa ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas negatif, perusahaan tersebut masih dapat tidak memanfaatkan sumber dana eksternal untuk pendanaan investasinya. Hal ini berarti perusahaan dapat mengkonsumsi aktiva lancar yang tersedia. Semakin negatif aliran kas bebas, semakin besar konsumsi aktiva lancar sehingga semakin kuat motivasi manajer untuk melakukan manipulasi laba. Namun demikian, ketika aliran kas bebas negatif dan perusahaan mencari sumber dana eksternal untuk pendanaan investasinya maka manipulasi laba berkurang. Kondisi ini khususnya berlaku ketika perusahaan masih memiliki tingkat pertumbuhan tinggi. Perilaku manajemen laba berbeda ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan rendah. Tingkat pertumbuhan rendah akan mengakibatkan peningkatan tindakan manajemen laba.

B. Aliran Kas Bebas, Set Kesempatan Investasi dan Dividen

Relevansi dividen merupakan kajian yang sudah banyak diteliti, yang menghasilkan dua kesimpulan berbeda. Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan tentang *dividend irrelevance*, tetapi hal itu ditentang oleh

beberapa teori yang dikemukakan sesudahnya yang menunjukkan bahwa dividen masih relevan (DeAngelo dan Masulis, 1980; Miller, 1985). Relevansi dividen antara lain dijelaskan melalui teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang kemudian dikembangkan oleh Rozeff (1982); serta Easterbrook (1984). Berikut ini akan diuraikan berbagai temuan riset yang mendukung relevansi dividen yang dihubungkan dengan masalah aliran kas bebas dan pertumbuhan.

Lahn, *et.al.*, (1989) menjelaskan bahwa perubahan dividen mencerminkan perubahan kebijakan investasi perusahaan karena adanya pertumbuhan. Temuan mereka mendukung teori aliran kas bebas di mana manajer dengan aliran kas bebas substansial lebih menyukai kebijakan menginvestasikannya dengan *return* di bawah biaya modal atau memboroskannya pada ketidakefisienan dalam organisasi dibandingkan mendistribusikannya kepada pemegang saham. Investasi yang tidak bermanfaat bagi perusahaan dengan pertumbuhan rendah memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hipotesis aliran kas bebas dalam penelitian Lahn, *et.al.*, (1989) dapat menjelaskan dengan lebih baik bagaimana reaksi harga saham atas pengumuman perubahan dividen dibandingkan *cash flow signaling hypothesis*. Temuan penelitian Lahn, *et.al.*, (1989) ini menjelaskan bahwa reaksi harga saham yang signifikan atas perubahan dividen terjadi ketika dividen mempengaruhi tingkat aliran kas yang tersedia untuk investasi yang tidak bermanfaat. Bagi perusahaan yang mengalami investasi berlebih (*overinvesting*), kenaikan dividen mengimplikasikan pengurangan kebijakan manajemen atas investasi yang telah *overinvesting* (sehingga berdampak positif), sedangkan penurunan dividen mengimplikasikan tetap dijalan-kannya kebijakan investasi berlebih (sehingga direaksi negatif). Dengan menggunakan nilai tobin q sebagai proksi masalah *overinvestment*, secara empiris ditemukan adanya perbedaan reaksi pasar atas perusahaan dengan investasi berlebih dan tidak. Koch dan Shenoy (1999) meneliti masalah keagenan antara pemegang saham dan kreditor. Dikatakan bahwa perubahan dividen dan kebijakan struktur modal perusahaan memberikan informasi kepada pasar saham tentang kinerja perusahaan di masa datang.

Banyak hasil penelitian yang menyatakan bahwa perubahan dividen dan *leverage* berasosiasi dengan return saham. Teori yang menjadi landasan utama fenomena ini adalah teori pengsignalan maupun hipotesis aliran kas bebas dari Jensen. Koch dan Shenoy (1999) memperluas penelitian

sebelumnya dengan menggunakan metodologi runtun waktu dan membedakan perusahaan ke dalam tiga kategori yaitu: (a) perusahaan yang memaksimumkan nilai (*valuemaximizing firm*) dengan nilai q mendekati satu; (b) perusahaan dengan investasi berlebih (*overinvesting firms*) dengan nilai q kurang dari satu; dan (c) perusahaan kekurangan investasi (*underinvesting firm*) dengan nilai q lebih dari satu. Berdasar pada argumentasi Jensen (1986) yang menyatakan bahwa kebijakan pendanaan dan dividen dapat mengurangi biaya keagenan baik untuk perusahaan investasi berlebih maupun kurang, maka penelitian Koch dan Shenoy (1999) menghasilkan hipotesis bahwa perubahan struktur modal dan dividen seharusnya mencerminkan perubahan yang besar atas biaya keagenan baik untuk perusahaan dengan q rendah maupun tinggi daripada untuk perusahaan dengan q mendekati satu. Hasil temuan penelitian Koch dan Shenoy ini konsisten dengan teori pengisignalan dan hipotesis aliran kas bebas yaitu bahwa asosiasi antara nilai q dan kandungan informasi yang terdapat pada kebijakan dividen dan struktur modal membentuk hubungan yang berbentuk U dengan nilai minimum untuk q mendekati satu. Temuan Koch dan Shenoy ini menunjukkan bahwa kebijakan struktur modal dan dividen memberikan informasi yang lebih prediktif untuk perusahaan dengan investasi berlebih dan kurang prediktif dibandingkan untuk perusahaan yang memaksimumkan nilai. Riset sejenis juga telah dilakukan oleh Ratnaningsih dan Hartono (2003) yang menjelaskan bahwa *dividend puzzle* dengan menggunakan teori biaya keagenan dari Easterbrook (1984). Kedua penelitian yang dilakukan oleh Ratnaningsih dan Hartono ini menyatakan bahwa pemegang saham yang menaikkan pembayaran dividen dan secara simultan meningkatkan utang untuk membiayai investasinya lebih sejahtera dibandingkan dengan pemegang saham lainnya yang hanya meningkatkan pembayaran dividennya saja.

Jadi peningkatan kesejahteraan pemegang saham dipengaruhi oleh dampak simultanitas dua kebijakan sekaligus yaitu kebijakan dividen (meningkatkan pembayaran dividen) bersama-sama dengan kebijakan pendanaan (meningkatkan utang). Lebih jauh diuraikan dalam riset mereka mengacu kepada teori biaya keagenan dari Easterbrook (1984), yang menyatakan bahwa kebijakan dividen bukan merupakan mekanisme pemegang saham tetapi merupakan keputusan manajer berbasis akuntansi yang determinan utamanya adalah laba akuntansi dan laba ditahan. Pada satu

sisi, temuan Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen kas dapat meningkatkan utang untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui pergeseran biaya pengawasan dari pemegang saham ke pemberi pinjaman (pemegang utang). Tetapi pada di sisi yang lain, temuan Easterbrook maupun La Porta *et al.* (2000) menyatakan bahwa pembayaran dividen karena adanya kekuasaan (*power*) pemegang saham yang memaksakan manajer melakukan kebijakan ini tetapi ternyata disebabkan oleh keputusan akuntansi manajer.

Temuan lain atas eksploitasi aliran kas bebas dikemukakan oleh Vogt (2000) yang memodelkan bahwa kesempatan untuk mengeksploitasi aliran kas bebas diawali dengan kebijakan tingkat pembayaran dividen yang rendah (*dividend payout* rendah) khususnya bila perusahaan memiliki nilai q yang rendah pula. Bukti empiris dari penelitian Vogt ini menunjukkan bahwa dampak aliran kas terhadap pembelanjaan investasi lebih kuat untuk perusahaan yang memiliki nilai q rendah. Pada saat yang sama informasi asimetri yang dikemukakan pada hipotesis pematukan (*pecking order hypothesis*) juga tidak dapat diabaikan. Untuk kasus perusahaan kecil yang membayar rendah dividen sangat tergantung pada aliran kas dan perubahan kas untuk pembelanjaan investasinya. Semakin kuat dampak aliran kas pada pembelanjaan investasi semakin besar asosiasi pada nilai q nya. Ini berarti perusahaan besar dengan pembayaran dividen rendah menggambarkan perilaku aliran kas bebas sedangkan perusahaan kecil dengan pembayaran dividen rendah menggambarkan perilaku *pecking order*.

Hasil yang sama juga ditemukan pada penelitian Kholdy dan Sohrabian (2001) yang berhubungan dengan ukuran perusahaan. Temuan penelitian ini menjadi penting bagi investor maupun manajer karena dapat memberikan implikasi bahwa perusahaan besar yang membayar rendah dividen, yang pertumbuhannya didanai dari aliran kas, cenderung menghancurkan nilai (*value-destroyed*), sedangkan bagi perusahaan kecil dengan kondisi yang sama justru menciptakan nilai (*valuecreated*). Jadi hasil penelitian ini mendukung kebijakan dividen sebagai salah satu alat untuk mengurangi biaya keagenan seperti yang dikemukakan pada hipotesis aliran kas bebas.

Beberapa riset empiris di atas mendukung hipotesis aliran kas bebas. Tetapi banyak juga temuan yang tidak mendukung hipotesis aliran kas bebas tetapi lebih mendukung teori lain seperti hipotesis pematukan, hipo-

tesis peluang investasi (*investment opportunities hypothesis*) atau hipotesis pengsignalan seperti yang diuraikan berikut ini. Temuan Griner dan Gordon (1995) tidak mendukung hipotesis aliran kas bebas tetapi mendukung hipotesis pematukan karena terbukti bahwa ketergantungan pendanaan pembelanjaan modal terhadap aliran kas internal tidak disebabkan karena adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham tetapi sebagai konsekuensi adanya informasi asimetri antara manajer dengan pemegang saham baru potensial. Begitu pula temuan Opler *et al.* (1999) yang meneliti tentang faktor yang menentukan perusahaan menahan uang kas dan implikasinya.

Hasil penelitian Opler *et al.* (1999) tidak mendukung hipotesis aliran kas bebas karena manajer tidak membelanjakan aliran kas yang berlebih untuk investasi yang kurang menguntungkan tetapi hanya menahannya saja di perusahaan dan dipakai untuk keperluan investasi di masa mendatang ketika perusahaan merasa bahwa kesempatan investasi menguntungkan. Temuan ini memiliki kecenderungan mendukung hipotesis pematukan karena manajer masih mempertimbangkan kepentingan pemegang saham sehingga tidak membelanjakan dana yang berlebih demi kepentingan pribadinya. Alternatif penjelasan atas temuan yang tidak mendukung hipotesis aliran kas bebas, tetapi bukan *mutually exclusive*, atas dampak pengumuman perubahan dividen terhadap kesejahteraan pemegang saham misalnya adalah hipotesis pengsignalan aliran kas (*cash flow signaling hypothesis*) yang menjelaskan bahwa perubahan dividen memberikan informasi tentang aliran kas sekarang dan/atau dimasa mendatang.

Berbagai kondisi yang tidak sepenuhnya mendukung hipotesis aliran kas bebas dapat dijelaskan sebagai berikut. Denis *et al.*, (1994) mengelompokkan beberapa model dividen, yaitu: (1) Model *dividend signaling* memprediksi bahwa perubahan dividen memberikan informasi tentang aliran kas. Peningkatan dividen memberikan informasi yang menguntungkan tentang aliran kas perusahaan saat ini dan di masa datang. Hal yang sebaliknya terjadi untuk penurunan dividen. Kondisi yang sama juga terjadi untuk kasus pelunasan saham preferen konversi (*convertible preferred stock*) karena berarti terjadi penghematan dividen (dividen saham preferen lebih tinggi daripada dividen saham biasa. Akhigbe dan Madura (1996) juga mendukung adanya kinerja harga saham yang menguntungkan untuk jangka panjang setelah adanya inisiasi dividen (*dividend initiations*), dan

sebaliknya perusahaan tanpa dividen (*omitting dividends*) terkena dampak kinerja harga saham yang tidak menguntungkan untuk jangka panjang. Temuan lain juga mendukung adanya asosiasi positif antara inisiasi dividen dengan CAR perusahaan tahunan dan ditemukan pula sebuah hasil yang menyatakan bahwa sesudah inisiasi dividen, perusahaan umumnya memiliki tingkat pertumbuhan tinggi, tingkat investasi tinggi, *leverage* tinggi dan laba juga tinggi. Di lain pihak perusahaan yang mengurangi/ tidak membagi dividen memiliki kondisi pertumbuhan rendah, investasi rendah, dan laba rendah. Analisis lebih lanjut juga membuktikan bahwa inisiasi dividen lebih menguntungkan bagi perusahaan kecil, investasi berlebih, dan secara relatif memiliki kinerja buruk sebelum inisiasi dividen. Ini berarti hipotesis aliran kas bebas tidak sepenuhnya didukung. (2) Penelitian Gombola dan Lee dan Thomskins (1999) tentang reaksi harga saham terhadap pengumuman *specially designated dividend (SDD)* menemukan adanya reaksi harga saham yang lebih besar dan signifikan serta adanya revisi ramalan laba untuk perusahaan yang memiliki nilai q kurang dari satu tetapi tidak untuk perusahaan lain. Temuan Gombola dan Lee dan Thomskins (1999) ini mendukung teori signaling yang memprediksi dampak atas informasi yang menguntungkan lebih besar untuk perusahaan dengan q rendah. Hasil lebih lanjut dari penelitian Gombola dan Lee dan Thomskins ini juga menemukan bahwa dampak SDD ini hanya bersifat transitori terhadap laba dan tidak permanen karena tidak ditemukan adanya revisi ramalan analis untuk periode laba tahun-tahun berikutnya. Ini berarti bahwa penelitian Gombola dan Lee dan Thomskins (1999) tidak mendukung hipotesis aliran kas bebas maupun hipotesis transfer kesejahteraan (*wealth transfer hypothesis*) karena dampak pendistribusian aliran kas tidak memiliki efek positif jangka panjang terhadap laba perusahaan. (3) Penelitian menarik lain dilakukan oleh Kallapur (1994) yang menguji implikasi hipotesis aliran kas bebas dari Jensen melalui asosiasi antara *earnings response coefficient (ERC)* dengan *dividend payout ratio (DPR)*. Hasil temuannya membuktikan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara ERC dengan DPR. Tetapi pada akhir penelitiannya dikatakan bahwa hasil ini harus ditafsirkan dengan hati-hati karena terbukti setelah sampel dipisah untuk kasus perusahaan yang memiliki masalah aliran kas bebas dan tidak maka temuan menjadi tidak konsisten dengan hipotesis aliran kas bebas. (5) Penelitian Denis *et al.*, (1994) lebih jauh menunjukkan

bahwa nilai q berasosiasi negatif dengan reaksi harga saham atas perubahan dividen. Temuan ini mendukung hipotesis bahwa *return* tidak normal berasosiasi positif terhadap besarnya perubahan dividen tetapi tidak berasosiasi dengan nilai q . Temuan Denis *et al.*, (1994) ini mendukung pengsignalan aliran kas (*cash flow signaling*) dan *dividend clientele* tetapi tidak mendukung hipotesis investasi berlebih karena perusahaan dengan $q < 1$ justru meningkatkan pembelanjaan modalnya ketika terjadi peningkatan dividen dan menurunkan pembelanjaan modalnya ketika terjadi penurunan dividen. Temuan Howe *et al.* (1992) juga mendukung temuan Denis *et al.* di atas. Ini berarti kebalikan dari hipotesis investasi berlebih yang dikemukakan Jensen (1986).

Hasil beberapa penelitian tentang asosiasi antara harga saham dengan perubahan dividen tampak belum konsisten. Berbagai sampel dan kondisi yang berbeda ternyata dapat memberikan hasil yang berlawanan. Penelitian terakhir yang dilakukan oleh Vogt dan Vu (2000) mencoba memperluas dan memperjelas temuan yang telah ada dengan memfokuskan penelitiannya pada *return* saham jangka panjang khususnya bagi perusahaan yang secara konsisten memiliki tingkat aliran kas bebas yang tinggi. Penelitian Vogt dan Vu ini membantu memperjelas terjadinya kontradiksi temuan sebelumnya yang kemungkinan belum membedakan perusahaan dengan aliran kas bebas besar dan kecil.

C. Rerangka Teori dan Model Konseptual

Konsep teori dan temuan empiris pada beberapa teori di atas dirangkum kembali secara ringkas dan menjadi landasan utama dalam rerangka teori dan model konseptual penelitian ini. Manajer dapat meningkatkan nilai bagi pemegang saham melalui investasi yang memberikan *return* lebih besar daripada biaya modal/ekuitas. Aliran kas bebas merupakan ukuran pertumbuhan pemerolehan kas dari penginvestasian kembali modal pada proyek-proyek baru yang merupakan cerminan penciptaan nilai pemegang saham. Fernando (1996); Rappaport (1998); Singh (1999); Vogt dan Vu (2000); dan Moristown (2002) mendukung pendapat ini, tetapi Penman (2001) tidak mendukung karena kebijakan investasi dan tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap besar kecilnya aliran kas bebas. Selain adanya kontroversi keberadaan kandungan informasi aliran kas bebas seperti yang dikemukakan di atas, terdapat pula masalah keagen-

an aliran kas bebas. Hal ini diawali dari adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan yang dapat berdampak pada masalah keagenan. Masalah keagenan ini menimbulkan konflik antara agen dengan prinsipal sehingga tujuan manajemen tidak selalu seiring dengan keinginan pemegang saham. Jensen (1989) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan nilai sekarang bersih negatif. Untuk menjembatani kontroversi ini, perlu dipertimbangkan berbagai faktor kontekstual yang mungkin mempengaruhi hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham. Faktor tersebut adalah set kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage*, dan dividen.

