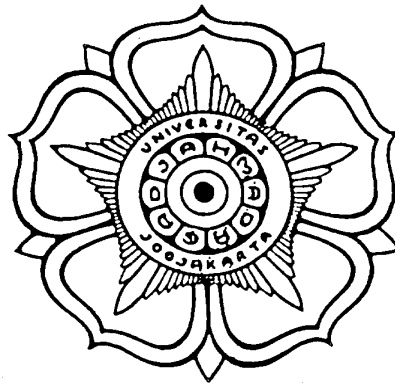


**ANALISIS PENGARUH
SET KESEMPATAN INVESTASI, MANAJEMEN LABA,
LEVERAGE DAN DIVIDEN TERHADAP HUBUNGAN ANTARA
ALIRAN KAS BEBAS DAN NILAI PEMEGANG SAHAM**

DESERTASI



oleh

Fr. Ninik Yudianti

UNIVERSITAS GADJAH MADA

YOGYAKARTA

2005

**ANALISIS PENGARUH
SET KESEMPATAN INVESTASI, MANAJEMEN LABA,
LEVERAGE DAN DIVIDEN TERHADAP HUBUNGAN ANTARA
ALIRAN KAS BEBAS DAN NILAI PEMEGANG SAHAM**

**Desertasi untuk memperoleh
Derajat Doktor Ilmu Ekonomi Akuntansi pada
Universitas Gadjah Mada**

**Dipertahankan di hadapan
Dewan Penguji Program Pascasarjana
Universitas Gadjah Mada Yogyakarta
pada tanggal: 22 Agustus 2005**

**Oleh
Fr. Ninik Yudianti**

**lahir
di Yogyakarta**

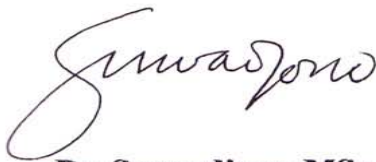
**PERSETUJUAN
OLEH TIM PROMOTOR**



Prof. Dr. Mas'ud Machfoedz, MBA.
Promotor



Prof. Dr. Jogiyanto Hartono M., MBA.
Ko Promotor



Dr. Suwardjono, MSc.
Ko Promotor

PERNYATAAN

Dengan ini penulis menyatakan bahwa dalam disertasi ini tidak terdapat karya yang pernah untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan penulis juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka

Yogyakarta, 22 Agustus 2005

Yang menyatakan,



Fr. Ninik Yudianji

PRAKATA

Penulis memanjatkan puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Pengasih atas segala berkat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi yang berjudul *Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi, Manajemen Laba, Leverage dan Dividen terhadap Hubungan antara Aliran Kas Bebas dan Nilai Pemegang Saham*. Disertasi ini disusun untuk memenuhi salah satu persyaratan akhir studi jenjang Strata-3, Program Ilmu Ekonomi Akuntansi, Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta. Penulis menyadari bahwa tanpa rahmat dan anugerah-Nya, upaya untuk mendapatkan derajat Doktor di bidang akuntansi ini tidak akan tercapai.

Dalam proses penyelesaian studi ini, penulis mendapat banyak bantuan dan dukungan dari berbagai pihak baik secara moril maupun materi. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Mas'ud Machfoedz, MBA. sebagai promotor, Prof. Dr. Jogyanto Hartono M., MBA., sebagai kopromotor, dan Dr. Suwardjono, MSc. sebagai kopromotor. Penulis menyampaikan rasa hormat yang setinggi-tingginya kepada beliau bertiga yang dengan penuh kesabaran dan perhatian berkenan menyediakan waktu untuk membimbing, mengarahkan, memberi nasehat yang sangat membangun selama proses penulisan proposal sampai penyelesaian penulisan disertasi ini.
2. Dr. Indra Wijaya Kusuma, MBA., Dr. Djoko Susanto, MSA., dan Dr. Ertambang Nahartyo, MSc., sebagai tim penilai kelayakan disertasi yang telah memberikan kontribusi sangat besar untuk menyempurnakan penulisan disertasi ini melalui pemberian saran dan masukan yang sangat berharga.

