

BAB I. PENGANTAR

A. Latar Belakang

Manajer akan meningkatkan nilai bagi pemegang saham melalui investasi yang memberikan tingkat pengembalian lebih besar daripada biaya modal. Kalau hal ini terjadi berarti ada tambahan manfaat bagi masyarakat. Akan tetapi, tujuan manajemen perusahaan tidak selalu seiring dengan keinginan pemegang saham. Akibatnya, pengoperasian perusahaan tidak selalu meningkatkan nilai pemegang saham tetapi mungkin malah menurunkan atau menghancurkannya.

Aliran kas bebas (*free cash flow*) didefinisi oleh Jensen (1986) sebagai kelebihan kas setelah seluruh proyek yang menghasilkan nilai sekarang bersih positif dilakukan. Aliran kas bebas merupakan salah satu ukuran yang akhir-akhir ini menjadi perhatian para analis dan investor pasar modal karena keberadaan aliran kas bebas jangka panjang di suatu perusahaan dapat mencerminkan pertumbuhan perolehan kas dari penginvestasian kembali modal pada proyek-proyek baru yang merupakan cerminan penciptaan nilai pemegang saham (Fernando, 1996). Perhatian terhadap aliran kas bebas dewasa ini meningkat karena adanya pergeseran falsafah perusahaan di Amerika tentang tolok ukur penciptaan nilai (*benchmark value creation*). Ukuran akuntansi tradisional semata seperti laba per saham atau tingkat pengembalian aktiva dirasa kurang memadai sehingga diperlukan ukuran lain yaitu tingkat aliran kas bebas yang keberadaannya tidak mudah disembunyikan seperti halnya laba yang sering menjadi lahan manipulasi manajemen (Martin dan Petty, 2000). Meskipun begitu, keberadaan aliran kas bebas dapat menimbulkan masalah keagenan. Jensen

(1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap 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. Tindakan manajer ini akan berdampak pada penurunan nilai pemegang saham. Manajer kurang berminat mendistribusi aliran kas bebas karena akan berdampak pada pengurangan sumber-sumber yang ada dalam kendalinya 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 menghindari pengawasan ini dan menghindari kemungkinan ketidaktersediaan dana atau dana tersedia 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 dalam kondisi perusahaan memiliki aliran kas bebas yang substansial.

Beberapa riset yang telah dilakukan 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) sehingga aliran kas bebas 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) mengatakan 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 bertumbuh memerlukan investasi besar sehingga memiliki aliran kas bebas rendah atau negatif. Sebaliknya, perusahaan dalam taraf penurunan akan mengurangi investasinya sehingga cenderung memiliki aliran kas bebas 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 tingkat aliran kas bebas semata tidak dapat dipakai sebagai acuan penciptaan nilai pemegang saham tetapi perlu diperhatikan berbagai faktor lain yang mempengaruhi tinggi rendahnya aliran kas bebas yang akan berdampak pada nilai pemegang saham.

Kontroversi ini sebenarnya mempertanyakan apakah nilai aliran kas bebas sesungguhnya memiliki kandungan informasi yang dapat dipakai untuk memprediksi nilai pemegang saham atau tidak. Kalau memang memiliki kandungan informasi, apakah para pelaku pasar begitu saja menerima informasi aliran kas bebas tanpa

mempertimbangkan berbagai kondisi spesifik perusahaan atau seharusnya mereka melihat kandungan informasi aliran kas bebas ini secara kontekstual. Faktor kontekstual yang seharusnya diperhatikan adalah tingkat set kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage*, dan dividen. Faktor-faktor ini 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 berarti 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 akan direaksi positif oleh pasar karena tindakan manajer ini cenderung akan memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya, perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi, investasi tinggi tetapi tingkat pertumbuhan rendah akan 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 kontekstual 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 yang 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 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). Jadi tingkat manajemen laba perusahaan akan 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 akan berdampak positif terhadap hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham.

Perubahan dividen merupakan cerminan perubahan kebijakan investasi perusahaan karena adanya pertumbuhan (Lang dan Litzenberger (1989)). Teori aliran kas bebas mengemukakan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas substansial akan lebih menyukai kebijakan menginvestasikannya dengan return di bawah biaya modal atau melakukan operasi yang tidak efisien dibandingkan mendistribusinya kepada pemegang saham. Bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah, aliran kas bebas tinggi, kenaikan pembayaran dividen akan berdampak positif terhadap hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham karena kebijakan ini menunjukkan pengurangan kebijakan manajemen untuk investasi yang tidak efisien.

Berdasarkan argumen di atas menjadi menarik untuk diteliti lebih lanjut pengaruh faktor kontekstual tersebut terhadap hubungan aliran kas bebas dan nilai pemegang saham, terutama untuk kasus perusahaan di Indonesia. Penelitian aliran kas bebas di Indonesia belum banyak dilakukan karena kemungkinan belum banyak perusahaan di Indonesia yang memiliki dana aliran kas bebas yang berlebih, bahkan masih cukup banyak perusahaan yang memiliki aliran kas bebas negatif¹. Penelitian aliran kas bebas umumnya difokuskan pada perusahaan yang memiliki dana aliran kas bebas yang berlebih karena diduga bahwa masalah keagenan akan semakin serius ketika aliran kas bebas besar. Hal ini didasarkan pada riset awal Jensen (1989) yang

¹ Riset awal 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, 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 perusahaan seperti apa yang memiliki kandungan informasi.