Set kesempatan investasi merupakan faktor kontekstual yang penting karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi berarti masih memerlukan investasi tinggi. Penggunaan dana internal (aliran kas bebas) untuk investasi bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi meningkatkan nilai pemegang saham. Sebaliknya, perusahaan dengan pertumbuhan rendah, aliran kas bebas tinggi akan meningkatkan pembayaran dividen atau membeli kembali saham perusahaan dan juga meningkatkan nilai pemegang saham. Faktor kontekstual lain yang perlu diperhatikan adalah manajemen laba. Informasi laba merupakan acuan investor dan analisis untuk menilai kinerja perusahaan. Adanya masalah keagenan aliran kas bebas seperti yang dikemukakan Jensen (1986) berdampak pada perilaku manajer dalam mengelola pelaporan laba akuntansi. Bila manajer memanfaatkan dana internal perusahaan untuk investasi atau tindakan lain yang tidak menguntungkan perusahaan, maka mereka akan menyembunyikan kebijakan ini dengan melakukan tindakan manajemen laba.

Penelitian Jaggi dan Gul (2002) menunjukkan adanya hubungan positif antara aliran kas bebas dan akrual diskresioner untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan utang rendah. Sebaliknya, perusahaan dengan aliran kas bebas negatif juga memiliki kecenderungan untuk memanipulasi laba yang meningkat dengan tujuan mendapat pinjaman dari pihak eksternal (Dechow *et al.*, 1996). Tindakan oportunistik manajer semacam ini berdampak negatif terhadap harga pasar saham yang mengakibatkan penurunan nilai pemegang saham. Faktor kontekstual lainnya adalah penambahan utang (*leverage*). Penambahan utang berarti mengurangi penggunaan dana dari pemegang saham (ekuitas) sehingga

mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, serta meningkatkan monitoring pihak eksternal atas tindakan manajer. Kebijakan ini memperkuat pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Pengaruh positif ini dikarenakan tingkat aliran kas bebas yang terbentuk merupakan cerminan kebijakan investasi dan operasi yang rendah tingkat konflik kepentingannya serta mendapat pengawasan dari pihak eksternal. Jadi faktor kontekstual set kesempatan investasi, pembayaran dividen dan tingkat utang perlu dipertimbangkan ketika meneliti hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham.

Perilaku manajer perusahaan dengan aliran kas bebas positif dapat dijelaskan dengan teori keagenan aliran kas bebas yang dikemukakan Jensen (1986). Manajer tidak bersedia mendistribusikan aliran kas bebas berlebih dalam bentuk dividen atau pembelian kembali saham perusahaan tetapi memboroskan dalam operasi perusahaan yang menguntungkan dirinya sendiri atau melakukan investasi yang memiliki nilai sekarang bersih negatif. Tindakan ini menurunkan nilai pemegang saham. Perilaku manajer perusahaan dengan aliran kas bebas negatif dapat dijelaskan berdasarkan teori keagenan masalah kontrak utang. Ketika kondisi aliran kas bebas negatif, perusahaan memerlukan sumber pendanaan eksternal untuk mendanai investasinya. Manajer bisa melakukan berbagai tindakan yang dapat meningkatkan laba perusahaan sehingga kinerja perusahaan tampak bagus, karena tingkat aliran kas bebas negatif cenderung diartikan sebagai kinerja buruk. Berdasar uraian di atas dapat disimpulkan bahwa kontroversi hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham, serta perilaku manajer yang berbeda untuk perusahaan dengan aliran kas bebas positif dan negatif sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor kontekstual perusahaan seperti tingkat set kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage*, serta kebijakan pendistribusian dividen. Akibatnya dampak aliran kas bebas (positif/negatif) terhadap nilai pemegang saham seharusnya juga dilihat secara kontekstual.

D. Beberapa Pernyataan

Berdasar pada konsep Jensen dalam masalah keagenan aliran kas bebas, dividen masalah keagenan yang berkaitan dengan kontrak utang, dan teori pengisignalan, dapat ditarik sebuah hipotesis bahwa hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham dipengaruhi oleh

berbagai faktor kontekstual perusahaan seperti tingkat pertumbuhan perusahaan, manajemen laba, *leverage*, dan kebijakan dividen. Berdasar pada kerangka berpikir ini diturunkan beberapa hipotesis untuk menguji pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Pengembangan hipotesis mengacu pada dua kelompok sampel yaitu hipotesis untuk perusahaan yang memiliki aliran kas bebas positif dan perusahaan yang memiliki aliran kas bebas negatif.

1. Aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham

Aliran kas bebas merupakan hasil akhir kebijakan manajemen atas kebijakan investasi, pendanaan, dan operasi sehingga merupakan cerminan kinerja perusahaan. Aliran kas bebas tinggi menunjukkan tingginya tingkat kesehatan perusahaan. Aliran kas bebas yang tinggi menggambarkan tingkat pertumbuhan penciptaan kas perusahaan di masa mendatang. Semakin sehat kinerja suatu perusahaan semakin tinggi nilai pemegang saham di perusahaan tersebut. Tingginya nilai pemegang saham tercermin pada return bagi pemegang saham baik yang diperoleh melalui dividen, nilai pasar saham, atau ditahan di perusahaan guna investasi yang meningkatkan pertumbuhan maupun digunakan untuk mengurangi utang sehingga meningkatkan nilai ekuitas dan nilai total perusahaan. Maka untuk perusahaan yang memiliki aliran kas bebas positif maupun negatif dihipotesiskan sebagai berikut: (a) aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham, (b) aliran kas bebas (positif) berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham, dan (c) aliran kas bebas (negatif) berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham.

2. Aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham pada tingkat Set Kesempatan Investasi (SKI)

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor penting yang mempengaruhi pandangan investor terhadap perilaku manajemen terhadap pemanfaatan aliran kas bebas. Ketika aliran kas bebas perusahaan tinggi, investor berharap manajer dapat mendistribusi dana ini dalam bentuk dividen atau pembelian kembali saham. Tetapi ketika diketahui bahwa pertumbuhan juga tinggi, investor tidak menuntut pendistribusian ini sehingga pasar tidak bereaksi negatif atas tindakan manajer yang tidak

mendistribusi dana AKB. Namun, ketika tingkat pertumbuhan rendah, pasar hanya bereaksi positif kalau perusahaan melakukan pendistribusian aliran kas bebas, kemungkinan bereaksi negatif ketika aliran kas bebas tetap ditahan perusahaan. Begitu pula ketika aliran kas bebas negatif tidak bisa dikatakan bahwa perusahaan memberikan *return* rendah. Hal ini dikarenakan ketika perusahaan dalam tahap pengembangan sangat memerlukan investasi yang besar sehingga berdampak pada aliran kas bebas negatif. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek aliran kas di masa mendatang yang bagus sehingga pasar memberi reaksi positif. Kasusnya berbeda dengan perusahaan yang memiliki aliran kas bebas negatif dan tingkat pertumbuhan rendah. Kondisi ini menunjukkan perusahaan sudah dalam tahap penurunan dan memiliki prospek aliran kas masa depan yang tidak menguntungkan. Berdasar argumen ini dapat dipahami kalau pertumbuhan merupakan determinan penting yang mempengaruhi hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham.

Prospek pertumbuhan perusahaan digambarkan sebagai set kesempatan investasi. Myers (1977) menjelaskan bahwa set kesempatan investasi merupakan pengeluaran diskresioner di masa mendatang yang dilakukan perusahaan yang juga berdampak pada nilai perusahaan. SKI tergantung pada faktor spesifik perusahaan seperti modal fisik atau manusia serta faktor spesifik industri dan ekonomi makro. SKI terdiri dari proyek-proyek yang memungkinkan perusahaan untuk tumbuh. Berdasar landasan berpikir ini maka dihipotesiskan bahwa: (a) pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham semakin kuat ketika SKI semakin tinggi, (b) pengaruh positif aliran kas bebas (positif) terhadap nilai pemegang saham semakin kuat ketika SKI semakin tinggi, (c) pengaruh positif aliran kas bebas (negatif) terhadap nilai pemegang saham semakin lemah ketika SKI semakin tinggi.

3. Aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham pada tingkat leverage tinggi dan rendah

Utang dapat mengurangi masalah keagenan aliran kas bebas karena peningkatan utang berarti peningkatan pengawasan dari luar perusahaan sekaligus mendorong manajer untuk melakukan pendistribusian dana keluar dalam bentuk pelunasan pokok pinjaman beserta bunganya. Peningkatan utang berdampak pada menurunnya sumber pendanaan dari ekuitas.

Selain itu peningkatan utang juga dapat menurunkan konflik antara manajer dengan pemegang saham. Meskipun begitu, keberadaan utang menimbulkan pertentangan baru antara pemegang saham dengan pemberi pinjaman karena pemegang saham dapat memanfaatkan dana pinjaman sebagai investasi yang berisiko yang bisa merugikan pemberi pinjaman (Myers 1977). Di pihak lain, kemungkinan manajer memilih investasi yang meningkatkan kesejahteraan pemberi pinjaman dan bukan kesejahteraan pemegang saham. Hal ini dikarenakan pemberi pinjaman dapat menuntut adanya perjanjian untuk melindungi kontrak mereka. Keberadaan utang kemungkinan dapat meningkatkan nilai pemegang saham karena utang mengurangi biaya keagenan yang berhubungan dengan investasi berlebih. Utang merupakan fungsi kontrol yang bagus bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah karena adanya pengawasan dari luar menurunkan kecenderungan perusahaan untuk melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Namun, ketika tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi, fungsi kontrol utang menjadi kurang bermakna.

Perusahaan dengan aliran kas bebas rendah atau negatif tidak selalu berarti memiliki kinerja buruk bila pertumbuhan perusahaan masih tinggi. Perusahaan-perusahaan yang belum mapan, perusahaan yang belum lama berdiri atau perusahaan yang sedang berkembang yang masih memerlukan investasi yang tinggi cenderung memiliki aliran kas bebas rendah atau negatif sehingga memerlukan tambahan dana eksternal untuk mendanai investasinya. Kebijakan utang semacam ini dapat meningkatkan nilai pemegang saham kalau pertumbuhan perusahaan tinggi. Sebaliknya, perusahaan dengan AKB negatif dan pertumbuhan rendah berarti perusahaan melakukan investasi secara berlebihan dengan menggunakan sumber dana eksternal atau menggunakan dana untuk operasi yang tidak efisien. Tindakan ini berdampak negatif terhadap nilai pemegang saham. Jadi pengaruh tingkat utang terhadap hubungan AKB negatif dengan NPS juga sangat dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhan perusahaan.

Sebaliknya, perusahaan dengan AKB positif dan menambah utang berarti dana yang berada dalam pengendalian manajer semakin meningkat. Masalah keagenan semakin berdampak serius, ketika perusahaan ini juga memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah. Hal ini dikarenakan kesempatan investasi rendah tetapi manajer melakukan tindakan meningkatkan dana yang dapat dipakai untuk investasi atau operasi perusahaan sehingga

menurunkan nilai pemegang saham. Berdasar pada argumen di atas diturunkanlah hipotesis bahwa: (a) pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham lebih kuat ketika *leverage* tinggi, (b) Pada kondisi SKI rendah, pengaruh positif aliran kas bebas (positif) terhadap nilai pemegang saham lebih kuat ketika *leverage* tinggi, (c) Pada kondisi SKI rendah pengaruh positif aliran kas bebas (negatif) terhadap nilai pemegang saham lebih kuat ketika *leverage* tinggi, dan (d) pada kondisi AKB negatif, pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham lebih kuat ketika *leverage* tinggi.

4. Aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham pada tingkat manajemen laba, SKI dan leverage tinggi dan rendah

Manajer cenderung melakukan pengaturan laba yang meningkat ketika dihadapkan pada kondisi aliran kas bebas tinggi (substansial) maupun aliran kas bebas negatif. Sedangkan bila kondisi aliran kas bebas rendah kecenderungan itu berkurang. Pengaturan laba meningkat akan lebih tinggi dilakukan oleh manajer ketika pertumbuhan perusahaan rendah. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi dan pertumbuhan rendah cenderung melakukan pengaturan laba meningkat untuk menyembunyikan kebijakan yang menghancurkan nilai perusahaan sehingga berdampak pada penurunan nilai pemegang saham.

Perusahaan dengan aliran kas bebas negatif juga melakukan tindakan yang sama yaitu pengaturan laba meningkat. Pengaturan laba meningkat semakin kuat ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan rendah. Kondisi ini didasarkan pada temuan empiris yang menunjukkan bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk mengatur laba yang meningkat karena aliran kas bebas negatif merupakan indikasi perusahaan belum dapat mendanai operasinya dengan sumber dana internal sehingga memerlukan sumber dana eksternal. Guna memperoleh pinjaman dana eksternal, dalam kondisi aliran kas bebas negatif, manajer cenderung meningkatkan laba perusahaan supaya kinerja perusahaan tampak lebih baik. Kondisi aliran kas bebas negatif, dengan pertumbuhan rendah dapat dianalogikan dengan laba negatif. Kinerja buruk perusahaan yang berdampak pada aliran kas bebas negatif cenderung disembunyikan manajer melalui tindakan manajemen laba guna meningkatkan laba. Dampak dari kebijakan ini adalah menurunnya nilai pemegang saham. Sebaliknya perusahaan dengan

aliran kas bebas substansial yang menunjukkan kinerja baik, khususnya manajemen laba yang menurun, karena adanya *political cost*. Laba yang terlalu tinggi dapat menjadi sorotan masyarakat, sehingga manajer melakukan tindakan untuk menyembunyikan kinerja baik. Dalam penelitian ini manajemen laba tinggi diartikan sebagai besarnya tingkat manajemen laba, baik manajemen laba yang menaikkan laba maupun yang menurunkan laba (menggunakan nilai absolut). Keberadaan manajemen laba memperlambat pengaruh antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham. Maka faktor kontekstual manajemen laba, bersama-sama dengan faktor *leverage* dan SKI dihipotesiskan sebagai berikut: (a) pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham semakin lemah ketika manajemen laba semakin tinggi, (b) pada kondisi *leverage* rendah, pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham semakin lemah ketika manajemen laba semakin tinggi, (c) pada kondisi SKI rendah, pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham semakin lemah ketika manajemen laba semakin tinggi.

5. Aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham yang disertai dengan pembagian dividen

Perusahaan dengan nilai aliran kas bebas tinggi dan pertumbuhan rendah seharusnya mendistribusi aliran kas bebas kepada pemegang saham dalam bentuk pembelian kembali saham atau peningkatan pembayaran dividen. Pembelian kembali saham atau peningkatan pembayaran dividen merupakan mekanisme yang dapat mengurangi biaya keagenan karena konflik kepentingan antara prinsipal dan agen (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tinggi lebih direaksi positif oleh pasar jika perusahaan juga membagikan dividen tinggi khususnya untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah. Memperluas temuan Hartono dan Ratnaningsih (2003) bahwa kebijakan dividen bersama-sama dengan peningkatan utang lebih menyejahterakan pemegang saham maka pendistribusian dividen diduga mempengaruhi pengaruh aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham. Pengaruh ini semakin kuat bagi perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *leverage* rendah, yaitu: (a) pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham lebih kuat ketika

perusahaan mendistribusikan dividen, (b) pada kondisi SKI rendah, pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham semakin kuat ketika perusahaan mendistribusikan dividen, dan (c) kondisi *leverage* tinggi, pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham semakin kuat ketika perusahaan mendistribusikan dividen.

DAFTAR RUJUKAN

- Akhigbe, Aigbe, dan Jeff Madura. (1996). Dividend policy and Corporate Performance. *Journal of Business Finance and Accounting* 23 (9/10) December: 1267-1287.
- Al-Najjar, Fouad dan Ahmed Riahi-Belkaoui. (2001). Growth Opportunities and Earnings Management. *Managerial Finance* 27 (12):72-81.
- DeAngelo, H., dan R.W. Masulis. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation." *Journal of Financial Economics* Maret: 3-30.
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, dan Amy P. Sweeney. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1) Spring: 1-36.
- Denis, David J, Diane K. Denis, dan Atulya Sarin. (1994). The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29 (4) December: 567-587.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review* September: 650-659.
- Fernando, Myrna M. (1996). Taxwise or Otherwise: Shareholder Value: New Financial Standard. *Business World* Manila April 24:2.
- Griner, Emmett H., dan Lawrence A. Gordon. (1995). Internal Cash Flow, Insider Ownership, and Capital Expenditures: A Test of The Pecking Order and Managerial Hypotheses. *Journal of Business Finance and Accounting* March: 179-199.
- Hartono, Jogyanto dan Dewi Ratnaningsih. (2003). A Mechanism and Determinants of an Agency-cost Explanation for Dividend Payments. *Gadjah Mada International Journal of Business* 5 (2):145-166.
- Howe, Keith M., Jia He, dan G. Wenchi Kao. (1992). One Time Cash Flow Announcements and Free Cash Flow Theory: Share Repurchases

- and Special Dividends. *The Journal of Finance* 47 (5) December:1963-1975.
- Jaggi, Bikki dan Ferdinand A. Gul. (2002). Evidence of Accruals Management: A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypothesis. Working Paper. Rutgers University.
- Jensen, Michael J, dan William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2) Mei: 323-329.
- Jensen, Michael C. (1989). Eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review* September-October: Johnson, Howard E. 2003. "Measure for Measure. *CMA Management* 76 Dec. 2002/Jan 2003:14-16.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, dan Robert W.
- Vishny. (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance* 55 (1) Februari:1-33.
- Lee, Darrell E, dan James G. Thompkins. (1999). A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q. *Financial Management* 28: 20-31.
- Kholdy, Shady dan Ahmad Sohrabian. (2001). Internal Finance and Corporate Investment. *The Financial Review* 37: 97-114.
- Kallapur, Sanjay. 1994. Dividend Payout Ratios as Determinants of Earnings Response Coefficient. *Journal of Accounting and Economics* 17: 359-375.
- Koch, Paul D., dan Catherine Shenoy. (1999). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. *Financial Management* 28 (4) Winter: 16-35.
- Lehn Kenneth, dan Annete Poulsen. (1989). Free Cash Flow and Stock Holder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance* 44 (3) Juli:771-787.
- Miller, M, dan F. Modigliani. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 34 (4): 411-433.
- Myers, Stewart C. (1977). Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* November: 261-297.

- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, Rene Stulz, dan Rohan Williamson. (1999). "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings." *Journal of Financial Economics* 52:3-46.
- Penman, Stephen H. (2001). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Singapore: McGraw-Hill Irwin.
- Rappaport, Alfred. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* Revised and Updated. New York: The Free Press.
- Ratnaningsih, Dewi dan Jogiyanto Hartono. (2003). Total and Individual Effects of an Agency-Cost Explanation for Dividend Payments. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesi* 18 (1) Januari:47-60.
- Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* Fall: 249-259.
- Sugiri, Slamet dan Syukri Abdullah. (2003). Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, dan Leverage Finansial terhadap Manajemen Laba. *Kajian Bisnis STIE Widya Wivaha* 28 (Januari-April): 11-24.
- Singh, Paramvir. (1999). Most Analysts Prefer Free Cash Flow Method to Assess Corporates' Performance. *Indian Express Newspapers (Bombay)*.

BAB IX

PENGEMBANGAN MANAJEMEN KEUANGAN

A. Pengantar

Sebagaimana telah dikemukakan dalam berbagai literatur tentang manajemen keuangan, bahwa kajian teoritis maupun empiris tentang kebijakan dividen masih diwarnai oleh kontroversi yang cukup tajam. Kontroversi ini bermula dari adanya dua proposisi yang saling bertolak belakang tentang relevansi dividen terhadap nilai perusahaan, karena pada sisi lain terdapat *irrelevance of dividend proposition* dari (Miller dan Modigliani (1961). Dalam perkembangannya *relevance of dividend proposition* banyak menghasilkan model-model eksplanasi yang melandasi kajian-kajian empiris kebijakan dividen, diantaranya adalah *signaling model* dan *agency cost model* yang merupakan dua model utama yang dikembangkan berdasarkan asumsi *asymmetric information*.

Fokus kajian dari kajian ini adalah salah satu bentuk dari kebijakan dividen, yaitu kebijakan inisiasi dividen. Kebijakan inisiasi dividen merupakan kebijakan yang terkait dengan keputusan manajer perusahaan untuk mengawali atau memulai melakukan pembayaran dividen reguler secara berkala (rutin). Inisiasi dividen merupakan pembayaran dividen pertama yang dilakukan oleh perusahaan setelah IPO, sebagaimana disebutkan pula

oleh Bullan *et al.* (2003) “A dividend initiation is defined as the first cash dividend payment that a firm makes since its IPO.” Sharma (2001) menyatakan inisiasi dividen merupakan indikasi pertama yang bersifat publik tentang kesediaan manajer perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan kas kepada para pemegang saham dibanding menginvestasikannya ke dalam proyek-proyek baru. Dhaliwal *et al.* (2003) mengisyaratkan bahwa dengan melakukan inisiasi dividen reguler, manajer ingin menunjukkan komitmennya kepada pemegang saham untuk selanjutnya secara konsisten melakukan pendistribusian kas dalam bentuk dividen reguler untuk waktu yang tak terbatas.

Argumen tersebut memang linear dengan fakta yang ada dalam konteks pasar modal di Amerika. Penelitian Jain *et al.* (2003) melaporkan bahwa dari 1628 perusahaan yang melakukan IPO atau *go-public* dalam rentang waktu 1990–1998 dengan *tracking period* sampai dengan tahun 2000, hanya ada 6,08% atau 99 perusahaan saja yang melakukan inisiasi dividen dalam rentang waktu 10 tahun pasca IPO. Dhaliwal *et al.* (2003) juga menggunakan perusahaan yang melakukan IPO sebagai sampel data penelitiannya tentang pengaruh usia IPO terhadap keputusan inisiasi dividen. Dari 1873 perusahaan yang melakukan IPO dalam rentang waktu yang lebih panjang dibanding periode sampel Jain *et al.* (2003), yaitu 1 Januari 1979 sampai dengan 31 Desember 1998 (20 tahun), terbukti ada 400 perusahaan, atau 21,36% dari total sampel, melakukan inisiasi dividen walaupun bukan pada tahun-tahun awal pasca IPO. Berdasarkan kedua fakta di atas dapat disimpulkan bahwa jumlah perusahaan di Amerika yang memutuskan melakukan inisiasi dividen regulernya di tahun-tahun awal setelah berstatus sebagai perusahaan *go public* tidak signifikan.

Sedangkan di Indonesia justru menunjukkan kondisi yang sebaliknya. Hasil identifikasi terhadap perusahaan yang baru melaksanakan IPO atau *go-public* melalui Bursa Efek Jakarta, dalam rentang waktu 13 tahun yaitu periode 1989–2002, diperoleh data yang menunjukkan bahwa hampir seluruh perusahaan yaitu 340 atau 95% dari 358 perusahaan melakukan inisiasi dividen reguler pada tahun pertama pasca IPO atau *listing*. Sedangkan sisanya melakukan inisiasi dividen pada tahun-tahun berikutnya.

Ada dua hal yang bisa dicermati dari perilaku kebijakan inisiasi dividen yang sangat kontradiktif di antara kedua negara tersebut. Pertama, dari sisi kuantitas, data menunjukkan sebagian besar, bahkan hampir selu-

ruh, perusahaan yang baru *go-public* di Indonesia melakukan inisiasi dividen reguler pasca IPO atau setelah mereka berstatus *go-public*. Di Amerika dengan rentang waktu yang relatif sama, hanya ada kurang lebih 6% saja yang melakukan inisiasi dividen. Kedua, dilihat dari sisi *timing* atau penetapan waktu inisiasi dividen dilakukan. Di Indonesia sebagaimana disebut sebelumnya, hampir semua perusahaan, yaitu kurang lebih 95% dari yang melakukan inisiasi dividen pada rentang waktu 1989-1999, memutuskan melakukan inisiasi dividen pada tahun pertama pasca IPO atau *listing*, sedangkan sisanya melakukannya setelah tahun pertama. Sementara di Amerika, sebagaimana diungkapkan oleh Jain *et al.* (2003), jumlah perusahaan *go-public*, yang memutuskan melakukan inisiasi dividen pada tahun-tahun awal pasca IPO, relatif tidak berarti. Hal ini dilontarkan oleh Jehnsen (1986) yang disebut dengan *free cash flow hypothesis* yang merupakan bagian dari eksplanasi *agency cost model*. Sejalan dengan *free cash flow hypothesis*, Grullon *et al.* (2002) juga mengemukakan argumen tandingan terhadap *signaling model*, yang menyatakan bahwa perusahaan membayar atau menaikkan dividen lebih disebabkan perusahaan sudah memasuki fase kedewasaan (*maturity*). Argumen ini dikenal sebagai *maturity* atau *overinvestment hypothesis* dan sudah terbukti kebenarannya dalam menjelaskan perilaku kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan *go-public* di Amerika (Sharma, 2001 dan Jain *et al.*, 2003).

Kajian Sharma (2001); Jain *et al.*, (2003); dan Bullan *et al.*, (2003) yang berbasis data pasar modal di Amerika, menunjukkan bahwa perusahaan yang memutuskan untuk melakukan inisiasi dividen terbukti memasuki fase kedewasaan (*maturity*). Namun, hasil temuan beberapa kajian tersebut perlu diklarifikasi dalam konteks yang berbeda seperti konteks pasar modal di Indonesia. Hal ini penting dilakukan mengingat perilaku kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan *go-public* di Indonesia, sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, sangat berbeda bahkan bertolak belakang dengan perusahaan *go-public* di Amerika dari sisi *timing* inisiasi dividen.

Kajian terhadap pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen ini telah banyak dilakukan, termasuk diantaranya oleh Mollah *et al.* (2000), Alli *et al.* (1993), Rozeff (1992), Shleifer dan Vishny (1986), dan Jehnsen *et al.* (1986). Namun kajian-kajian tersebut hanya melihat hubungan struktur kepemilikan dengan kebijakan dividen reguler. Penulis

mencoba untuk mengkaitkan struktur kepemilikan dengan kebijakan inisiasi dividen. Kaitan khusus antara struktur kepemilikan dan struktur modal dengan kebijakan inisiasi dividen sangat penting diuji. Pengujian ini perlu dilakukan mengingat adanya ciri-ciri fundamental dari kebijakan inisiasi dividen, yang membedakannya dari kebijakan dividen reguler, sehingga diharapkan implikasi struktur kepemilikan terhadap kedua jenis kebijakan dividen tersebut berbeda pula.

Kajian ini diharapkan bisa memberikan kontribusi teoritis dan kontribusi praktis. **Secara teoritis**, kajian ini menghasilkan model yang menjelaskan tentang perilaku kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia. Hasil kajian ini diharapkan bisa digunakan untuk menguji keberlakuan beberapa teori fundamental di bawah *relevance of dividend proposition* dan sekaligus menguji konsistensi temuan-temuan sebelumnya yang terkait. Adapun teori-teori dividen terutama di bawah *relevance of dividend proposition* yang diuji adalah:

1. *Signaling model of dividend* dari Bhattacharya (1979), John & Williams (1985), dan Miller & Rock (1985), yang menyatakan bahwa dividen digunakan oleh manajer sebagai sarana untuk memberikan sinyal kepada investor tentang prospek kinerja perusahaan.
2. *Agency cost model of dividend* dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa dividen digunakan sebagai alat untuk memperkecil *agency cost* yang timbul dari potensi *conflict of interests* antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*). Termasuk di dalam model ini yang akan diuji adalah *monitoring rationale/ mechanism* dari Easterbrook (1984) dan *free cash flow hypothesis* dari (Jehnsen, 1986).
3. *Maturity hypothesis* dari Grullon *et al.* (2002) yang merupakan model alternatif dari signaling model, yang menyatakan bahwa pembayaran atau kenaikan dividen bukan merupakan sinyal tentang prospek yang baik dari perusahaan sebagaimana diargumentasikan dalam *signaling model*, melainkan memberikan sinyal bahwa perusahaan memasuki fase kedewasaan. Perusahaan yang telah memasuki fase kedewasaan ditandai dengan menurunnya peluang investasi sehingga kebutuhan dana untuk membiayai proyek-proyek investasi yang *profitable* juga menurun. Perusahaan yang demikian akan terdorong untuk menaikkan dividennya.

4. Di samping itu, kajian ini juga bermanfaat untuk mengklarifikasi argumen kontekstualitas kebijakan dividen dari Francfutter dan Wood (1997) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen bersifat kontekstual dan merupakan fenomena budaya, oleh karena itu tidak bisa direpresentasikan dalam sebuah model matematis yang berlaku untuk semua konteks perusahaan.

Selain kontribusi teoritis, Kajian ini juga diharapkan dapat memberikan kontribusi praktis sebagai berikut.

1. Menyediakan sebuah model empiris tentang kebijakan inisiasi dividen yang bisa dimanfaatkan oleh para investor publik sebagai alat prediksi terhadap perilaku kebijakan inisiasi dividen yang diambil para manajer perusahaan khususnya dari perspektif *signaling model* dan *agency cost model*.
2. Memberikan masukan kepada pihak yang terkait mengenai kredibilitas kebijakan inisiasi dividen yang diambil oleh para manajer perusahaan terutama dari dua sisi. Pertama, apakah kebijakan inisiasi dividen tersebut mengindikasikan secara benar tentang prospek kinerja perusahaan. Kedua, apakah *initial dividend* yang ditetapkan cukup *credible* dalam arti bisa dipertahankan dalam periode-periode selanjutnya.

Kajian ini menguji hubungan struktural yang bersifat kausal antar variabel yang dituangkan dalam bentuk model struktural. Hipotesis tentang hubungan kausal antar variabel tersebut dikembangkan baik berdasarkan deduksi dari model-model teoritis kebijakan dividen (*signaling model* dan *agency cost model*) maupun berdasarkan induksi dari temuan-temuan empiris yang terkait dengan kedua model kebijakan dividen tersebut. Adapun deduksi maupun induksi yang akan menghasilkan arah hubungan hipotetik antar variabel, baik untuk masing-masing variabel anteseden (variabel-variabel yang diduga mempengaruhi) maupun variabel konsekuensi (variabel-variabel yang diduga dipengaruhi oleh) kebijakan inisiasi dividen, dilakukan sebagai berikut.

B. Current Performance

Dividen, apapun bentuknya, merupakan bagian dari *earning* yang dicapai perusahaan dalam periode tertentu yang didistribusikan kepada pemegang saham. Oleh karena itu, besarnya dividen diduga terkait dengan besarnya *earning* periode berjalan (*current earning*). Model dari Lintner (1956) menyatakan bahwa variabel *current earning* sebagai determinan dari *current dividend*. Sedangkan menurut Baker *et al.* (2001) *level of current earning* merupakan peringkat ketiga dari faktor yang dipertimbangkan manajer dalam menetapkan *current dividend payout*.

Sharma (2001) berargumen, yang didukung oleh temuannya sendiri, bahwa *current performance* perusahaan merupakan faktor yang memberikan kontribusi lebih penting kepada keputusan manajer menginisiasi dividen dibanding faktor harapannya terhadap prospek perusahaan. Atas dasar argumen dan temuan-temuan di atas maka dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi profitabilitas yang dicapai perusahaan dalam periode berjalan sebagai indikator dari kinerja perusahaan pada periode berjalan (*current performance*) semakin tinggi pula porsi dari *earning* tersebut yang bisa didistribusikan sebagai dividen, dan sebaliknya. Terkait dengan ini maka hipotesis pertama dalam kajian ini bisa dirumuskan sebagai berikut.

1. Prospective Performance

Signaling model menjelaskan bahwa dalam kondisi *asymmetric information*, manajer sebagai *insider* memilih kebijakan dividen sebagai sarana untuk memberikan sinyal kepada investor tentang informasi dalam (*private information*) yang mereka miliki terkait dengan prospek kinerja perusahaan di masa yang akan datang (*future performance*). Di samping itu, MM (1961) menyatakan bahwa *Signaling model* merupakan ekspektasi tentang prospek kinerja perusahaan yang diindikasikan melalui besarnya dividen yang menyebabkan investor melakukan koreksi terhadap harga saham.

Dengan demikian, berdasarkan kedua proposisi di atas dapat diargumentasikan bahwa kenaikan dividen yang *credible* dari perspektif *signaling model* adalah kenaikan yang diikuti oleh peningkatan indikator-indikator kinerja perusahaan seperti profitabilitas atau pertumbuhan penjualan. Jika hal ini dikaitkan dengan kebijakan inisiasi dividen, dengan asumsi

bahwa manajer memiliki preferensi untuk mempertahankan konsistensi atau stabilitas dividen dalam periode-periode selanjutnya sebagaimana diindikasikan oleh Lintner, maka manajer hanya akan bersedia membayar *payout* yang tinggi untuk dividen pertamanya (*initial dividend payout*) jika ia meyakini bahwa prospek kinerja perusahaan ke depan mendukung guna mempertahankan *payout* tersebut. Sebaliknya jika manajer meyakini prospek kinerja perusahaan ke depan lemah maka ia akan menghindari pembayaran dividen pertama dengan *payout* yang tinggi karena ada risiko yang lebih besar bahwa *payout* tersebut tidak bisa dipertahankan pada periode-periode selanjutnya.

Berdasar argumen di atas, dapat disimpulkan bahwa semakin baik prospek kinerja perusahaan pasca inisiasi dividen semakin tinggi dividen pertama yang bisa dibayarkan oleh perusahaan, dan sebaliknya semakin lemah prospek kinerja perusahaan pasca inisiasi dividen semakin rendah dividen pertama yang bisa dibayarkan oleh perusahaan. Sehubungan dengan argumen tersebut, hipotesis yang kedua dalam kajian ini bisa dirumuskan sebagai berikut.

2. Free Cash Flow

Salah satu pernyataan Jehnsen (1986) pada *Free cash flow hypothesis* adalah keberadaan *free cash flow* di dalam perusahaan akan mendorong manajer untuk memanfaatkannya ke dalam proyek-proyek yang tidak efisien sehingga memperbesar kemungkinan terjadinya *agency problems* karena tindakan demikian bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Sementara penjelasan dari *agency cost model* (Easterbrook, 1984) menyatakan bahwa dividen merupakan salah satu sarana untuk memperkecil *agency problems/cost* di mana semakin besar kemungkinan *agency problems* semakin besar pula dividen yang diperlukan untuk mengendalikannya.

Berdasarkan kedua proposisi di atas dapat disimpulkan bahwa semakin besar *free cash flow* yang ada dalam perusahaan semakin besar *potensi agency problems* yang ditimbulkan dan semakin besar pula dividen yang diperlukan untuk mengendalikannya, dalam arti semakin besar porsi *free cash flow* yang harus didistribusikan sebagai dividen kepada pemegang saham guna memperkecil terjadinya *agency problems* yang timbul dari

free cash flow. Dalam kaitannya dengan kebijakan inisiasi dividen bisa diargumentasikan bahwa semakin tinggi *payout* dari dividen pertama (*initial dividend payout*) yang ditetapkan perusahaan merupakan indikasi semakin tinggi persediaan *free cash flow* dalam perusahaan yang harus didistribusikan kepada pemegang saham guna memperkecil *agency cost* yang ditimbulkan akibat *free cash flow* tersebut.