3. Prof. Dr. Slamet Sugiri, MBA., Ak. dan Dr. Hardo Basuki, M.Soc.Sc., Ak sebagai tim penguji yang telah memberikan masukan yang sangat berharga untuk penyempurnaan disertasi ini. Penulis merasakan beliau berdua sangat terbuka dan penuh perhatian dalam memberikan tanggapan untuk penyempurnaan disertasi ini.
4. Prof. Dr. Sulistyono, MBA (Alm.), Dr. Nur Indriantoro (Alm.), Prof. Dr. Zaki Baridwan, M.Sc., dan Dr. Hani Handoko, MBA., yang memberikan dasar-dasar pemikiran baik secara konseptual maupun kuantitatif sehingga meningkatkan wawasan dan kemampuan penulis dalam bidang penelitian dan pengajaran.
5. Program Doktor dan Magister Sains Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, khususnya kepada semua dosen yang telah memberikan bekal ilmu selama penulis belajar di program ini serta seluruh karyawan yang telah banyak membantu penulis dalam penyediaan fasilitas pengajaran maupun urusan administrasi.
6. PT. Bursa Efek Jakarta, Mediacom, Pojok Bursa Universitas Sanata Dharma, *Indonesian Security Market Database* Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada yang telah menyediakan data keuangan perusahaan publik dan data pasar modal untuk penyelesaian disertasi ini.
7. Yayasan Sanata Dharma yang memberikan dukungan keuangan dan fasilitas belajar dalam penyelesaian studi S3 ini. Ucapan terima kasih secara khusus penulis sampaikan kepada Rm. H. van Opzeeland, SJ., Rm. Dr. M. Satrapratedja, SJ., Rm. Dr. Paul Suparno, SJ. beserta para Pembantu Rektor Universitas Sanata Dharma, Dekan, para dosen, dan staf Fakultas Ekonomi Universitas Sanata Dharma Yogyakarta, serta Bapak Aries Dwiatmoko yang telah telah memberikan semangat, bantuan dan dukungan yang sangat berharga bagi penulis untuk menempuh dan menyelesaikan studi S3 ini.
8. Bapak Dr. Hermeindito Kaaro, Bapak Dr. Putu Anom Mahadwartha, dan Bapak Dr. Eko Widodo Lo sebagai teman kuliah dan teman diskusi yang banyak membantu baik dalam saling bagi data maupun pemberian masukan dalam

penyelesaian disertasi ini. Ucapan terima kasih juga ditujukan kepada teman-teman mahasiswa S3 diantaranya Ibu Khomsiyah, Ibu Deni Damarwati, Bapak Gagaring Pagalung, Bapak Syukriy Abdullah, Dr. Sekar Mayangsari, Ibu Mutamimah, Ibu Fifi Swandari, Ibu Nur Fajrih Asyik, Bapak Abdul Hamid Habe, Ibu Ratna, Ibu Yani, yang telah banyak membantu penulis selama studi baik melalui diskusi-diskusi maupun saling bagi materi untuk keperluan perkuliahan maupun penulisan disertasi.

9. Sdr. Dji Min, Sdr. AAn, Sdri. Irma, Sdri. Rainy, Sdr. Slamet yang telah membantu dalam pengumpulan dan penginputan data yang diperlukan dalam penelitian ini.
10. Keluarga terutama suami tercinta Paulus Heriyanto (Alm.) yang selalu memberikan semangat, dorongan dan kekuatan kepada penulis untuk menyelesaikan program doktor ini apapun yang terjadi, bahkan dalam kondisi sakit beratpun beliau masih terus memberikan dukungan untuk segera menyelesaikan disertasi ini. Kedua anakku tercinta M.Gavrilla Hernicka dan Y. Giovanni Hernicko, serta Ibunda V. Setiawati yang dengan penuh kesabaran dan pengertian yang mendalam selalu memberikan dorongan dan dukungan di masa-masa sulit dalam menyelesaikan studi S3 ini.
11. Semua pihak yang telah membantu penulis dalam penyelesaian studi dan penulisan disertasi.

Penulis berharap agar hasil disertasi ini dapat bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan khususnya ilmu akuntansi di Indonesia. Penulis minta maaf kepada semua pihak yang terkait dengan penulisan disertasi ini atas segala kekurangan dan kekhilafan selama menempuh studi dan menyelesaikan penulisan disertasi ini. Semoga Tuhan yang Maha Pengasih membalas segala kebaikan dan bantuannya.

Yogyakarta, 22 Agustus 2005

Penulis,

Fr. Ninik Yudianti

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
PERNYATAAN	iv
PRAKATA	v
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
INTISARI	xv
ABSTRACT.....	xvi
BAB I. PENGANTAR	1
A. Latar Belakang.....	1
B. Masalah Penelitian	8
C. Motivasi Penelitian	8
D. Tujuan Penelitian	11
E. Kontribusi Penelitian	12
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	15
A. Tinjauan Pustaka	15
1. Nilai Perusahaan	15
2. Nilai Pemegang Saham	16
3. Teori Keagenan dan Teori Pengsignalan	20
a. Teori Keagenan	20