Riset yang telah ada tidak secara eksplisit menjelaskan seluruh faktor kontekstual di atas. Secara umum berbagai temuan riset mendukung adanya hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham (Fernando,1996; Rappaport,1998; Singh, 1999; Vogt dan Vu, 2000; dan Morrystown, 2002), tetapi tidak menjelaskan adanya faktor kontekstual, kecuali Vogt dan Vu, 2000 yang mempertimbangkan faktor tingkat pertumbuhan perusahaan. Di lain pihak, Penman (2001) mengatakan bahwa aliran kas bebas tidak dapat digunakan sebagai determinan penciptaan nilai bagi pemegang saham. Penelitian ini diharapkan dapat menjembatani kontroversi pendapat mereka dengan mempertimbangkan pengaruh pertumbuhan atau set kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage*, dan dividen perusahaan terhadap hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham.

Penelitian ini juga akan 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

akan memiliki masalah keagenan yang berhubungan dengan pinjaman, atau jaminan pinjaman, sedangkan perusahaan dengan aliran kas bebas positif akan 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 akan memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang kandungan informasi aliran kas bebas.

B. Masalah Penelitian

Permasalahan yang ingin diuji secara empiris dalam penelitian ini dapat dirangkum sebagai berikut:

1. Apakah aliran kas bebas mempengaruhi nilai pemegang saham?
2. Bagaimana dampak kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage* dan kebijakan dividen terhadap pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham?
3. Apakah terdapat perbedaan pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham pada tingkat aliran kas bebas positif dan negatif?

C. Motivasi Penelitian

Para analis dan peneliti pasar modal mulai lebih memperhatikan pentingnya aliran kas bebas. Secara umum dapat dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki

aliran kas bebas tinggi merupakan perusahaan yang memiliki aliran kas di masa mendatang yang menjanjikan. Ini berarti keberadaan aliran kas bebas merupakan signal positif bagi kinerja perusahaan karena aliran kas bebas merupakan hasil keputusan manajemen dalam hal investasi, operasi, dan pendanaan dan bukan merupakan suatu nilai yang dengan mudah dimanipulasi.

Pentingnya aliran kas bebas juga dikemukakan oleh McEnroe (1995) yang mengusulkan supaya menambahkan dua pengungkapan dalam laporan keuangan tahunan perusahaan yaitu aktivitas operasi per saham dan laporan aliran kas bebas. Pelaporan aliran kas bebas ini penting karena adanya potensi konflik atas pendistribusian aliran kas bebas yang terbukti dari beberapa penelitian berdampak pada harga saham yang akhirnya berdampak pula terhadap nilai pemegang saham. Selain itu kebijakan yang berkaitan dengan pemanfaatan aliran kas bebas tidak dapat 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 diantara para analis keuangan maupun peneliti belum sepakat terhadap pengukurannya.

Meskipun keberadaan aliran kas bebas tidak mudah disembunyikan dan diyakini dapat dipakai sebagai salah satu ukuran kinerja perusahaan yang memiliki potensi untuk berkembang tetapi penggunaannya belum meluas khususnya di negara-negara yang pasar modalnya belum berkembang. Penggunaan informasi laba masih mendominasi keputusan untuk menilai kinerja perusahaan meskipun diketahui bahwa laba sering menjadi lahan manipulasi manajemen.

Peneliti termotivasi untuk melakukan penelitian sejauh mana kandungan informasi aliran kas bebas dengan mempertimbangkan berbagai faktor kontekstual perusahaan seperti tingkat kesempatan investasi, manajemen laba, *leverage* dan dividen. Se jauh pengetahuan penulis, penelitian komprehensif seperti ini belum pernah dilakukan sehingga diharapkan dengan menggabungkan berbagai variabel di atas akan memberikan pemahaman yang lebih lengkap atas hubungan tingkat aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham dan dapat menjawab kontroversi ada tidaknya kandungan informasi aliran kas bebas. Pemahaman semacam ini diperlukan bagi para pengguna laporan keuangan untuk dapat memprediksi kinerja perusahaan di masa mendatang dengan lebih akurat.