Sebaliknya semakin kecil *payout* dividen pertama mengindikasikan semakin kecil persediaan *free cash flow* yang harus didistribusikan kepada pemegang saham. Penelitian dari Lang dan Litzenberger (1989) telah menghasilkan temuan yang konsisten dengan *free cash flow hypothesis* tersebut. Sehubungan dengan uraian tersebut maka hipotesis ketiga dalam kajian ini bisa dirumuskan sebagai berikut.

3. Maturity

Perusahaan yang memasuki *maturity phase* (pase kedewasaan) umumnya ditandai dengan menurunnya peluang pertumbuhan/investasi yang menguntungkan (*growth/ investment opportunities*), menurunnya *capital expenditure*, dan dengan demikian juga ditandai oleh berkurangnya kebutuhan dana. Berkurangnya kebutuhan dana ini pada gilirannya akan mendorong kenaikan dividen. Sejalan dengan *maturity hypothesis* dari Grullon *et al.* (2002), naiknya dividen, dalam hal ini bukan dimotivasi oleh keinginan manajer untuk memberikan sinyal tentang prospek kinerja perusahaan sebagaimana dijelaskan oleh *signaling model*, melainkan oleh meningkatnya dana yang tidak diperlukan akibat berkurangnya kebutuhan dana pada fase kedewasaan. Sharma (2001); Jain *et al.* (2003); dan Bullan *et al.* (2003) menemukan perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen mengalami penurunan pertumbuhan profitabilitas pasca inisiasi dividen yang mengindikasikan bahwa mereka memasuki fase kedewasaan. Atas dasar argumen dan temuan empiris tersebut maka dugaan keempat dalam kajian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

4. Capital Structure

Spremann dan Gantenbein (2001) antara lain mengemukakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal, seperti *long-term debt*, semakin intensif pengawasan penyedia dana eksternal tersebut (kreditur) terhadap kinerja manajemen. Pengetatan peng-

awasan ini bertujuan mengamankan dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan. Sementara Easterbrook (1984) dalam *monitoring rationale/mechanism* menyatakan bahwa efektifitas dividen sebagai salah satu sarana monitoring bergantung kepada eksistensi sarana-sarana monitoring lainnya yang salah satunya adalah monitoring yang dilakukan oleh kreditur. Berdasarkan kedua proposisi di atas bisa diargumentasikan bahwa semakin besar porsi modal perusahaan yang berasal dari kreditur (utang) semakin tinggi intensitas monitoring yang dilakukan oleh pihak kreditur terhadap perilaku manajemen, maka hal ini memberikan kontribusi yang semakin besar pula terhadap pengendalian *agency problems* antara manajemen dengan pemegang saham, dan pada gilirannya, akan semakin kecil ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana/mekanisme monitoring.

Di samping itu, sisi lain dari *agency cost model* yang menjelaskan tentang *agency problems* yang timbul antara kreditur dan pemegang saham, mengindikasikan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari utang tersebut (Taranto, 2002). Cara yang bisa ditempuh oleh kreditur untuk melindungi dirinya adalah dengan membuat perjanjian utang (*debt covenant*) yang berisi pembatasan-pembatasan terhadap manajemen termasuk pembatasan kebijakan atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Rozeff (1992), Sprenmann dan Gantenbein (2001); Baker *et al.* (2001); Sharma (2001); dan Jain *et al.* (2003), telah mencatat bahwa terdapat hubungan negatif antara capital structure yang antara lain mencakup *financial leverage* dan *debt to equity* dengan kebijakan dividen termasuk di dalamnya kebijakan inisiasi dividen. Atas dasar argumen-argumen teoritik dan temuan-temuan empiris yang mendukungnya sebagaimana dijelaskan di atas maka dugaan kelima dalam kajian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

5. Ownership Structure

Jehnsen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan dikuasai oleh *insiders* (manajemen), atau semakin kecil yang dikuasai oleh pihak *outsiders*, maka semakin berkurang *agency problems*. Hal ini dikarenakan munculnya peningkatan keselarasan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik yang sebagian besar adalah manajemen sendiri. Jika hal ini terjadi maka semakin kecil ketergan-

tungan kepada dividen sebagai mekanisme monitoring. Di samping itu, kehadiran *largeblock shareholding* seperti *institutional shareholding* yang memiliki kapasitas monitoring yang lebih efektif dibanding pemegang saham kecil dan tersebar (*atomistic shereholder*), juga akan memperkecil peranan dividen sebagai *monitoring mechanism* (Easterbrook, 1984). Shleifer dan Vishny (1986); Rozeff (1992); Jehnsen *et al.* (1992); Alliet *al.* (1993); dan Mollah *et al.* (2000), menghasilkan temuan yang konsisten dengan argumen dari Jehnsen dan Meckling (1976) dan Easterbrook (1984). Berdasarkan argumen-argumen teoritik dan temuan-temuan empiris tersebut maka dugaan yang keenam dapat dirumuskan sebagai berikut.

C. Dividend Sustainability/Stability

Behavioral model of dividend dari Lintner (1956) mengindikasikan pentingnya *sustainability of dividend*. *Dividend payout* yang tidak *sustainable* (tidak bisa dipertahankan) pada periode-periode berikutnya, karena akan menghasilkan *negative information content* yang dianggap, bisa merusak reputasi manajer di mata investor. Atas dasar ini maka manajer akan berupaya menetapkan *payout* sedemikian rupa agar *payout* tersebut bisa dipertahankan pada masa-masa mendatang.

Di sisi lain, salah satu implikasi dari eksplanasi *signaling model* adalah bahwa manajer tidak akan membayarkan *dividend payout* yang lebih tinggi jika ia tidak meyakini adanya prospek yang lebih baik dari kinerja perusahaan di masa mendatang. Dengan mempertemukan argumen dari *behavioral model* dari Lintner dengan argumen *signaling model* di atas, maka bisa diargumentasikan bahwa perusahaan dengan *dividend payout* yang lebih tinggi mengindikasikan adanya prospek kinerja perusahaan yang lebih baik di masa mendatang, jika dibandingkan dengan perusahaan dengan *dividend payout* yang lebih rendah. Kelompok perusahaan yang pertama diharapkan memiliki peluang lebih besar untuk mampu mempertahankan stabilitas atau sustainabilitas dari *payout* yang telah ditetapkan dibanding kelompok perusahaan kedua.

Dividend Sustainability dalam kajian ini adalah sejauh mana *payout*, yang telah ditetapkan sebagai dividen pertama (*initial dividend payout*), mampu dipertahankan oleh perusahaan pada periode-periode selanjutnya. Dengan kata lain, sejauh mana perusahaan tidak melakukan penurunan nilai atas *payout* yang telah ditetapkan sebagai dividen pertama dalam dalam pembayaran dividen periode-periode selanjutnya. Dividen pertama

dikatakan mampu dipertahankan (*sustainable*) jika besaran dividen reguler dalam periode-periode berikutnya adalah sama atau lebih besar dari dividen pertama.

Dividend Sustainability ini bisa dilihat dari sustainabilitas tiga indikator yang digunakan pada variabel *dividend initiation policy*, yang mencakup *Dividend Payout Ratio Sustainability* (sustainabilitas dari *initial dividend payout ratio*), *Dividend Yield Sustainability* (sustainabilitas dari *initial dividend yield*), dan *Dividend per Share Sustainability* (sustainabilitas dari *initial dividend per share*). Gombola dan Liu (1993) menggunakan *dividend yield sustainability* untuk mengukur stabilitas atau sustainabilitas dividen reguler, sedangkan Gwilym (2000) di samping menggunakan *dividend yield sustainability* juga menggunakan *dividend payout ratio sustainability* untuk mengukur hal yang sama.

Berdasarkan pokok pikiran di atas maka variabel *Dividend Sustainability* dalam kajian ini diukur dengan melibatkan tiga indikator, yaitu:

1. *Dividend Payout Ratio Sustainability*, yaitu seberapa besar kemampuan perusahaan bisa mempertahankan *initial dividend payout ratio* pasca inisiasi dividen.
2. *Dividend Yield Sustainability*, yaitu seberapa besar kemampuan perusahaan bisa mempertahankan *initial dividend yield* pasca inisiasi dividen.
3. *Dividend per Share Sustainability*, yaitu seberapa besar kemampuan perusahaan bisa mempertahankan *initial dividend per share* pasca inisiasi dividen.

Periode yang digunakan untuk menentukan *dividend sustainability* adalah tiga tahun pasca inisiasi dividen. Ketiga indikator tersebut ditentukan berdasarkan model dari Gombola dan Ying Liu (1993) yang juga digunakan oleh Gwilym (2000) sebagai, dengan Rumus.

$$DS = \left\langle \sum_{t=1}^T (D_t - D_i) / D_i \right\rangle / 3$$

Dimana:

DS= dividend sustainability

Dt = dividen periode berjalan

Di = dividen inisiasi

Berdasarkan model ini, semakin tinggi nilai yang diperoleh maka semakin tinggi tingkat sustainabilitas dividen perusahaan, dan sebaliknya.

Dengan posisi argumen yang demikian, maka dalam hal kebijakan inisiasi dividen, bisa dikemukakan bahwa perusahaan dengan *payout* dividen pertama yang lebih tinggi diharapkan memiliki prospek kinerja yang lebih baik. Oleh karena itu perusahaan dengan *payout* dividen pertama yang lebih tinggi memiliki peluang kemampuan yang lebih besar untuk bisa mempertahankan *payout* yang ditetapkan sebagai dividen pertama tersebut, jika dibanding perusahaan yang sebaliknya. Dengan demikian, diharapkan semakin tinggi *payout* dividen pertama yang ditetapkan perusahaan semakin tinggi pula sustainabilitas dari *payout* tersebut dalam periode-periode berikutnya, dan begitu juga sebaliknya. Temuan-temuan empiris yang konsisten dengan model Lintner tentang pentingnya sustainabilitas/stabilitas dividen antara lain telah dihasilkan oleh: Harkins dan Walsh (1971); Baker, and Edleman (1986); dan Baker *et al.* (2001). Atas dasar ini, maka hipotesis ketujuh dalam kajian ini dirumuskan sebagai berikut.

1. Stock Performance

Sharma (2001) menemukan adanya penurunan harga saham (*negative drift*) dalam lima tahun pasca inisiasi dividen. Temuan dengan basis data pasar modal di Amerika ini cukup masuk akal, mengingat secara empiris terbukti perusahaan-perusahaan di negara tersebut cenderung melakukan inisiasi dividennya ketika mereka mulai memasuki fase *maturity*, di mana tingkat pertumbuhan profitabilitas maupun *systematic risk* mereka terus menurun pasca inisiasi dividen. Hasilnya, fenomena ini di-reaksi negatif oleh pasar dalam jangka panjang. Dikatakan bahwa reaksi positif terhadap menurunnya *systematic risk* ini tidak cukup untuk menutup (*offsetting*) reaksi negatif terhadap menurunnya profitabilitas.

Di sisi lain, Sharma (2001) juga menyatakan bahwa perusahaan yang memutuskan untuk *go-public* biasanya berada pada fase-fase awal pertumbuhannya. Kesimpulan dari *signaling model* juga menunjukkan bahwa manajer akan bersedia membayarkan *initial dividend payout* yang tinggi jika ia meyakini bahwa prospek kinerja perusahaan sedemikian rupa sehingga mampu mempertahankan *initial payout* tersebut ke depan (periksa juga *behavioral model* dari Lintner). Dengan demikian, maka diharapkan terdapat konsistensi *signaling mechanism* di lingkungan perusahaan-

perusahaan *go-public* di Indonesia pada saat mereka melakukan inisiasi dividen. Dengan kata lain, besarnya initial *dividend payout* yang mereka bayarkan akan merefleksikan keyakinan manajer terhadap baik buruknya prospek pertumbuhan atau kinerja perusahaan dalam jangka panjang ke depan.

Selanjutnya, nilai (pasar) perusahaan menurut Rozeff (1992) dibentuk dari dua hal yaitu nilai buku dari asset dan nilai dari peluang pertumbuhan (*growth opportunity*) mereka. Semakin tinggi peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan semakin tinggi nilai (pasar) perusahaan tersebut. Di samping itu, Grullon *et al.* (2002) mengindikasikan bahwa asset perusahaan yang berada dalam fase pertumbuhan lebih berisiko dan variabilitas profitabilitas mereka lebih besar.

2. Definisi Konseptual dan Pengukurannya

Pendekatan kuantitatif, yang digunakan dalam kajian ini, mengharuskan dilakukannya pengukuran terhadap variabel-variabel yang diteliti guna memperoleh nilai atas variabel-variabel tersebut. Nilai yang diperoleh dari pengukuran tersebut selanjutnya merupakan data input bagi analisis secara kuantitatif. Pengukuran variabel dalam kajian ini menggunakan ukuran-ukuran atau indikator yang dikembangkan berdasarkan landasan konseptual dan kajian sebelumnya. Selengkapnya definisi operasional dan pengukuran terhadap masing-masing variabel dapat dijelaskan di bawah ini.

a. Current Performance

Current Performance dalam kajian ini adalah kinerja menyeluruh perusahaan (*firm performance*) dalam periode dilakukannya inisiasi dividen (periode berjalan) yang tercermin dalam kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) dalam periode tersebut. Di dalam literatur manajemen keuangan terdapat banyak rasio keuangan yang biasa dipakai oleh para analis maupun peneliti untuk menggambarkan kinerja atau profitabilitas perusahaan. Di antaranya adalah *return on assets* (ROA) dan *operating return on sales* (ORS). ROA merupakan rasio antara *operating profit* terhadap *total assets*. Rasio ini, sebagaimana juga digunakan oleh Sharma (2001), merefleksikan seberapa besar kemampuan perusahaan, dengan segala assets yang dimilikinya, menghasilkan keuntungan dalam jenis usaha pokok

yang merupakan tujuan perusahaan. Sedangkan ORS merupakan rasio antara laba operasi (*operating profit*) terhadap *total sales*. Rasio ini sebagaimana juga digunakan oleh Jain *et al.* (2003), merefleksikan tentang seberapa jauh perusahaan mampu menghasilkan keuntungan yang berasal dari kegiatan usaha pokok perusahaan melalui aktifitas pemasarannya. Sehubungan dengan hal tersebut maka variabel *current performance* dalam kajian ini diukur menggunakan dua indikator, yaitu: (a) **Return on Assets-Current (ROAC)** yaitu rasio antara *operating income* terhadap *total assets* pada periode dilakukannya inisiasi dividen. (b) **Operating Return on Sales-Current (ORSC)**, yaitu rasio antara laba operasi (*operating profit*) terhadap *total sales* pada periode dilakukannya inisiasi dividen.

b. Prospective Performance

Prospective performance merupakan kinerja menyeluruh perusahaan (*firm performance*) khususnya dalam periode-periode pasca inisiasi dividen yang secara keseluruhan tercermin pada kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) dalam periode-periode tersebut. *Prospective performance* merupakan representasi dari kinerja perusahaan pasca inisiasi dividen. Kesamaan variabel ini dengan variabel *current performance* adalah keduanya merupakan variable kinerja perusahaan, sedangkan perbedaan diantara dua variable ini terletak dalam hal periodisasi. Oleh karena itu variabel *prospective performance*, bisa juga digambarkan melalui dua indikator dari variabel *current performance* yaitu ROA dan ORS sebagaimana dijelaskan sebelumnya. Hanya saja untuk variabel *prospective performance*, kedua indikator ini diambil dari periode pasca dilakukannya inisiasi dividen. Di samping itu, sebagaimana juga dilakukan oleh Jain *et al.* (2003); dan Bullan *et al.* (2003), *sales growth (SG)* yang merupakan pertumbuhan atau perubahan volume penjualan yang dicapai perusahaan pasca inisiasi dividen juga merupakan salah satu indikator dari *prospective performance*.

Indikator ini merefleksikan tentang sejauhmana kemampuan perusahaan melakukan peningkatan/ekspansi penjualan yang dimaksudkan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan. Atas dasar ini, variabel *prospective performance* dalam kajian ini diukur menggunakan tiga indikator, yaitu: (a) **Return on Assets-Future (ROAF)** yaitu rasio antara

operating income terhadap total assets pada periode setelah/pasca inisiasi dividen. (b) **Operating Return on Sales-Future (ORSF)**, yaitu rasio antara laba operasi (*operating profit*) terhadap *total sales* pada periode setelah inisiasi dividen, dan (c) **Sales Growth**, yaitu pertumbuhan atau perubahan volume penjualan yang dicapai perusahaan dari periode ke periode setelah inisiasi dividen.

Ketiga indikator di atas diambil dari periode pasca inisiasi dividen dan dihitung menggunakan rata-rata tahunan dalam rentang periode tiga tahun pasca inisiasi dividen, sebagaimana juga dilakukan oleh (Sharma, 2001; dan Jain *et al.*, 2003).

c. Free Cash Flow

Variabel *Free Cash Flow* merupakan aliran kas perusahaan yang tidak terikat pada pemanfaatan untuk mendanai proyek-proyek investasi dalam periode ditetapkan inisiasi dividen. Sharma (2001) dan Bullan *et al.* (2003) telah menggunakan *cash balance* sebagai indikator dari *free cash flow*. *Cash balance* merupakan saldo kas dan aktiva lancar lainnya yang mendekati kas (*near cash items*) yang dimiliki perusahaan. Semakin besar saldo kas dan aktiva lancar lainnya yang mendekati kas mengindikasikan semakin besarnya dana dalam bentuk kas yang tidak termanfaatkan dalam kegiatan investasi (*free cash flow*) di dalam perusahaan, dan sebaliknya.

