

**ANALISIS DESKRIPTIF  
ALIRAN KAS BEBAS, *LEVERAGE*, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* DAN NILAI PEMEGANG SAHAM**

**Studi Kasus : Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2003 – 2010**

**Oleh  
Hendro Sasongko  
Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Pakuan**

**ABSTRAK**

Dalam rangka meningkatkan kualitas keputusan bisnis, para pemangku kepentingan membutuhkan parameter keuangan yang diharapkan mengandung informasi. Informasi ini dapat diperoleh antara lain dari aliran kas bebas, tingkat *leverage*, pertumbuhan perusahaan dan kebijakan deviden. Tujuan penelitian ini melakukan analisis deskriptif arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* (IOS) dan nilai pemegang saham pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasarkan periode pengamatan, kelompok perusahaan BUMN dan non BUMN, serta antar sektor usaha. Penelitian menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan dengan sampel 184 perusahaan selama periode 2003 – 2010. Hasil penelitian menunjukkan tingkat *leverage* relatif stabil dan aliran kas bebas pada umumnya negatif selama periode 2003 – 2010, sedangkan IOS dan nilai pemegang saham cenderung naik walaupun terjadi penurunan pada 2005 dan 2008. Terdapat perbedaan aliran kas bebas, IOS dan

nilai pemegang saham antara periode sebelum krisis (2003-2007) dengan periode krisis dan pasca krisis (2008-2010), namun *leverage* tidak signifikan. *Leverage*, aliran kas bebas, IOS dan nilai pemegang saham perusahaan Non-BUMN lebih tinggi dibandingkan perusahaan BUMN. Sektor industri berpengaruh signifikan terhadap aliran kas bebas, *leverage*, IOS dan nilai pemegang saham. Sektor industri lainnya memiliki *leverage* paling tinggi sedangkan sektor pertambangan memiliki *leverage* terendah. Sektor *consumer goods* memiliki nilai pemegang saham tertinggi sedangkan terendah pada sektor konstruksi, infrastruktur dan property. Aliran kas bebas terendah pada sektor pertambangan dan tertinggi pada sektor industri jasa non keuangan. IOS tertinggi pada sektor industri dasar dan kimia dan terendah pada *consumer goods*. Hasil pemetaan kondisi aliran kas bebas, nilai pemegang saham, *leverage* dan IOS dapat memperkaya penelitian yang bertujuan mempelajari hubungan antara arus kas bebas, *leverage*, IOS, dan nilai pemegang saham yang menggunakan model ekonometrika.

*Key word* : aliran kas bebas (*free cash flow*),  
*leverage*,  
*investment opportunity set*,  
nilai pemegang saham,  
statistik deskriptif

## I. PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Tujuan entitas bisnis adalah meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Parameter pengukurannya dapat dilihat dari laporan keuangan. Setidaknya sejak satu dekade terakhir, pengukuran nilai perusahaan dan nilai pemegang saham telah bergeser kepada parameter yang berbasis aliran kas bebas (*free cash flow*) karena parameter ini dipandang lebih transparan dan relatif sulit untuk direayasa. Meskipun demikian, penggunaan parameter aliran kas bebas juga menimbulkan masalah terutama mengenai kebijakan distribusinya kepada pemegang saham maupun kreditur (*bondholders*). Berlandaskan teori keagenan, menurut Zingales (2000) pembagian aliran kas bebas tersebut bergantung pada dua kekuatan utama pemangku kepentingan perusahaan yaitu prinsipal dan agen.

Penelitian-penelitian yang mengambil topik hubungan aliran kas bebas dengan nilai perusahaan dan nilai pemegang saham ternyata masih menghasilkan kesimpulan berbeda. Penelitian Fernando (1996), Rappaport (1998), Vogt and Vu (2000), Martin and Petty (2000), Morristown (2002) dan Habib (2012) membuktikan aliran kas bebas adalah determinan yang menciptakan nilai pemegang saham. Sebaliknya Penman (2001), Penman dan Yehuda (2009) dan Jennergren (2011) menyimpulkan bahwa aliran kas bebas tidak dapat dijadikan determinan dan tidak relevan dalam menilai perusahaan.