b. Teori Pengsignalan	22
4. Teori Keagenan Masalah Aliran Kas Bebas	25
5. Teori Keagenan Masalah Kontrak Utang dan Aliran Kas Bebas	28
6. Aliran Kas Bebas dan Nilai Pemegang Saham	31
7. Manajemen Laba	35
8. Aliran Kas Bebas dan Manajemen Laba	41
9. Aliran Kas Bebas, Set Kesempatan Investasi dan Dividen	45
 B. Rerangka Teori dan Model Konseptual	 54
 C. Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis	 58
1. Hipotesis untuk Menguji Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham	59
2. Hipotesis untuk Menguji Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham pada Tingkat Set Kesempatan Investasi Tinggi dan rendah	60
3. Hipotesis untuk Menguji Asosiasi Aliran Kas Bebas dengan Nilai Pemegang Saham pada tingkat <i>Leverage</i> Tinggi dan rendah	61
4. Hipotesis untuk Menguji Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham pada Tingkat Manajemen Laba, Set Kesempatan Investasi, dan <i>Leverage</i> Tinggi dan Rendah	63
5. Hipotesis untuk Menguji Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham yang Disertai dengan Pembagian Dividen	65
 BAB III. METODA PENELITIAN	 67
A. Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data	67
1. Sampel	67
2. Pengumpulan Data	67
 B. Model Empiris	 68
 C. Variabel Penelitian dan Pengukurannya	 74
1. Nilai Pemegang Saham	74
2. Aliran Kas Bebas	74
3. Manajemen Laba	74
4. <i>Leverage</i>	76
5. Set Kesempatan Investasi	76
6. Dividen	79

BAB IV. ANALISIS HASIL PENELITIAN	80
A. Pembentukan Variabel Instrumental Set Kesempatan Investasi	80
B. Statistik Deskriptif	82
C. Hasil Pengujian Hipotesis	84
1. Pengujian Hipotesis 1	84
2. Pengujian Hipotesis 2	85
3. Pengujian Hipotesis 3	87
4. Pengujian Hipotesis 4	91
5. Pengujian Hipotesis 5	94
BAB V. Pembahasan Hasil Penelitian	98
A. Pembahasan Hasil Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas pada Nilai Pemegang Saham.....	98
B. Pembahasan Hasil Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas pada Nilai Pemegang Saham pada Set Kesempatan Investasi Tinggi dan Rendah	100
C. Pembahasan Hasil Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas pada Nilai Pemegang Saham pada Tingkat Leverage Tinggi dan Rendah	102
D. Pembahasan Hasil Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas pada Nilai Pemegang Saham pada Tingkat Manajemen Laba, Set Kesempatan Investasi, dan Leverage tinggi dan Rendah	106
E. Pembahasan Hasil Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas pada Nilai Pemegang Saham yang Disertai Kebijakan Pendistribusian Dividen	110
F. Uji Sensitivitas.....	113
BAB VI. SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN, DAN SARAN	114
A. Simpulan	114
B. Implikasi	119
C. Keterbatasan Penelitian	120
D. Saran	121

RINGKASAN	123
SUMMARY	148
DAFTAR PUSTAKA	169
LAMPIRAN	176

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel IVA-1 Arah Asosiasi MTBA terhadap Proksi SKI Lainnya	81
Tabel IVA-2 Regresi MTBA dengan Proksi SKI Lainnya	82
Tabel IVB-1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	83
Tabel IVB-2 Frekuensi (N dan %) Pembagian Dividen	84
Tabel IVC-1 Hasil Regresi untuk Menguji H1, H1a, H1b	85
Tabel IVC-2 Hasil Regresi untuk Menguji H2, H2a, H2b	86
Tabel IVC-3 Hasil Regresi untuk Menguji H3	87
Tabel IVC-4 Hasil Regresi untuk Menguji H3a, dan H3b	89
Tabel IVC-5 Hasil Regresi untuk Menguji H4	91
Tabel IVC-6 Hasil Regresi untuk Menguji H4a	92
Tabel IVC-7 Hasil Regresi untuk Menguji H4b	94
Tabel IVC-8 Hasil Regresi untuk Menguji H5	95
Tabel IVC-9 Hasil Regresi untuk Menguji H5a	96
Tabel IVC-10 Hasil Regresi untuk Menguji H5b	97
Tabel VB-1 Statistik Deskriptif Kelompok Sampel AKB Negatif, SKI Tinggi dan Rendah	102
Tabel VIA-1 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian	118

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1 Model Konseptual Hubungan Antarvariabel.....	58
Grafik V-1 Nilai Rata-rata AKB, ML, SKI dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Kwartil AKB Positif dan Negatif	109

DAFTAR LAMPIRAN

Halaman

Lampiran 1:

Tabel L-1	Hasil Regresi untuk Menguji H1 dengan Mengontrol Periode Krisis	166
-----------	--	-----