Mollah *et al.* (2000) mengukur *free cash flow* dengan menggunakan *cash flow* yang merupakan keuntungan per kas yang diperoleh perusahaan dan dihitung dengan cara menambahkan *net profit after tax* dengan *dividend* dan *depreciation*. Sementara Jain *et al.* (2003) menggunakan *offering size*, yang merupakan aliran dana masuk (*proceeds*) yang diperoleh perusahaan dari hasil penjualan saham melalui penawaran umum pertama, untuk mengindikasikan jumlah persediaan kas bagi perusahaan yang melakukan *initial public offering* (IPO). Atas dasar ini maka variabel *free cash flow* dalam kajian ini diukur menggunakan dua indikator, yaitu: (a) *Cash Balance*, merupakan saldo kas dan aktiva lancar lainnya yang mendekati kas (*near cash items*) seperti surat berharga (*marketable securities*) yang dimiliki perusahaan. Sebagaimana juga Sharma (2001); dan Bullan *et al.* (2003), indikator ini diskala/dibobot dengan *total assets* untuk mengakomodasi efek ukuran perusahaan. (b) *Offering Size*, merupakan aliran dana masuk

(*proceeds*) yang diperoleh perusahaan dari hasil penjualan saham melalui penawaran umum pertama (IPO) dan dibobot terhadap *total assets* untuk mengkomodasi efek ukuran atau skala perusahaan.

d. Maturity (Kedewasaan)

Variabel *Maturity* yang dimaksudkan di sini adalah tingkat kedewasaan perusahaan dalam siklus hidup mereka pada periode ditetapkannya inisiasi dividen. Salah satu indikasi dari keadaan ini biasanya terlihat dari pos pengeluaran modal (*capital expenditure*) perusahaan. *Capital Expenditure*, merupakan dana yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk keperluan investasi yang sifatnya jangka panjang guna merealisasikan peluang pertumbuhannya. Besarnya *capital expenditure* yang dilakukan perusahaan mencerminkan besarnya peluang investasi yang dimiliki perusahaan dan karena itu mengindikasikan tingkat kedewasaan perusahaan (Sharma, 2001 & Bullan *et al.*, 2003). Di samping itu, peluang investasi (*Investment Opportunities*) sebagaimana dipersepsi oleh pasar, sekaligus merupakan ekspektasi dari investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan yang diukur menggunakan *book to market ratio*, juga merupakan indikasi dari tingkat kedewasaan perusahaan khususnya dari perspektif pasar. Semakin tinggi nilai dari rasio tersebut mengindikasikan semakin dewasa perusahaan, dan sebaliknya.

Rasio ini merupakan perbandingan antara nilai buku dari total assets dengan nilai pasar perusahaan, yang mencakup total nilai pasar dari saham perusahaan ditambah nilai buku dari total utang perusahaan (Basclay *et al.*, 1995; Spremann dan Gantenbein, 2001; Sharma, 2001; dan Bullan *et al.*, 2003). Bullan *et al.* (2003) dalam kajian ini menggunakan *firm size* yang diukur menggunakan nilai dari total assets sebagai proxy dari tingkat kedewasaan. Sedangkan Jain *et al.* (2003) menggunakan indikator tersebut sebagai indikator dari *stage of development* atau tingkat perkembangan/pertumbuhan perusahaan dengan argumen bahwa semakin dewasa perusahaan biasanya semakin besar ukuran asset yang dimiliki perusahaan, dan sebaliknya.

Berdasarkan uraian di atas, maka variabel *maturity* dalam kajian ini diukur menggunakan tiga indikator, yaitu (a) *Capital Expenditure*, merupakan dana yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk keperluan

investasi yang sifatnya jangka panjang. Besarnya *capital expenditure* ini diskala atau dibobot terhadap total assets (Sharma, 2001 dan Bullan *et al.*, 2003). Namun, agar tidak berbanding terbalik dengan variabel *Maturity* (tingkat kedewasaan) yang diukur, maka nilai dari indikator ini, yang merupakan rasio *capital expenditure to total assets*, dibalik menjadi *total assets to capital expenditure*. (b) *Investment Opportunities*, merupakan peluang investasi yang dimiliki perusahaan dan sekaligus merupakan ekspektasi dari investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan yang diukur menggunakan *book to market ratio*. Rasio ini merupakan perbandingan antara nilai buku dari total assets dengan nilai pasar perusahaan yang mencakup total nilai pasar dari saham perusahaan ditambah nilai buku dari total utang perusahaan, dan (c) *Firm Size*, merupakan ukuran perusahaan yang di dalam kajian ini ditentukan menggunakan nilai dari total assets perusahaan dan diskala terhadap *offering size*.

e. Capital Structure

Variabel *Capital Structure* yang dimaksudkan di sini adalah komposisi modal perusahaan dilihat dari sumbernya, khususnya yang menunjukkan porsi dari modal perusahaan yang berasal dari sumber utang (kreditur) yang sekaligus mengindikasikan berapa porsi modal yang berasal dari pemilik. Atas dasar ini maka modal perusahaan bisa dilihat dari berapa porsi modal yang berasal dari utang (kreditur) dan berapa porsi modal yang berasal dari pemilik. Salah satu indikasi dari struktur modal perusahaan adalah *leverage*, yang merupakan penggunaan sumber dana yang berasal dari utang jangka panjang (modal asing) yang menimbulkan beban tetap bagi perusahaan, seperti beban bunga. Nilai dari indikator ini ditentukan menggunakan *long-term debt to total assets ratio* (Jain *et al.*, 2003). Indikator ini mencerminkan seberapa besar asset perusahaan yang dibiayai menggunakan modal asing (kreditur jangka panjang). Makin besar rasio ini makin tinggi sumber modal yang berasal dari utang serta semakin kecil yang berasal dari modal sendiri/ pemilik dan sebaliknya.

Struktur modal juga bisa dilihat dari rasio Debt to Equity, yang merupakan rasio antara total utang (total debt) terhadap total ekuitas pemilik (*owners' equity*) dan mencerminkan porsi modal yang berasal

dari utang terhadap modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini juga menunjukkan makin besar porsi modal yang dibiayai dari sumber utang/ modal asing, dan sebaliknya. Sementara Mollah *et al.* (2000) menggunakan *collateralizable assets* sebagai proxy terhadap struktur modal (*capital structure*).

Collateralizable assets merupakan bagian dari assets perusahaan yang bisa dijaminkan kepada pihak ketiga (kreditur) dan biasanya terdiri dari *fixed assets* perusahaan. *Fixed assets* merupakan bagian assets perusahaan yang dianggap bisa dijaminkan (*collateralizable*) terutama terhadap kreditur jangka panjang, sehingga semakin besar nilai dari jenis assets ini semakin besar kapasitas perusahaan untuk memperoleh/ menggunakan sumber dana yang berasal dari utang. Mollah *et al.* (2000) menyatakan bahwa perusahaan dengan nilai *collateralizable assets* (*fixed assets*) yang besar cenderung memanfaatkannya untuk memperoleh pinjaman/ utang yang besar pula, karena itu mereka menganggap bahwa jenis asset ini juga mengindikasikan struktur modal perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka variabel *capital structure* dalam kajian ini diukur menggunakan tiga indikator, yaitu (a) *Leverage*, merupakan penggunaan sumber dana yang berasal dari utang jangka panjang (modal asing) yang menimbulkan beban tetap bagi perusahaan, seperti beban bunga. Nilai dari indikator ini ditentukan menggunakan *long-term debt to total assets ratio* (Jain *et al.*, 2003). Indikator ini mencerminkan seberapa besar asset perusahaan yang dibiayai menggunakan modal asing (kreditur jangka panjang). (b) *Debt to Equity*, merupakan rasio antara total utang (total debt) terhadap total ekuitas pemilik (*owners' equity*) dan mencerminkan porsi modal yang berasal dari utang relatif terhadap modal sendiri, dan (c) *Collateralizable Assets*, merupakan bagian dari assets perusahaan yang bisa dijaminkan bagi pihak ketiga (kreditur). Sependapat dengan Mollah *et al.* (2000), nilai dari indikator ini ditentukan menggunakan rasio antara *fixed assets* terhadap *total assets*. *Collateralizable assets* merupakan indikator tentang kemampuan perusahaan memperoleh utang (*debt capacity*), sehingga semakin tinggi komponen ini diharapkan semakin tinggi pula utang perusahaan, dan sebaliknya.

f. Ownership Structure

Ownership Structure dalam kajian ini adalah struktur kepemilikan saham perusahaan pada periode ditetapkannya inisiasi dividen. Berdasarkan perspektif *agency cost model*, struktur atau komposisi kepemilikan perusahaan bisa dilihat paling tidak dari tiga hal, yaitu *insiders' ownership*, *institutional ownership*, dan *ownership dispersion*. *Insiders' Ownership*, merupakan porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh orang dalam perusahaan atau manajemen terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan (Rozeff, 1992 dan Mollah *et al.*, 2000). *Institutional Ownership*, merupakan porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh badan atau lembaga terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan dan sekaligus juga mencerminkan *large block shareholding*. Sementara *ownership dispersion* merupakan tingkat penyebaran kepemilikan saham perusahaan oleh orang luar perusahaan (*outsiders*). Sebagaimana Rozeff, 1992 dan Mollah *et al.* (2000), nilai dari indikator pada penelitian ini juga ditentukan menggunakan jumlah pemegang saham biasa yang berasal dari luar perusahaan. Atas dasar ini maka variabel *Ownership Structure* dalam kajian ini diukur menggunakan tiga indikator, yaitu: (a) *Insiders' Ownership*, merupakan porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh orang dalam perusahaan atau manajemen terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan. (b) *Institutional Ownership*, merupakan porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh badan atau lembaga terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan dan sekaligus juga mencerminkan *large block shareholding*, dan (c) *Ownership Dispersion*, merupakan tingkat penyebaran kepemilikan saham perusahaan oleh orang luar perusahaan (*outsiders*). Nilai dari indikator ini ditentukan menggunakan jumlah pemegang saham biasa yang berasal dari luar perusahaan.

D. Kebijakan Dividen

Kebijakan inisiasi dividen adalah kebijakan yang terkait dengan penetapan besarnya *payout* atas dividen pertama (*initial dividend payout*). Sebagaimana dividen reguler, besarnya dividen pertama yang ditetapkan oleh perusahaan bisa direfleksikan melalui tiga besaran, yaitu *dividend*

payout ratio, dividend yield, dan dividend per share. Dividend Payout Ratio, merupakan rasio dari *dividend per share* terhadap *earning per share*, dan merefleksikan berapa bagian dari *earning* yang tersedia bagi pemegang saham biasa yang didistribusikan sebagai dividen, dengan demikian indikator ini mengindikasikan besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan relatif terhadap besarnya *earning* perusahaan (Rozeff, 1992 dan Mollah *et al.*, 2000).

Dividend Yield merupakan rasio dari *dividend per share* terhadap *share price* dan merefleksikan berapa tingkat pendapatan/*yield* berupa dividen yang diperoleh dari investasi terhadap per lembar saham perusahaan. Indikator ini mengindikasikan besarnya dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham relatif terhadap harga pasar saham perusahaan (Sprenman & Gantenbein, 2001). Sedangkan *Dividend per Share* merupakan nilai dividen yang ditetapkan untuk tiap lembar saham biasa dan sekaligus mengindikasikan besarnya dividen yang diperoleh oleh setiap lembar saham perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka variabel *dividend initiation policy* dalam kajian ini diukur menggunakan tiga indikator, yaitu:

1. *Dividend Payout Ratio*, merupakan rasio dari *dividend per share* terhadap *earning per share*, dan merefleksikan berapa bagian dari *earning* yang tersedia bagi pemegang saham biasa yang didistribusikan sebagai dividen.
2. *Dividend Yield*, yang merupakan rasio dari *dividend per share* terhadap *share price*, dan merefleksikan berapa tingkat pendapatan/*yield* berupa dividen yang diperoleh dari investasi terhadap per lembar saham perusahaan.
3. *Dividend per Share*, merupakan nilai rupiah dividen yang ditetapkan untuk tiap lembar saham biasa.

E. Stock Performace (Kinerja Saham)

Stock Performace dalam kajian ini adalah kinerja saham dalam jangka panjang dalam hal ini tiga tahun pasca inisiasi dividen. Jones (1998) mengemukakan bahwa evaluasi terhadap kinerja portofolio saham hendaknya mempertimbangkan dua aspek yaitu *return* dan *risk* apapun teknik evaluasi yang digunakan. Teknik-teknik evaluasi kinerja portofolio saham sebagaimana dikembangkan oleh Sharpe, Treynor, dan Jehnsen semua mengguna-

kan *return* dan *risk* sebagai input evaluasi (Jones, 1998). Sehubungan dengan hal tersebut, variabel *stock performance* dalam kajian ini diukur menggunakan dua indikator, yaitu *stock return* dan *stock systematic risk*. Nilai dari *Stock return* diperoleh dari rata-rata return harian selama tiga tahun pasca inisiasi dividen dari masing-masing saham perusahaan. Demikian pula *stock systematic risk* atau disebut risiko *beta* juga ditentukan berdasarkan rata-rata beta harian selama tiga tahun pasca inisiasi dividen.

DAFTAR RUJUKAN

- Alli, Aigbe dan Jeff Madura. (1996). Dividend Policy and Corporate Performance, *Journal of Business Finance and Accounting* 23, 1267-1287.
- Baker, H.Kent; E. Theodore Veit; dan Gary E. Powell. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms, *The Financial Review* 38: 19-38.
- Bhattacharya, Sudipto. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and the "Bird in the Hand" Fallacy. *Bell Journal of economics*, 10: 259-270.
- Bullan, Laarni; Narayanan Subramanian; dan Lloyd Tanlu. (2003). On The Timing of Dividend Initiation, *Journal of Finance* 31: 293-312.
- Crutchley, Claire E., dan Robert S. Hansen. (1989). A test of Agency Theory Of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management Winter* : 36-46.
- Dhaliwal, Dan; Oliver Zhen Li; dan Robert Trezevant. (2003). Test of the Influence of a Firm's Post-IPO Age on the Decisions to Initiate a Cash Dividend, *Journal of Economics and Literature* 20, Summer: 55-87.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency Cost Explanations of Dividend, *American Economic Review*, 74: 650-659.
- Farrelly, Gail E.; H. Kent Baker; dan Richard B. Edelman. (1986). Corporate Dividends: Views of Policymakers, *Akron Business and Economic Review* 17, Winter (4): 62-74.
- Frankfurter, George M. dan Bob G. Wood. (1997). Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests, *Journal of Financial Education* 23: 16-32.

- Gruillon, Gustavo; Rony Michaely; dan Bhaskaran Swaminathan. (2002). Dividend Change as a Sign of Firm Maturity, *Journal of Business* 73: 387-424.
- Gombola, Michael J. dan Feg-Yig Liu. (1993). Considering Dividend Stability in the Relation Between Dividend Yield and Stock Returns, *The Journal of Financial Research*, Vol. XVI, Summer (2): 139-150.
- Gwilym, Owai A.P; Gareth Morgan; dan Stephen Thomas. (2000). Dividend Stability, Dividend Yield and Stock Return, *Journal of Business Finance and Accounting* 27, April dan May (3): 261-281.
- Harkins, Edwin P. dan Francis J. Walsh. (1971). *Dividend Policies and Practices*. The Conference Board, Inc. New York.
- Jain, Bharat A.; Chander Shekhar; dan Violet Torbey. (2003). Determinants of Dividend Initiation by IPO Issuing Firm, *Journal of Banking and Finance* 23: 1-31.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., dan Zorn, T.S. (1992). Simultaneous Determination Of Insider Ownership, Debt, And Dividend Policies, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* 27, 247-263
- Jehsen, Michael C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *AEA Papers and Proceedings* 2, May (76): 323-335.
- Jehnsen, Michael C. dan William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- John, Kose dan Joseph Williams. (1985). Dividend Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40: 1053-1070.
- Lang, L.H.P., dan Litzenberger, R.H. (1989). Dividend Announcements : Cash Flow Signaling Vs. Free Cash Flow Hypothesis ?, *Journal Of Financial Economics* 24, 181-192.
- Lintner, John. (1956). Optimal Dividend and Corporate Growth under Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 78: 49-95.
- Miller, Merton H. dan Franco Modigliani. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, October: 392-414.
- Miller, Merton H. dan Kevin rock. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40: 1031-1051.

- Mollah, A. Sabur; Kevin Keasey; dan Helen Short. (2000). The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange, *The Financial Review*, November: 523-547.
- Pruitt, Stephen W. dan Lawrence J. Gitman. (1991). The Interaction between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms, *Financial Review* 26, August (3): 409-430.
- Rozeff, Michael. (1992). *How Companies Set Their Dividend Payout Ratio*. Di Dalam Stern, J.M. dan Chew, D.H. *The Revolution in Corporate Finance*. Blackwell Publishers. Oxford.
- Sharma, Sanjay. (2001). Do Dividend Initiation Signal Prosperity? *Journal of Finance* 51: 1-36.
- Shleifer, A., dan Vishny, R. W., (1986). Large Shareholders and Corporate Control, *Journal Of Political Economy* 94, 461-488.
- Sprenman, Klaus dan Pascal Gantenbein. (2001). Theories and Determinants of Dividend Policy, *Financial Management* 24: 51-81.