Dalam persepektif teori struktur modal (*capital structure theory*), struktur modal berhubungan erat dengan *leverage*. Ross (1977) berpendapat bahwa nilai perusahaan meningkat bersama *leverage* karena adanya persepsi pasar mengenai nilai. Chowdhury (2010) menyimpulkan, nilai perusahaan dan nilai pemegang saham dipengaruhi oleh kombinasi terbaik antara utang dan ekuitas. Dalam *tradeoff theory* terdapat dua pandangan. Mackie-Mason (1990), Givoly et al. (1992), dan Trezevant (1992) mendukung *tradeoff theory* dengan mekanisme melalui pemanfaatan pajak, tetapi Myers (1984) berargumen bahwa *tradeoff theory* gagal memprediksi variasi waktu dan *cross-sectional* dari rasio-rasio utang yang diobservasi.

Kenaikan nilai perusahaan yang berasal dari kombinasi pilihan investasi di masa yang akan datang disebut sebagai *investment opportunity set* atau IOS (Myers 1977). Penelitian Martini dan Sri (2007) yang mengambil kasus perusahaan BUMN menunjukkan bahwa IOS yang tinggi memiliki nilai perusahaan yang tinggi pada periode berjalan dan periode akan datang.

Adanya perbedaan pandangan dan hasil penelitian antara *leverage* dan nilai perusahaan membuat topik penelitian ini kian menarik untuk dibahas. Yudianti (2005) menggunakan beberapa faktor kontekstual sebagai variabel pemoderasi dalam disertasi tentang hubungan antara aliran kas bebas dan nilai pemegang saham, yaitu set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS), manajemen laba (*earnings management*), *leverage* dan dividen. Hasilnya menunjukkan bahwa kandungan informasi pada aliran

kas bebas memiliki makna yang berbeda untuk kelompok aliran kas bebas positif dan negatif.

Berbagai penelitian menyimpulkan bahwa variabel seperti aliran kas bebas, leverage dan pertumbuhan perusahaan memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian Penman (2001) menyatakan bahwa variabel set kesempatan investasi relevan sebagai proksi pertumbuhan perusahaan. Dividen dan leverage merupakan dua kebijakan yang dilakukan manajemen untuk menekan biaya agensi (Crutchley and Hansen 1989). Leverage berpengaruh terhadap masalah agensi karena legal liability manajemen untuk memenuhi kewajiban kepada kreditur dan menjadi sinyal positif bagi reputasi perusahaan.

Kandungan informasi ini diperlukan bagi para pelaku bisnis yang berkepentingan terhadap faktor-faktor yang membentuk nilai pemegang saham sehubungan dengan rencana investasi, divestasi, merger atau akuisisi, sehingga membutuhkan informasi yang dapat diandalkan. Oleh karena itu menarik melakukan kajian mengenai aliran kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* (sebagai proksi pertumbuhan perusahaan) dan nilai pemegang saham.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Bagaimanakah profil arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* dan nilai pemegang

- saham perusahaan non keuangan periode 2003–2010 ?
2. Bagaimana profil arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* dan nilai pemegang saham perusahaan non keuangan periode sebelum krisis dengan periode krisis dan setelah krisis periode 2003 – 2010?
  3. Bagaimanakah profil arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* dan nilai pemegang saham perusahaan BUMN dan Non-BUMN dalam sektor non keuangan periode 2003 – 2010?
  4. Bagaimanakah profil arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* dan nilai pemegang saham perusahaan non keuangan setiap sektor periode 2003 – 2010?

### 1.3. Tujuan Penelitian

1. Menyajikan profil arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* dan nilai pemegang saham perusahaan non keuangan periode 2003–2010.
2. Menyajikan profil arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* dan nilai pemegang saham perusahaan non keuangan periode sebelum krisis dengan periode krisis dan setelah krisis periode 2003 – 2010.
3. Menyajikan profil arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* dan nilai pemegang saham perusahaan BUMN dan Non-BUMN dalam sektor non keuangan periode 2003 – 2010.