Lampiran 2:

Tabel L-2	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian per Kwartil AKB Positif dan AKB Negatif	167
-----------	---	-----

Lampiran 3:

Tabel L-3	Hasil Regresi untuk Menguji Hipotesis 4 dengan Memisah Manajemen Laba yang menaikkan Laba dan Manajemen Laba yang Menurunkan Laba	170
Tabel L-3a	Hasil Regresi untuk Menguji Hipotesis 4a dengan Memisah Manajemen Laba yang menaikkan Laba dan Manajemen Laba yang Menurunkan Laba	171
Tabel L-3b	Hasil Regresi untuk Menguji Hipotesis 4b dengan Memisah Manajemen Laba yang menaikkan Laba dan Manajemen Laba yang Menurunkan Laba	172

INTISARI

Penelitian ini menguji hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham dengan mempertimbangkan faktor kontekstual set kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage*, dan dividen sebagai variabel pemoderasi. Secara lebih spesifik penelitian ini menguji apakah masing-masing variabel pemoderasi atau kombinasi beberapa diantaranya mempengaruhi hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang menyediakan data keuangan berturut-turut dari tahun 1994-2002. Analisis data menggunakan periode 1995-2002. Sampel dibagi menjadi kelompok sampel dengan aliran kas bebas positif dan aliran kas bebas negatif karena terdapat perbedaan landasan teori diantara keduanya. Teori yang melandasi aliran kas bebas positif adalah teori keagenan aliran kas bebas dari Jensen (1986), sedangkan teori yang melandasi aliran kas bebas negatif adalah teori keagenan masalah kontrak utang.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa aliran kas bebas positif dapat dipakai sebagai determinan nilai pemegang saham dengan mempertimbangkan faktor-faktor kontekstual set kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage*, dan dividen. Set kesempatan investasi yang tinggi akan memperkuat hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham; manajemen laba yang tinggi (menaikkan maupun menurunkan) akan memperlemah hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham; peningkatan utang akan memperkuat hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham dan kebijakan pendistribusian dividen juga memperkuat hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham.

Sebaliknya untuk kelompok sampel aliran kas bebas negatif pada umumnya menunjukkan hasil yang secara statistis tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa kandungan informasi yang ada pada aliran kas bebas memiliki makna yang berbeda untuk kelompok aliran kas bebas positif dan negatif. Aliran kas bebas positif pada umumnya dinilai secara konsisten oleh para pengguna laporan keuangan sebagai suatu nilai yang menggambarkan keberhasilan manajemen dalam mengelola perusahaan, sebaliknya aliran kas bebas negatif dinilai secara beragam. Para pengguna informasi keuangan belum mampu membedakan makna aliran kas bebas negatif yang disebabkan karena eksploitasi investasi yang tidak menguntungkan di satu pihak, dengan aliran kas bebas negatif yang terjadi akibat investasi perusahaan yang sedang bertumbuh sehingga reaksi mereka atas informasi aliran kas bebas negatif menjadi beragam.

ABSTRACT

This study examines the relationship between free cash flow and shareholder value moderated by contextual variables such as investment opportunity set, earnings management, leverage, and dividend. Specifically, this study examines whether each moderated variable or the interaction some of them influence the relationship between free cash flow and shareholder value.

The sample in this study is non financial companies listed in Jakarta Stock Exchange that providing annual financial reporting from 1994 through 2002 consecutively. Analysis data on this study are based on data in 1995-2002. This sample is separated into positive free cash flow and negative free cash flow because there is a dissimilar in theoretical background. Positive free cash flow is based on agency theory of free cash flow proposed by Jensen (1986) whereas negative free cash flow is based on agency theory of debt.

The result shows that positive free cash flow can be used as a determinant of shareholder value by considering contextual factors investment opportunity set, earnings management, leverage, and dividend. High investment opportunity set positively moderated the relationship between free cash flow and shareholder value; high earnings management (income increasing or income decreasing) negatively moderated the relationship between free cash flow and shareholder value; high leverage positively moderated the relationship between free cash flow and shareholder value; and distribution dividend policy positively moderated the relationship between free cash flow and shareholder value.

On the other hand, the negative free cash flow sample, in general, shows that the result is statistically insignificant. This result shows that information content of negative free cash flow has different meaning compared with positive free cash flow. In most cases, positive free cash flow is consistently valued by external financial reporting users as a value that describe the achievement of management in managing the company whereas negative free cash flow is inconsistently valued by them. External users could not differentiate the information content of negative free cash flow which is caused by exploitation of unprofitable investment (over investing) or information content of negative free cash flow caused by investment in a growth company. Consequently, external user's reaction to negative free cash flow information is inconsistent.