BAB X

ANALISIS KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN

A. Pengantar

Analisis kinerja keuangan perusahaan bertujuan untuk mengetahui kekuatan maupun kelemahan suatu perusahaan. Kekuatan tersebut dapat dilihat dari berbagai sudut pandang yang berbeda-beda. Perbedaan tersebut lebih disebabkan oleh nilai-nilai yang dikandung perusahaan, misalnya: (a) nilai perusahaan, (b) nilai pasar/kurs, (c) nilai instrinsik, (d) nilai likuidasi, (e) nilai kelanjutan usaha, (f) nilai buku. Selain cara-cara penilaian tersebut, juga ada penilaian lain, yang disebut dengan metode penilaian perusahaan. Untuk memberikan gambaran yang lebih detail dapat dilihat dari penjelasan-penjelasan di bawah ini. Ini tambahan di BAB X, dan posisi penempatannya seperti ini. (lihat materi/buku yang telah saya koreksi)

1. Fungsi Nilai Perusahaan

Salah tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan

persepsi investor terhadap keberhasilan perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kepercayaan terhadap kinerja perusahaan dan manajemen dalam mengelola perusahaan. Ini juga bisa diartikan sebagai maksimalisasi kesejahteraan, dan kesejahteraan (kemakmuran) merupakan nilai sekarang (*present value*) perusahaan itu terhadap prospek masa depannya. Memaksimalkan nilai perusahaan mempunyai makna yang lebih luas, tidak hanya sekadar memaksimalkan laba perusahaan. Pernyataan tersebut diterima kebenarannya karena beberapa alasan sebagai berikut.

- a) Memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang (*time value of money*). Nilai uang yang diterima sekarang akan bernilai lebih tinggi dibandingkan dengan nilai uang pada masa yang akan datang.
- b) Memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan berbagai jenis risiko terhadap arus pendapatan perusahaan.
- c) Mutu arus kas dana diharapkan dapat diterima di masa mendatang dengan beragam.

Dalam hal ini, titik berat pandangan terletak pada pengaruh laba terhadap harga saham perusahaan di pasar modal pada saat ini, karena merupakan indikator bagi pasar untuk menilai perusahaan secara keseluruhan. Bila perusahaan dapat memberikan harapan nilai yang besar di masa depan, nilai yang diperoleh pada saat itu juga akan tinggi. Sebaliknya, bila perusahaan tidak mampu memberikan gambaran dan harapan yang mantap terhadap nilai (hasilnya) di masa depan, masyarakat dan pemilik perusahaan juga akan memberikan nilai rendah. Tujuan memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham berkaitan dengan keuntungan jangka panjang suatu perusahaan.

Nilai perusahaan pada dasarnya dapat diukur melalui beberapa aspek, salah satunya dengan harga pasar saham perusahaan, karena harga pasar saham mencerminkan penilaian investor secara keseluruhan atas ekuitas perusahaan. Nilai perusahaan atau *enterprise value (EV)* merupakan konsep penting bagi investor, karena nilai tersebut merupakan parameter dan indikator bagi pasar untuk menilai perusahaan secara keseluruhan. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh pembeli seandainya perusahaan tersebut dijual.

Nilai perusahaan sangat penting karena nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti dengan kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham. Nilai perusahaan pada umumnya digambarkan dengan harga saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi pendanaan (*financing*) dan manajemen aset. Tinggirendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi perusahaan itu sendiri. Semakin tinggi harga saham, semakin tinggi pula nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang sahamnya. Harga saham di pasar modal dapat dipengaruhi beberapa faktor, baik faktor eksternal maupun faktor internal perusahaan. Fluktuasi nilai saham perusahaan biasanya ditentukan oleh beberapa perubahan laba perusahaan yang tercermin dalam kinerja keuangan perusahaan.

Memaksimalkan nilai perusahaan tidak identik dengan memaksimalkan laba per lembar saham (*Earning per Share*). Hal ini disebabkan:

1. Memaksimalkan EPS mungkin memusatkan pada EPS saat ini,
2. Memaksimalkan EPS mengabaikan nilai waktu uang, dan
3. Tidak memperhatikan faktor risiko.

Perusahaan mungkin memperoleh EPS yang tinggi pada saat ini. Namun apabila pertumbuhannya diharapkan rendah, maka harga saham bisa lebih rendah jika dibandingkan dengan perusahaan yang saat ini mempunyai EPS yang lebih kecil. Dengan demikian, memaksimalkan nilai perusahaan juga tidak identik dengan memaksimalkan laba, apabila laba diartikan sebagai laba akuntansi (yang bisa dilihat dalam laporan laba-rugi perusahaan). Sebaliknya, memaksimalkan nilai perusahaan identik dengan memaksimalkan laba dalam pengertian ekonomi (*economic profit*). Hal ini disebabkan laba ekonomi diartikan sebagai jumlah kekayaan yang bisa dikonsumsi tanpa membuat pemilik kekayaan tersebut menjadi miskin.

2. Jenis-jenis Nilai Perusahaan

Ada beberapa jenis nilai perusahaan, di antaranya sebagai berikut.

a. Nilai Ekonomi (*Economic Value*)

Konsep ini berkaitan dengan konsep kemampuan dasar yang dimiliki suatu aktiva perusahaan untuk memberikan aliran arus kas setelah pajak kepada yang memilikinya. Nilai ekonomi pada dasarnya merupakan konsep pertukaran. Nilai suatu barang dimaknai sebagai jumlah kas

yang ingin diserahkan pembeli pada saat ini, atau nilai sekarang untuk dipertukarkan dengan suatu pola arus kas masa depan yang diharapkan.

b. Nilai Pasar (*Market Value*)

Nilai pasar sering disebut kurs, yang merupakan harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar. Harga tersebut (juga dikenal sebagai nilai pasar wajar) merupakan setiap aktiva atau kumpulan aktiva, pada saat diperdagangkan di pasar bebas yang terorganisasi, tidak ada beban atau tanpa paksaan di antara pihak-pihak swasta dalam suatu transaksi.

c. Nilai Intrinsik (*Intrinsic Value*)

Nilai intrinsik adalah harga saham-sahamnya berdasarkan faktor yang dapat memengaruhi penilaian suatu perusahaan. Konsep ini merupakan konsep yang bersifat abstrak, karena mengacu pada perkiraan nilai riil suatu saham sebagai wakil dari nilai perusahaan yang lain. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan untuk menghasilkan laba di kemudian hari.

d. Nilai Likuidasi (*Liquidation Value*)

Nilai likuidasi merupakan uang yang dapat direalisasikan, jika sebuah aktiva maupun sekelompok aktiva dijual secara terpisah dari organisasi yang menjalankannya. Nilai tersebut sangat berkaitan dengan kondisi khusus ketika suatu perusahaan harus melikuidasi sebagian atau seluruh aktiva maupun tagihan-tagihan yang menjadi haknya. Nilai likuidasi hanya bisa dipakai untuk kegunaan yang terbatas. Meskipun demikian, kadang-kadang nilai likuidasi dipergunakan dalam menilai aktiva perusahaan yang belum diketahui untuk melaksanakan analisis perbandingan dalam penilaian kredit.

e. Nilai Berkelanjutan (Kelangsungan Usaha)

Ini merupakan penerapan nilai ekonomi karena perusahaan yang masih berjalan diharapkan menghasilkan rangkaian arus kas ketika pembeli harus menilai untuk memperkirakan harga dari perusahaan tersebut.

f. Nilai Buku (*Book Value*)

Nilai buku suatu perusahaan merupakan nilai total aktiva dikurangi kewajiban dan saham preferen seperti tercantum di dalam neraca perusahaan.

B. Metode Pengukuran Nilai Perusahaan

Terdapat beberapa alternatif indikator yang digunakan sebagai parameter dalam mengukur nilai perusahaan di antaranya sebagai berikut.

1. *Price Book Value (PBV)*

Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh dan berkembang. Menurut Keown (2004:850), formula ini dapat ditulis:

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar Per lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

2. *Book Value (BV)*

Secara sederhana, bisa dihitung dengan cara membagi selisih antara total aktiva dengan total utang dengan jumlah saham yang beredar. Menurut Keown (2004:850), formula ini bisa ditulis:

$$\text{Nilai Buku Beredar} = \frac{\text{Total Aktiva} - \text{Total Utang}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

Nilai buku tidak menghitung nilai pasar suatu perusahaan secara keseluruhan karena didasarkan pada data historis yang ada di dalam perusahaan. Meski nilai buku suatu perusahaan bukan faktor yang penting, namun nilai buku dapat digunakan sebagai titik permulaan untuk dibandingkan dengan analisis yang lain.

3. *Enterprise Value (EV)*

Firm value (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena *enterprise value* merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Hal ini karena perhitungan *enterprise value* dimasukkan dalam perhitungan kapitalisasi pasar suatu perusahaan. Berikut rumus untuk menghitung *enterprise value* seperti diutarakan Keown (2004:850).

$$\text{Enterprise Value (EV)} = \text{Kapitalisasi Pasar} + \text{Utang dengan beban bunga-Kas}$$

Terlihat bahwa aspek struktur permodalan suatu perusahaan juga penting dalam mengukur nilai perusahaan. Utang dan kas juga perlu diperhitungkan dalam mengukur nilai perusahaan. Jika perusahaan dijual, pembeli harus membayar sebesar nilai ekuitas (biasanya pada harga

yang lebih tinggi daripada harga pasar) dan menanggung utang perusahaan. Untuk menilai utang yang ditanggung, pembeli dapat mengurangnya dengan kas yang ada di dalam perusahaan. Dengan kata lain, dalam perhitungan *entreprise value*, utang dan kas diperhitungkan untuk memperoleh nilai wajar perusahaan.

4. *Price Earning Ratio (PER)*

Alternatif ini memerlukan informasi mengenai proyeksi *future earning* perusahaan, *expected return for equity investment*, *expected return on investment*, dan *historical price earning ratio*. Informasi-informasi tersebut digunakan untuk menentukan target *price earning ratio*, kemudian dibandingkan dengan rata-rata industrinya.

5. *Discounted Cashflow Approach*

Melalui cara ini, penilai akan mendiskontokan *expected cashflow* dan membandingkannya dengan *market value* perusahaan.

6. Nilai Appraisal

Nilai appraisal suatu perusahaan dapat diperoleh dari perusahaan *appraisal independent*. Nilai ini sering dihubungkan dengan biaya penempatan. Nilai appraisal suatu perusahaan dapat bermanfaat jika digunakan dalam hubungannya dengan metode penilaian yang lain. Nilai appraisal juga akan berguna dalam situasi tertentu, seperti dalam perusahaan keuangan, perusahaan sumber daya alam, atau organisasi yang beroperasi dalam keadaan rugi.

7. Nilai Pasar Saham

Nilai pasar saham sebagaimana dinyatakan dalam kuotasi pasar modal adalah pendekatan lain untuk memperkirakan nilai bersih suatu bisnis. Pendekatan nilai ini merupakan salah satu yang paling sering digunakan dalam menilai perusahaan besar dan sering juga digunakan untuk menentukan harga saham suatu perusahaan.

8. Nilai *Chop-Shop*

Nilai ini diperkenalkan oleh *Dean Lebaron* dan *Lawrence Speidell of Battery march Management*. Secara khusus menekankan bahwa perusahaan multi-industri yang berada di bawah nilai, dapat bernilai lebih apabila dipisahkan menjadi bagian-bagian. Pendekatan *chop-shop* menekankan nilai perusahaan dengan berbagai segmen bisnis mereka. Pendekatan *chop-shop* secara aktual terdiri dari tiga tahap, yaitu mengidentifikasi berbagai segmen bisnis perusahaan, mengalkulasikan rasio

kapitalisasi rata-rata untuk perusahaan dalam industri tersebut, dan mengalkulasi nilai pasar teoretis di atas setiap rasio kapitalisasi.

9. *Ratio Tobin's Q*

Rasio Tobin's Q digunakan sebagai indikator nilai perusahaan. Rasio ini dikembangkan oleh seorang pemenang hadiah nobel dari Amerika Serikat (Tobin, 1969). Rasio ini merupakan konsep yang menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini, terkait dengan nilai pengembalian dari setiap investasi. Salah satu versi Tobin's Q yang dimodifikasi dan disederhanakan oleh Smithers dan Wright (2000:37) adalah membandingkan rasio nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku ekuitas perusahaan, dengan formula sebagai berikut.

$$Q = \frac{(EMV \text{ 凝} D)}{(EBV \text{ 凝} D)}$$

Q = Nilai Perusahaan

EMV = Nilai pasar ekuitas (*Equity Market Value*)

EBV = Nilai buku dari ekuitas (*Equity Book Value*)

D = Nilai buku dari total utang

Jika rasio $Q > 1$, menunjukkan bahwa investasi dalam aset menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi. Hal ini dapat merangsang investasi baru. Sebaliknya, jika rasio $Q < 1$, maka investasi aset tidak tertarik untuk melakukan investasi.

C. Laporan Keuangan

Laporan keuangan pada suatu perusahaan awalnya hanyalah sebagai "alat penguji" bagian pembukuan. Kemudian, laporan keuangan tidak hanya berfungsi sebagai alat penguji, tetapi juga sebagai dasar untuk dapat menentukan atau menilai posisi keuangan perusahaan berdasarkan hasil analisis pihak-pihak yang berkepentingan mengambil suatu keputusan. Pihak-pihak yang berkepentingan terhadap posisi keuangan maupun perkembangan suatu perusahaan adalah para pemilik perusahaan, manajer perusahaan yang bersangkutan, para kreditur, banker, para investor dan

pemerintah tempat perusahaan tersebut berdomisili, buruh, serta pihak-pihak lain. Untuk mengetahui posisi keuangan suatu perusahaan serta hasil yang telah dicapai oleh perusahaan tersebut, perlu adanya laporan keuangan dari perusahaan yang bersangkutan.

Laporan keuangan sebenarnya merupakan produk akhir dari proses kegiatan akuntansi dalam suatu kesatuan akuntansi usaha, yang dapat dijadikan bahan penguji pekerjaan pembukuan dan sebagai alat untuk menentukan atau menilai posisi keuangan perusahaan pada saat tertentu. Selain penanaman modal, laporan keuangan juga sangat penting bagi pemilik perusahaan. Laporan keuangan perusahaan dapat dijadikan suatu penilaian sukses-tidaknya manajemen yang diberi kepercayaan oleh pemegang saham untuk mengendalikan perusahaan. Dengan mengetahui posisi keuangan pada periode yang telah lewat, manajer perusahaan dapat menyusun rencana dan kebijaksanaan yang lebih baik, yang biasanya dinilai dan diukur dengan laba yang diperoleh perusahaan.

Beberapa penulis mencoba mengemukakan beberapa pengertian dari laporan keuangan. Sundjaja (2003:76) menjelaskan bahwa laporan keuangan merupakan laporan yang menggambarkan hasil proses akuntansi yang digunakan sebagai alat komunikasi antar-data keuangan perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan data-data tersebut. Sementara, Munawir (2007:2) mendefinisikan laporan keuangan sebagai hasil proses akuntansi yang dapat digunakan sebagai alat untuk berkomunikasi antara data keuangan dan aktivitas suatu perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan data atau aktivitas perusahaan tersebut. Kemudian, Sutrisno (2004:9) menjelaskan bahwa laporan keuangan merupakan hasil proses akuntansi yang meliputi dua laporan utama, yakni neraca dan laporan laba-rugi. Laporan keuangan disusun dengan maksud untuk menyediakan informasi keuangan suatu perusahaan kepada pihak-pihak yang berkepentingan sebagai bahan pertimbangan mengambil keputusan.

Jadi, laporan keuangan bersifat historis serta menyeluruh. Sebagai suatu *progress report*, laporan keuangan terdiri dari data-data yang merupakan hasil dari suatu kombinasi antara fakta yang telah dicatat (*Recorder Fact*), prinsip dan kebiasaan-kebiasaan di dalam akuntansi (*Accounting Convention and Postulate*), serta pendapat pribadi (*Personal Judgement*).

Dengan mengingat atau memperhatikan sifat-sifat laporan keuangan tersebut, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa laporan keuangan itu mempunyai beberapa keterbatasan.

- a) Laporan keuangan yang dibuat secara periodik pada dasarnya merupakan *Intern in Report* (laporan yang dibuat antara waktu tertentu yang sifatnya sementara) dan bukan merupakan laporan final.
- b) Laporan keuangan menunjukkan angka dalam rupiah yang kelihatannya bersifat pasti dan tepat, tetapi sebenarnya dasar penyusunannya dengan standar nilai yang mungkin berbeda atau berubah-ubah.
- c) Laporan keuangan disusun berdasarkan hasil pencatatan transaksi keuangan dengan menggunakan nilai rupiah dari berbagai waktu atau tanggal yang lalu. Daya beli (*Purchasing Power*) uang tersebut semakin menurun dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya, sehingga kenaikan volume penjualan yang dinyatakan dalam rupiah belum tentu menunjukkan atau mencerminkan unit yang dijual semakin besar. Kenaikan itu bisa saja disebabkan naiknya harga jual barang tersebut yang mungkin juga diikuti kenaikan tingkat harga-harga.
- d) Laporan keuangan tidak dapat mencerminkan berbagai faktor yang dapat memengaruhi posisi atau keadaan keuangan perusahaan karena faktor-faktor tersebut tidak dapat dinyatakan dengan satuan uang.

Laporan keuangan dapat menilai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek, struktur modal perusahaan distribusi dari aktiva ke efektifan penggunaan dari aktiva, beban tetap yang harus dibayar, serta nilai buku tiap lembar saham perusahaan yang bersangkutan. Produk akhir dari suatu proses sistem akuntansi ialah terciptanya suatu laporan keuangan dan suatu laporan keuangan pada umumnya terdiri dari:

- a. neraca (*Balance Sheet*), neraca digunakan untuk menggambarkan kondisi keuangan suatu perusahaan pada suatu waktu tertentu, yang meliputi aset perusahaan dan klaim atas aset tersebut;
- b. perhitungan laba-rugi (*Income Statement*), laporan laba-rugi memberikan informasi mengenai aktivitas perusahaan selama jangka waktu tertentu, yang bertujuan melaporkan kemampuan perusahaan yang sebenarnya untuk memperoleh untung; dan

- c. laporan aliran kas (*Statement of Cash Flow*), laporan ini menyajikan informasi mengenai aliran kas masuk dan keluar perusahaan selama jangka waktu tertentu.