Penelitian juga belum pernah dilakukan untuk membedakan motivasi manajemen laba pada berbagai tingkat aliran kas bebas (positif dan negatif) guna mengetahui apakah perbedaan karakteristik perusahaan ini juga akan berdampak pada kecenderungan melakukan manajemen laba yang berbeda. Masalah ini penting diteliti untuk mengetahui sejauh mana tindakan manajemen laba akibat masalah keagenan aliran kas bebas akan berdampak terhadap nilai pemegang saham. Riset yang dilakukan Jaggi dan Gul (2002) serta Jones dan Sharma (2001) hanya meneliti hubungan antara aliran kas bebas dengan manajemen laba tetapi hasil tidak konsisten. Ketidakkonsistenan hasil kemungkinan karena adanya peraturan pasar modal yang ketat sehingga perusahaan di Australia lebih sulit melakukan manajemen laba. Kondisi perusahaan di Indonesia kemungkinan berbeda, karena penelitian yang dilakukan Bhattacharya *et al.* (2003) telah membuktikan adanya tindakan

manajemen laba yang meningkatkan laba dan penghindaran kerugian untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia yang berdampak pada tingginya biaya modal.

Peneliti juga termotivasi untuk mengungkap kandungan informasi aliran kas bebas ini dengan membandingkan perusahaan yang memiliki aliran kas bebas positif dan negatif. Perbedaan aliran kas bebas positif dan negatif ini penting dilakukan karena riset yang berkaitan dengan aliran kas bebas saat ini umumnya memfokuskan pada aliran kas bebas positif tinggi saja. Dengan dibedakannya aliran kas bebas positif dan negatif akan diketahui faktor penyebab perbedaan kandungan informasi diantara dua kelompok sampel di atas sehingga para pengguna informasi keuangan dapat menggunakan informasi aliran kas bebas dengan lebih cermat.

D. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak berbagai faktor kontekstual perusahaan seperti kesempatan investasi, manajemen laba, dan *leverage* terhadap pengaruh tingkat aliran kas bebas pada nilai pemegang saham. Secara lebih spesifik penelitian ini bertujuan untuk:

1. Meneliti pengaruh tingkat aliran kas bebas pada nilai pemegang saham tanpa mempertimbangkan faktor kontekstual perusahaan.
2. Meneliti pengaruh tingkat aliran kas bebas pada nilai pemegang saham pada kondisi perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi atau rendah.
3. Meneliti pengaruh tingkat aliran kas bebas (positif/negatif) pada nilai pemegang saham pada kondisi perusahaan dengan *leverage* dan kesempatan investasi tinggi atau rendah.

4. Meneliti pengaruh tingkat aliran kas bebas (positif/negatif) pada nilai pemegang saham pada kondisi perusahaan dengan tingkat manajemen laba dan kesempatan investasi tinggi atau rendah
5. Meneliti pengaruh tingkat aliran kas bebas (positif/negatif) pada nilai pemegang saham pada kondisi perusahaan dengan tingkat manajemen laba dan *leverage* tinggi atau rendah.
6. Meneliti pengaruh tingkat aliran kas bebas (positif tinggi) terhadap nilai pemegang saham dengan membedakan kelompok sampel yang mendistribusi dividen dan kelompok sampel yang tidak mendistribusi dividen.

E. Kontribusi Penelitian

Penelitian ini memberikan beberapa kontribusi yaitu kontribusi teori, metodologi, dan kebijakan sebagai berikut. Kontribusi teori khususnya teori keagenan masalah aliran kas bebas yang menggambarkan adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer perusahaan. Kalau konflik kepentingan ini memang 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. Penelitian ini mempertimbangkan berbagai faktor kontekstual perusahaan yang diduga berperan mempengaruhi pengaruh aliran kas bebas pada nilai pemegang saham sehingga dapat diketahui faktor kontekstual apa saja yang memperkuat atau memperlemah hubungan kedua variabel di atas.

Penelitian ini juga akan memberikan kontribusi terhadap teori akuntansi positif dengan menyajikan bukti empiris ada tidaknya usaha manajer untuk menyembunyikan kinerja perusahaan melalui tindakan manajemen laba yang didasarkan pada tingkat aliran kas bebas yang berbeda. Penelitian 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. Deskripsi hubungan antara aliran kas bebas dengan manajemen laba ini juga penting diketahui oleh para pengguna informasi keuangan karena dapat memberikan informasi awal sejauh mana perusahaan memiliki motivasi oportunistik (informatif) untuk menyembunyikan (menyampaikan) prospek kinerja perusahaan melalui manajemen laba berdasar pada tingkat aliran kas bebas perusahaan.

Kontribusi ketiga 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 yang dilakukan umumnya difokuskan pada perusahaan yang memiliki aliran kas bebas positif tinggi. Pemisahan sampel seperti ini penting karena diduga terdapat perbedaan masalah keagenan dalam kondisi perusahaan dengan aliran kas bebas positif dan negatif yang memiliki dampak yang berbeda terhadap nilai pemegang saham. Selain itu juga ingin diketahui sejauh mana masalah keagenan

aliran kas bebas dari Jensen masih tetap berlaku di luar kondisi aliran kas bebas tinggi

Kontribusi keempat 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 antarperusahaan. 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 akan memberikan gambaran pentingnya aliran kas bebas digunakan sebagai salah satu acuan menilai kinerja perusahaan masa depan sehingga investor tidak terkecoh dengan kinerja semu perusahaan yang tercermin dari informasi laba akuntansi yang kemungkinan telah dimanipulasi oleh manajemen.