D. Kinerja Keuangan

1. Pengertian Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan adalah suatu usaha formal yang dilaksanakan perusahaan untuk mengevaluasi efisiensi dan efektivitas kegiatan perusahaan yang telah dilaksanakan pada periode tertentu. Selain itu, kinerja keuangan perusahaan merupakan suatu gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat-alat analisis keuangan, sehingga dapat diketahui baik-buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Menurut Sucipto (2003), kinerja keuangan adalah penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat menilai keberhasilan suatu organisasi atau perusahaan dalam menghasilkan laba. Sementara menurut Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI, 2012), kinerja keuangan adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengendalikan sumber daya yang dimilikinya.

Kinerja keuangan dapat dibagi menjadi dua bagian besar, yaitu kinerja keuangan positif dan kinerja keuangan negatif. Kinerja keuangan positif adalah kemampuan seluruh manajemen tingkat atas, menengah, dan seluruh karyawan untuk meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Sementara, kinerja keuangan yang bersifat negatif adalah kelemahan yang terjadi di perusahaan mulai dari manajer tingkat atas, menengah, hingga tataran karyawan yang bekerja, tanpa melakukan koordinasi sehingga perusahaan menderita kerugian dari tahun ke tahun. Dari pengertian tersebut, dapat ditarik kesimpulan bahwa kinerja keuangan adalah usaha formal yang telah dilakukan oleh perusahaan yang dapat mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga dapat melihat prospek, pertumbuhan, dan potensi perkembangan perusahaan dengan mengandalkan sumber daya yang ada. Suatu perusahaan dikatakan berhasil apabila telah mencapai standar dan tujuan yang telah ditetapkan.

2. Pengukuran Kinerja Keuangan

Pengukuran kinerja keuangan bermanfaat untuk memberikan informasi mengenai tampilan tentang kondisi *financial* perusahaan selama periode waktu tertentu. Pengukuran kinerja keuangan mempunyai tujuan untuk mengukur kinerja bisnis dan manajemen dibandingkan dengan *goal* atau sasaran perusahaan. Pengukuran kinerja juga digunakan perusahaan untuk melakukan perbaikan di atas kegiatan operasionalnya agar dapat bersaing dengan perusahaan yang lain. Analisis kinerja keuangan merupakan proses pengkajian secara kritis terhadap *review* data, menghitung, mengukur, menginterpretasi, dan memberi solusi terhadap keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu. Penilaian kinerja keuangan merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan oleh pihak manajemen agar dapat memenuhi kewajibannya terhadap para penyandang dana dan juga untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Kinerja keuangan dapat dinilai dengan beberapa alat analisis. Berdasarkan teknik, Jumingan (2006:242) menyatakan bahwa analisis keuangan dapat dibedakan menjadi delapan macam.

- a) Analisis perbandingan laporan keuangan, merupakan teknik analisis dengan cara membandingkan laporan keuangan dua priode atau lebih dengan menunjukkan perubahan, baik dalam jumlah (absolut) maupun dalam persentase (relatif).
- b) Analisis tren (tendensi posisi), merupakan teknik analisis untuk mengetahui tendensi keadaan keuangan, apakah menunjukkan kenaikan atau penurunan.
- c) Analisis persentase, merupakan teknik analisis per komponen (*common size*) untuk mengetahui persentase investasi masing-masing aktiva terhadap keseluruhan atau total aktiva maupun utang.
- d) Analisis sumber dan penggunaan modal kerja, merupakan teknis analisis untuk mengetahui besarnya sumber dan penggunaan modal kerja melalui dua periode waktu yang dibandingkan.
- e) Analisis sumber dan penggunaan kas, merupakan teknis analisis untuk mengetahui kondisi kas disertai sebab terjadinya perubahan kas pada satu periode tertentu.

- f) Analisis rasio keuangan, merupakan teknik analisis keuangan untuk mengetahui hubungan antara pos tertentu dalam neraca maupun laporan laba-rugi, baik secara individu maupun simultan.
- g) Analisis perubahan laba kotor, merupakan teknik analisis keuangan untuk mengetahui hubungan posisi laba dan sebab-sebab terjadinya perubahan laba.
- h) Analisis *break even*, merupakan teknik analisis keuangan untuk mengetahui tingkat penjualan yang harus dicapai agar perusahaan tidak mengalami kerugian.

3. Analisis Rasio Keuangan

3.1. Pengertian Rasio Keuangan

Rasio keuangan merupakan rasio yang menggambarkan atau pertimbangan (*mathematical relationship*) antara jumlah tertentu dengan jumlah yang lain. Alat analisis berupa rasio ini dapat menjelaskan atau memberi gambaran kepada penganalisis tentang baik atau buruknya keadaan atau posisi keuangan suatu perusahaan (Munawir, 2007). Sementara, Jumingan (2006:242) menjelaskan rasio keuangan sebagai analisis yang membandingkan satu pos laporan dengan pos laporan keuangan lainnya, baik secara individu maupun bersama-sama guna mengetahui hubungan antar-pos tertentu, baik dalam neraca maupun dalam laporan laba rugi.

Rasio menggambarkan suatu hubungan dan perbandingan antara jumlah tertentu dalam satu pos laporan keuangan dengan jumlah lain pada laporan keuangan yang lain. Hasil penelitian laporan keuangan yang menunjukkan kinerja perusahaan tersebut dipakai sebagai dasar penentu kebijakan bagi pemilik, manajer, dan investor. Rasio keuangan juga dapat membantu perusahaan dalam mengidentifikasi kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan. Rasio keuangan merupakan suatu teknik analisis dalam bidang manajemen keuangan yang dimanfaatkan sebagai alat ukur kondisi-kondisi keuangan suatu perusahaan dalam periode tertentu (Munawir, 2007:22).

Rasio-rasio keuangan dihitung berdasarkan pada angka-angka dari laba-rugi dan neraca.

1. Laba-Rugi

PT Maju Terus
Laporan Laba-Rugi selama Tiga Tahun Terakhir, 2013, 2014, dan 2015

Pendapatan (Jasa)	2013 (Rp)	2014 (Rp)	2015 (Rp)
Pelayanan Kapal	33.289.883.616	77.753.738.928	130.915.865.021
Jasa Barang	10.133.608.193	10.048.766.210	2.378.984.062
Pengusahaan Alat-alat	201.900.000	120.300.000	139.240.000
Pelayanan Usaha Terminal	7.563.352.049	6.170.369.464	4.284.996.043
Pengusahaan T B L	363.895.222	357.221.980	151.234.650
Kerjasa sama operasi	1.385.401.660	387.566.044	30.716.604.771
Pelabuhan dermaga khusus	14.524.830.672	15.422.974.018	18.097.924.762
Lain-lain Usaha	1.869.325.262	9.368.367.642	20.186.653.610
Jumlah Pendapatan	69.332.196.874	136.027.221.286	206.871.502.919
Reduksi Pendapatan	3.222.977.249(-)	41.795.557.550(-)	61.055.931.466(-)
Pendapatan Usaha Bersih	66.109.219.625	94.231.663.736	145.815.502.919
Pendapatan di luar Usaha	694.168.169 (+)	1.548.387.890 (+)	1.603.931.466(+)
Jumlah Pendapatan Usaha	66.803.387.794	95.780.051.626	147.419.914.654
Beban Gaji	5.862.094.914	7.291.325.843	11.115.950.389
	5.655.890.122	4.751.152.594	5.909.317.193
	188.674.422	80.617.433	438.093.769
	24.514.089.508	40.644.316.408	68.509.035.668

Sumber: PT Maju Terus

2. Neraca

Untuk menerapkan alat analisis yang digunakan dalam menentukan rasio-rasio sehat-tidaknya sebuah perusahaan, terlebih dahulu menyusun laporan keuangan berupa neraca seperti di bawah ini.

PT Maju Terus
Laporan Neraca selama Tiga Tahun Terakhir, 2013, 2014, dan 2015

Perkiraan	Per 31/12(Rp)	Per 31/12(Rp)	Per 31/12(Rp)
AKTIVA LANCAR:			
Kas dan Bank			10.575.016.003
Piutang Usaha	3587.281.804	6.346.712.645	
Penyisihan Piutang Usaha	983.758.752(-)	1.511.261.126(-)	1.908.456.501(-)
Uang Muka	60.000.000	18.995.000	95.700.000
Persediaan	57.320.600	56.459.813	49.387.570
Pajak Masukan	115.594.084	618.680.933	1.085.569.722
Biaya dibayar dimuka	242.074.396	281.715.002	203.182.464
Pendapatan Masih akan diterima	214.015.958	3.167.128.431	-
Jumlah Aktiva Lancar	3.694.434.102	9.597.633.156	10.207.318.895

Manajemen Keuangan Berbasis Hasil Penelitian

AKTIVA TETAP:			
Bangunan Fasilitas Pelabuhan Kapal	44.780.741.106	45.159.941.106	45.869.591.106
Alat Fasilitas Pelabuhan	5.813.569.696	8.637.191.595	8.637.191.595
Instalasi Fasilitas Pelabuhan	205.905.000	205.905.000	1.048.045.000
Tanah	-	501.465.917	501.465.917
Jalan dan Bangunan	2.585.570.668	5.716.402.268	5.716.402.268
Peralatan	4.611.307.805	5.100.980.586	5.498.818.768
Kendaraan	462.673.227	462.673.227	462.673.227
Emplasemen	1.407.582.168	1.653.182.164	1.950.009.437
	1.796.108.683	1.862.293.687	1.862.293.687
Jumlah Aktiva Tetap	62.164.924.269	69.300.035.550	71.546.491.005
Penyusutan Aktiva Tetap	20.326.205.519(-)	21.958.371.566(-)	24.846.057.989(-)
Jumlah Nilai Buku Aktiva Tetap	41.838.718.750	47.341.663.984	46.700.433.016
AKTIVA DALAM PENERJAAN			
Aktiva dalam Konstruksi			
Jumlah Aktiva dalam Pengerjaan	3.088.151.345	576.087.855	7.362.412.783
AKTIVA TIDAK BERWUJUD			
HPL Tanah			
Akumulasi Amortisasi HPL Tanah	62.376.051(-)	93.564.074(-)	124.752.099(-)
Beban yang ditanggguhkan			
A.A. Beban yang ditanggguhkan	713.644.296(-)	727.554.296(-)	727.554.296(-)
Aktiva Tetap tidak berfungsi	40.991.609	-	-
Aktiva Lain-lain	3.062.689.216	3.062.689.216	3.062.689.195
Jumlah Aktiva Lain-lain	3.103.680.827	3.076.599.218	3.062.689.198
TOTAL SELURUH AKTIVA	52.286.369.502	61.122.180.668	68.119.906.249
UTANG JANGKA PENDEK:			
Utang Usaha			
Utang Reduksi Pendapatan	385.074.376	865.710.918	12.052.029.607
Uang Panjar	662.790.561	556.554.684	2.427.508.787
Uang Titipan	435.077.622	-	-
Utang Pajak Lainnya	276.908.232	1.869.147.151	1.697.736.559
Utang Dana Pensiun	339.400.000	339.400.000	339.400.000
Beban yang Masih Harus Dibayar	1.127.353.018	539.483.683	3.330.422.494
Pendapatan diterima dimuka	25.758.990	4.856.006	1.407.835.956
PNBP yang belum dibayar	120.176.252	279.225.000	1.297.839.614
Jumlah Utang Lancar	3.443.865.451	5.651.733.407	27.945.281.117
UTANG JANGKA PANJANG:			
Kewajiban Imbalan Pasca Kerja			
Jumlah Utang Jangka Panjang	1.919.901.740	1.919.901.740	1.919.901.740
EUKUITAS:			
Laba Rugi Tahun Lalu			
Laba Rugi Tahun Berjalan	34.047.346.538	56.450.439.456	95.151.438.428
Jumlah Ekuitas	111.819.362.822	90.497.785.994	151.601.877.884
Laba yang disetor ke Kantor Pusat	111.819.362.822(-)	90.497.785.994(-)	151.601.877.884(-)
Rekening Koran Lancar			
TOTAL PASIVA	52.286.369.502	61.122.180.668	68.119.906.249

3.2 Jenis-jenis Rasio Keuangan

Rasio keuangan atau *financial ratio* sangat penting untuk melakukan analisis terhadap kondisi internal perusahaan pada umumnya dan kondisi keuangan perusahaan pada khususnya. Menurut Riyanto (2001:30), ada beberapa jenis rasio keuangan yang sering digunakan. Jika dilihat dari

sumbernya, maka rasio-rasio itu dapat digolongkan dalam tiga golongan, yaitu:

- a) rasio-rasio neraca, yaitu rasio-rasio yang disusun dari data yang berasal dari neraca, misalnya *current ratio*, *acid ratio*, dan lain sebagainya;
- b) rasio-rasio laporan laba-rugi, yaitu rasio-rasio yang disusun dari data yang berasal dari *income statement*, misalnya *gross profit margin*, *net operating margin*, dan lain sebagainya; serta
- c) rasio-rasio antar-laporan, yaitu rasio-rasio yang disusun dari data yang berasal dari neraca dan data lainnya yang berasal dari *income statement*, misalnya *assets turnover*, *inventory turnover*, dan lain sebagainya.

Adapun rasio-rasio keuangan yang sering ditemukan adalah rasio likuiditas, rasio leverage, rasio aktivitas, dan rasio profitabilitas.

- a) Rasio likuiditas merupakan rasio yang dipakai untuk mengukur likuiditas perusahaan (*current ratio*, *acid test ratio*).
- b) Rasio leverage merupakan rasio yang dipakai untuk mengukur sampai berapa jauh aktiva perusahaan dibiayai oleh utang. (*debt total assets ratio*, *net worth to debt ratio*, dan lain sebagainya).
- c) Rasio aktivitas merupakan rasio yang dipakai untuk mengukur sampai seberapa besar efektivitas perusahaan dalam mengerjakan sumber-sumber dayanya (*inventory*, *average*, *collection period*, dan lain sebagainya)
- d) Rasio profitabilitas merupakan rasio yang dipakai untuk mengetahui hasil akhir dari sejumlah kebijaksanaan dan keputusan (*profit margin on sales*, *return on total assets*, *return on net worth* dan lain sebagainya).

3.3 Alat Analisis

Langkah-langkah yang dilakukan untuk mengetahui keadaan keuangan ditinjau dari aspek (1) likuiditas, (2) rasio solvabilitas, (3) rasio aktivitas, dan (4) rasio profitabilitas/rentabilitas. Keempat rasio tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut.

1. Rasio Likuiditas Tahun 2013-2015

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan semua kewajiban-kewajiban yang segera jatuh tempo.

Untuk mengukur rasio tersebut, maka pertama harus melihat rasio-rasio tahun dasar.

Rasio Likuiditas Tahun 2013

Sebelum membahas lebih jauh materi ini, maka penulis menjelaskan penggunaan rumus yang lebih kepada pencantuman rumus yang sesungguhnya berlaku dalam persen (%) atau sama dengan per seratus, atau lawan kata dari bagi VS kali, tambah VS kurang, persen VS bagi seratus, contoh 5%, dibaca $5/100 = 0,05$. Jadi, penerapan persen di atas, jika diterapkan pada rumus maka hasilnya seperti di bawah ini.

$$\frac{\text{Rp3.694.434.102}}{\text{Rp3.443.865.451}} \times 100\% = 1,073\% \text{ berdasarkan penjelasan di atas hasil perhitungan ini salah.}$$

$$\frac{\text{Rp3.694.434.102}}{\text{Rp3.443.865.451}} \times 100 = 107,3\% \text{ berdasarkan penjelasan di atas hasil perhitungan ini benar.}$$

Berdasarkan logika tersebut, penulis mencantumkan rumus yang berbeda.

a. Rasio Lancar (Current Ratio) Tahun 2013

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan yang memiliki utang lancar dapat menutupi seluruh kewajiban yang segera jatuh tempo. Untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menutupi semua kewajiban yang segera jatuh tempo, dapat menggunakan rumus berikut.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp3.694.434.102}}{\text{Rp3.443.865.451}} \times 100 = 107,3\%$$

b. Rasio Cepat (Quick Ratio) Tahun 2013

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan, dengan mengabaikan persediaan yang dimiliki perusahaan, karena persediaan tersebut masih memerlukan proses yang lebih lama, yaitu melalui penjualan.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Kas+Efek+Bank+Piutang}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp3.005.429.064}}{\text{Rp3.443.865.451}} \times 100 = 87,3\%$$

c. Rasio Kas (Cash Ratio) Tahun 2013

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan suatu perusahaan terkait dengan uang kas yang dimiliki untuk membayar utang akan dibayarkan saat ini. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka rumus yang digunakan untuk mengukur kemampuan uang kas dalam perusahaan dapat dilihat berdasarkan rumus berikut.

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Kas}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp } 401.906.012}{\text{Rp } 3.443.865.451} \times 100 = 11,7\%$$

Rasio Likuiditas Tahun 2014

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan semua kewajiban-kewajiban yang segera jatuh tempo. Untuk mengukur rasio tersebut, maka pertama kita menggunakan rasio-rasio seperti berikut.

a. Rasio Lancar (Current Ratio) Tahun 2014

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan yang memiliki utang lancar dapat menutupi seluruh kewajiban yang segera jatuh tempo. Untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menutupi semua kewajiban yang segera jatuh tempo, dapat menggunakan rumus berikut.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp } 9.597.633.156,-}{\text{Rp } 5.651.733.407,-} \times 100 = 169,8\%$$

b. Rasio Cepat (Quick Ratio) Tahun 2014

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan, dengan mengabaikan persediaan yang dimiliki perusahaan, karena persediaan tersebut masih memerlukan proses yang lebih lama, yaitu melalui penjualan.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Kas+Efek+Bank+Piutang}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp } 5.454.653.977,-}{\text{Rp } 5.651.733.407,-} \times 100 = 96,5\%$$

c. Rasio Kas (Cash Ratio) Tahun 2014

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan suatu perusahaan terkait dengan uang kas yang dimiliki untuk

membayar utang akan dibayarkan saat ini. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka rumus yang digunakan untuk mengukur kemampuan uang kas yang dalam perusahaan dapat dilihat seperti berikut.

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Kas}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp619.202.458,-}}{\text{Rp5.651.733.407,-}} \times 100 = 11\%$$

Rasio Likuiditas Tahun 2015

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan semua kewajiban-kewajiban yang segera jatuh tempo. Untuk mengukur rasio tersebut, maka menggunakan rasio-rasio seperti berikut.

a. Rasio Lancar (Current Ratio) Tahun 2015

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan yang memiliki utang lancar dapat menutupi seluruh kewajiban yang segera jatuh tempo. Untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menutupi semua kewajiban yang segera jatuh tempo, dapat menggunakan rumus berikut.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp10.207.318.895,-}}{\text{Rp27.207.318.895,-}} \times 100 = 36,5\%$$

b. Rasio Cepat (Quick Ratio) Tahun 2015

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan, dengan mengabaikan persediaan yang dimiliki perusahaan, karena persediaan tersebut masih memerlukan proses yang lebih lama, yaitu melalui penjualan.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Kas+Efek+Bank+Piutang}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp8.773.479.139,-}}{\text{Rp27.945.281.117,-}} \times 100 = 31,4\%$$

c. Rasio Kas (Cash Ratio) Tahun 2015

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan suatu perusahaan terkait dengan uang kas yang dimiliki untuk membayar utang akan dibayarkan saat ini. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka rumus yang digunakan untuk mengukur kemampuan uang kas dalam perusahaan seperti berikut.

$$\text{CashRatio} = \frac{\text{Kas}}{\text{Utang Lancar}} \times 100 = \frac{\text{Rp } 106.919.637,-}{\text{Rp } 27.945.281.117,-} \times 100 = 0,38\%$$

2. Rasio Solvabilitas Tahun 2013 -2015

Rasio solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi (membayar) seluruh kewajiban, baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Dalam praktiknya, apabila hasil perhitungan perusahaan ternyata memiliki rasio solvabilitas yang tinggi, hal ini akan berdampak timbulnya risiko kerugian lebih besar, meski ada juga kesempatan mendapat laba. Sebaliknya, apabila perusahaan memiliki rasio solvabilitas lebih rendah, risiko mengalami kerugian juga akan lebih kecil, terutama pada saat perekonomian menurun. Hal ini juga mengakibatkan rendahnya tingkat hasil pengembalian (*return*) pada saat perekonomian tinggi. Suatu perusahaan yang solvable berarti bahwa perusahaan tersebut mempunyai aktiva atau kekayaan yang cukup untuk membayar semua utang-utangnya. Rasio-rasio solvabilitas terdiri dari sebagai berikut.

Rasio Solvabilitas Tahun 2013

a. Debt to Asset Ratio (DAR) Tahun 2013

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar aktiva yang dimiliki perusahaan yang dibiayai dengan utang. Hal ini dapat memengaruhi pengelolaan aktiva suatu perusahaan. Untuk mengetahui pengaruh tersebut, dapat menggunakan rumus berikut.

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Total Aset (Assets)}} \times 100 = \frac{\text{Rp } 5.363.767.191}{\text{Rp } 52.286.369.502} \times 100 = 10,26\%$$

b. Debt to Equity Ratio (DER) Tahun 2013

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}} \times 100 = \frac{\text{Rp } 5.363.767.191}{\text{Rp } 111.819.362.822} \times 100 = 4,8\%$$

c. Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER) tahun 2013

$$\text{LTDtER} = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Ekuitas (Equity)}} \times 100 = \frac{\text{Rp 1.919.901.740}}{\text{Rp 111.819.362.822}} \times 100 = 1,72\%$$

Rasio Solvabilitas Tahun 2014

a. Debt to Asset Ratio (DAR) Tahun 2014

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar aktiva yang dimiliki perusahaan yang dibiayai dengan utang. Hal ini dapat memengaruhi pengelolaan aktiva suatu perusahaan. Untuk mengetahui pengaruh tersebut, dapat menggunakan rumus berikut.

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Total Aset (Assets)}} \times 100 = \frac{\text{Rp7.571.635.147,-}}{\text{Rp61.122.180.668,-}} \times 100 = 12,39\%$$

b. Debt to Equity Ratio (DER) Tahun 2014

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}} \times 100 = \frac{\text{Rp7.571.635.147,-}}{\text{Rp90.497.785.994}} \times 100 = 8,37\%$$

c. Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER) Tahun 2014

$$\text{LTDtER} = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Ekuitas (Equity)}} \times 100 = \frac{\text{Rp 1.919.901.740,-}}{\text{Rp 90.497.785.994,-}} \times 100 = 2,12\%$$

Rasio Solvabilitas Tahun 2015

a. Debt to Asset Ratio (DAR) Tahun 2015

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar aktiva yang dimiliki perusahaan yang dibiayai dengan utang. Hal ini dapat memengaruhi pengelolaan aktiva suatu perusahaan. Untuk mengetahui pengaruh tersebut, dapat menggunakan rumus berikut.

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Total Aset (Assets)}} \times 100 = \frac{\text{Rp29.865.187.857,-}}{\text{Rp68.119.906.249,-}} \times 100 = 43,84\%$$

b. Debt to Equity Ratio (DER) Tahun 2015

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}} \times 100 = \frac{\text{Rp } 29.865.182.857,-}{\text{Rp } 151.601.877.884,-} \times 100 = 19,7\%$$

c. Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER) Tahun 2015

$$\text{LTDtER} = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Ekuitas (Equity)}} \times 100 = \frac{\text{Rp}1.919.901.740}{\text{Rp}151.601.877.884,-} \times 100 = 1,27\%$$

3. Rasio Aktivitas

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur (menilai) keefektifan modal yang dimiliki perusahaan selama periode tahun yang bersangkutan.

3.4 Analisis Rasio Aktivitas (*Activity Ratio*)

Rasio tersebut digunakan untuk mengukur seberapa besar efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber dana yang dimilikinya. Dana rasio ini membandingkan tingkat penjualan dengan investasi dalam berbagai rekening aktiva, seperti perputaran persediaan, perputaran piutang, perputaran aktiva tetap, dan perputaran total aktiva. Rasio-rasio aktivitas terdiri dari sebagai berikut.

Analisis Rasio Aktivitas (*Activity Ratio*) Tahun 2013

a. Working Capital Turnover

$$\frac{\text{Pendapatan Bersih}}{\text{Modal Kerja}} \times 1 \text{ Kali}$$

$$\frac{\text{Rp } 66.803.387.794,-}{\text{Rp } 250.568.651,-} \times 1 \text{ Kali} = 267 \text{ Kali Putaran}$$

b. Fixed Assets Turnover

$$\frac{\text{Pendapatan}}{\text{Total Aktiva Tetap}} \times 1 \text{ Kali}$$

$$\frac{\text{Rp } 95.780.051.626,-}{\text{Rp } 51.524.547.512,-} \times 1 \text{ Kali} = 1 \text{ Kali Putaran}$$

c. Total Assets Turnover

$$\frac{\text{Pendapatan}}{\text{Total Aktiva}} \times 1 \text{ Kali}$$

$$\frac{\text{Rp } 66.803.387.794,-}{\text{Rp } 52.286.369.502,-} \times 1 \text{ Kali} = 1 \text{ Kali Putaran}$$

$$\frac{\text{Pendapatan Bersih}}{\text{Modal Kerja}} \times 1 \text{ Kali}$$

Analisis Rasio Aktivitas (*Activity Ratio*) Tahun 2014

a. Working Capital Turnover

$$\frac{\text{Rp } 95.780.051.626,-}{\text{Rp } 3.945.899.749,-} \times 1 \text{ Kali} = 24 \text{ Kali Putaran}$$

b. Fixed Assets Turnover

$$\frac{\text{Pendapatan}}{\text{Total Aktiva Tetap}} \times 1 \text{ Kali}$$

$$\frac{\text{Rp } 95.780.051.626,-}{\text{Rp } 51.524.547.512,-} \times 1 \text{ Kali} = 2 \text{ Kali Putaran}$$

c. Total Assets Turnover

Pendapatan
----- x 1 Kali
Total Aktiva

Rp 95.780.051.626,-
----- x 1 Kali = 2 Kali Putaran
Rp 61.122.180.668,-

Analisis Rasio Aktivitas (*Activity Ratio*) Tahun 2015

a. Working Capital Turnover

Pendapatan Bersih
----- x 1 Kali
Modal Kerja

Rp 147.419.914.654,-
----- x 1 Kali = 8 Kali Putaran?
Rp 17.737.962.222

b. Fixed Assets Turnover

Pendapatan
----- x 1 Kali
Total Aktiva Tetap

Rp 147.419.914.654,-
----- x 1 Kali = 3 Kali Putaran
Rp 57.912.587.354,-

c. Total Assets Turnover

Pendapatan
----- x 1 Kali
Total Aktiva

Rp 147.419.914.654,-
----- x 1 Kali = 2 Kali Putaran
Rp 68.119.906.249,-

3.5 Analisis Rasio Profitabilitas (Rentabilitas)

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode waktu tertentu. Profitabilitas perusahaan diukur dengan kesuksesan perusahaan dan kemampuan menggunakan aktivasnya secara produktif. Dengan demikian, profitabilitas suatu perusahaan dapat diketahui dengan baik jika membandingkan antara laba yang diperoleh dalam suatu periode dengan jumlah aktiva/modal yang dimiliki perusahaan tersebut. Rumus yang digunakan dalam rasio rentabilitas (rasio profitabilitas) dijelaskan sebagai berikut.

Analisis Rasio Profitabilitas (Rentabilitas) tahun 2013

a. *Return On Investment (ROI)*

$$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Bungan \& Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100$$

$$\frac{\text{Rp } 24.514.089.508,-}{\text{Rp } 52.286.369.502,-} \times 100 = 46,9\%$$

b. *Return On Equity (ROE)*

$$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Bunga \& Pajak}}{\text{Modal}} \times 100$$

$$\frac{\text{Rp } 24.514.089.508,-}{\text{Rp } 111.819.362.822,-} \times 100 = 22\%$$

Analisis Rasio Profitabilitas (Rentabilitas) tahun 2014

a. *Return On Investment (ROI)*

$$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Bungan \& Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100$$

$$\frac{\text{Rp } 40.644.316.408,-}{\text{Rp } 61.122.180.668,-} \times 100 = 66,5\%$$

b. Return On Equity (ROE)

$$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Bunga \& Pajak}}{\text{Modal}} \times 100$$

$$\frac{\text{Rp } 40.644.316.408,-}{\text{Rp } 90.497.785.994,-} \times 100 = 45\%$$

Analisis Rasio Profitabilitas (Rentabilitas) tahun 2015

a. Return On Investment (ROI)

$$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Bunga \& Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100$$

$$\frac{\text{Rp } 68.509.035.668,-}{\text{Rp } 68.119.906.249,-} \times 100 = 100,6\%$$

b. Return On Equity (ROE)

$$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Bunga \& Pajak}}{\text{Modal}} \times 100$$

$$\frac{\text{Rp } 68.509.035.668,-}{\text{Rp } 151.601.877.884,-} \times 100 = 45,2\%$$

DAFTAR RUJUKAN

- Brigham. (2004). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Cetakan Pertama. Salemba Empat. Jakarta.
- Earl K. Stice, James D. Stice, K. Fred Skousen (2004). *Akuntansi Intermediate*. Salemba Empat. Jakarta.
- Harahap, Sofyan Safri. (2004). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*, Edisi Pertama. Rajawali Pers. Jakarta. 2007. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*, Edisi pertama, PT. Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. (2012). *Standar Akuntansi Keuangan*, edisi ke empat, cetakan pertama, Salemba Empat. Jakarta.
- Kasmir. (2008). *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi pertama. Rajawali Pers. Jakarta.
- Munawir, S. (2008). *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi Ketiga, Cetakan Kedua, Liberty. Yogyakarta.
- Munawir. (1997). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, edisi Kedua, yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang. (1995). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Ke empat, Cetakan Pertama, Penerbit BPFE-Yogyakarta.
- Sartono R. A. (2008). *Manajemen Keuangan*, Teori dan Aplikasi, Edisi 4, Cetakan ke dua, BPFE, Yogyakarta.
- Sutrisno. (2005). *Manajemen Keuangan*, Teori dan Aplikasi, Cetakan Keempat, Penerbit EKONISIA, Fakultas Ekonomi UII, Yogyakarta.
- Weston, J. Fred, and Thomas E. Copeland. (1995). *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Wild, John J., K.R. Subramanyan, dan Robert E. Haley, (2005). *Financial Statement Analysis (Analisis Laporan Keuangan)*, Edisi Kedelapan, Buku Kedua, Salemba Empat, Jakarta.



Dr. La Ode Hasiara, Drs.,S.E., M.M., M.Pd., Ph.D., Ak.,CA., beliau lahir di Buton, 31 Desember 1962. Riwayat Pendidikan: SD Negeri Bonelalo, lulus tahun 1974. Tahun 1974-1977 menganggur. Pada bulan Juli 1977 lanjut ke SMP Negeri Lawele, lulus 1980, SMA Negeri 2 Bau-Bau jurusan IPA, lulus 1983. Akademi Bank dan Keuangan (ABK) Ujung Pandang, memperoleh gelar Bachelor of Science (B.Sc) lulus 1986 Gelombang Pertama Ujian Negara masih sistem Tingkat. Tahun 1988 melanjutkan ke STIE-YPUP. Jurusan Akuntansi memperoleh gelar Doktorandus (Drs) lulus Th. 1992. Universitas Hasanuddin (UNHAS) memperoleh gelar Sarjana Ekono, Jurusan Akuntansi dan Akuntan (S.E.,Ak), lulus 1998. Pascasarjana UNMUL, konsentrasi Akuntansi Keuangan Daerah memperoleh gelar Magister Manajemen (M.M), lulus 2004. Pascasarjana UM, jurusan Manajemen Pendidikan memperoleh gelar Magister Manajemen Pendidikan (M.Pd), lulus 2009, Pascasarjana Universitas Bra-wijaya Program Doktor Ilmu Akuntansi (Dr), lulus 5 Desember 2011, dan terakhir Pascasarjana UM Program Doktor Manajemen Pendidikan, dan memperoleh gelar (Ph.D).

Riwayat Pekerjaan sebagai Konsultan Pajak dan Keuangan antara lain: (1) PT Makassar Indah Graha Sarana, (2) PT Citra Leppindo Persada, (3) PT Cipta Griya Dipta, (4) PT Hospindo Internusa, (5) PT Konstruksi Nusantara, (6) CV (7) Genytof Fajar, (8) CV Modal Utama, (9) CV. Kencana Sakti, (10) CV Karya Teknik, (11) CV Sulawesi Permai Sakti mulai 1 Juni 1990 s.d. Maret 1999. Riwayat Pekerjaan sebagai guru, antara lain: (1) Guru SMA YAPIP Sungguminasa, (2) instruktur Akuntansi pada Lembaga Pendidikan Kursus "ASRIA di Makassar Mulai Agustus 1988 s.d. 31 Mei 1990.

Riwayat Pekerjaan sebagai dosen, antara lain: (1) Dosen Tetap Yayasan STIE-YPUP di Makassar mulai Juli 1994 s.d. Maret 1999. (2) Dosen tetap terhitung tanggal 1 Maret 1999 CPNS dosen Politeknik Negeri Samarinda. Kemudian tanggal 01 Oktober 2000 diangkat menjadi PNS, dengan golongan III.a. Sejak Tahun 2006 s.d. Mei Tahun 2016 masih pembina tingkat I golongan IV.b.

Sebagai dosen luar biasa (LB) di beberapa perguruan Tinggi Swasta di Samarinda, antara lain: (1) Akademi Akuntansi Edita, (2) Akademi Sekretaris Manajemen, (3) Akademi Maritim, (4) Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen terhitung sejak Juni 1999 s.d. 2006, (5) sejak Tahun 2013 sampai sekarang mengajar di Universitas Mulawarman (Prodi Administrasi Bisnis), dan (6) Pendidikan Profesi Akuntansi Fakultas Ilmu Ekonomi Universitas Mulawarman, selain itu juga aktif menulis artikel ilmiah di beberapa jurnal ilmiah lokal dan nasional, serta internasional.

Hasil karya lain berupa buku yang telah dipublikasikan secara luas adalah (1) akuntansi sektor publik, (2) cakrawalan menuju psikologi akuntansi keuangan pemerintah daerah, (3) Akuntansi Keperilakuan Teori dan Aplikasi di Satuan Kerja Perangkat daerah, (4) Metode Peneliti Multiparadigma Satu, (5) Akuntansi Pemerintahan Implementasi di Satuan Kerja Perangkat Daerah, dan (6) Dasar-Dasar Akuntansi Satu Pendekatan Teori dan Praktik serta Soal-Soal dan Cocok bagi Pemula yang Ingin Mendalami Akuntansi.

Tunggal Mandiri

PUBLISHING

Anggota IKAPI JTI No. 120

Jln. Taman Kebun Raya A-1 No. 9

Pakis - Malang 65154

Tlp. (0341)795261 / Fax. (0341)2991813

e-mail: tunggalmandiri.cv@gmail.com

ISBN: 978-602-8878-55-5