4. Menyajikan profil arus kas bebas, *leverage*, *investment opportunity set* dan nilai pemegang saham setiap sektor periode 2003 – 2010.

## II. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1. Aliran Kas Bebas

Arus kas (*cash flow*) secara sederhana digambarkan sebagai lalu lintas kas di perusahaan yang meliputi arus masuk dan arus keluar. Arus kas yang telah bebas dari seluruh kebutuhan operasional, modal kerja dan kebutuhan investasi jangka panjang dalam bentuk aset tetap, disebut arus kas bebas (*free cash flow*). Distribusi arus kas bebas ini ditujukan kepada seluruh investor perusahaan, meliputi pemegang saham, kreditur (*bondholders*) dan disebut sebagai arus kas bebas untuk perusahaan (*free cash flow to the firm* atau FCFE). FCFE yang telah dikurangkan dengan kebutuhan pembiayaan pinjaman, merupakan arus kas bebas untuk pemegang saham (*free cash flow to equity* atau FCFE).

### 2.2. Nilai Perusahaan dan Nilai Pemegang Saham

Secara umum definisi nilai perusahaan (*firm value*) adalah suatu ukuran ekonomis yang mencerminkan nilai pasar bisnis. Nilai perusahaan dipengaruhi yaitu dua hal yaitu aset yang saat ini telah ditempatkan dan opsi untuk investasi di masa depan. Nilai perusahaan di masa mendatang akan tercermin dari harga saham, karena harga saham mencerminkan *present value* dari arus kas di masa mendatang yang akan diterima investor. Nilai intrinsik perusahaan dapat dihitung dengan beberapa

---

metode, diantaranya dengan melihat nilai buku perusahaan yang tercermin dari posisi ekuitasnya. Metode lain yang umum dilakukan adalah dengan menghitung *net present value* dividen atau arus kas bebas di masa mendatang. Secara sederhana, kaitan antara nilai perusahaan dan nilai pemegang saham ditunjukkan pada sisi kredit neraca perusahaan. Nilai perusahaan ditunjukkan melalui nilai pasar ekuitas dan utang, sedangkan nilai pemegang saham adalah nilai ekuitas itu sendiri. Kedua nilai ini berbasis sama yaitu nilai pasar.

### **2.3. Leverage**

Dalam konteks *finance*, *leverage* dikaitkan dengan perbandingan antara kewajiban (utang) dan ekuitas, dan hal ini berarti pembahasan *leverage* merupakan bagian dari pembahasan mengenai struktur modal (*capital structure*). Watts dan Zimmerman (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan rasio utang tinggi cenderung merekayasa akuntansi untuk meningkatkan laba (*income-increasing*). Manajemen diduga memilih metode akuntansi yang meningkatkan aktiva, mengurangi utang dan meningkatkan pendapatan dengan tujuan untuk menghindari pelanggaran *debt-covenant*.

### **2.4. Investment Opportunity Set**

*Investment opportunity Set* (IOS) dikenalkan pertama kali oleh Myers (1997) yang menyatakan IOS adalah kombinasi aset perusahaan dan pemilihan investasi masa depan yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif. IOS bukan berbentuk pertumbuhan nyata yang dicapai perusahaan saat ini namun

---

kesempatan perusahaan untuk bertumbuh di masa mendatang. Proksi yang seringkali digunakan dikelompokkan dalam proksi berbasis harga, proksi berbasis investasi, proksi berbasis varian, dan gabungan (Kallapur dan Trombley (2001).

### III. METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif dan kualitatif. Sumber data diperoleh dari laporan keuangan *audited* masing-masing perusahaan yang diunduh dari *website* Bursa Efek Indonesia, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), *website etrading securities* dan *website* masing- masing perusahaan.

#### 3.2. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif yaitu suatu metode penelitian yang membahas profil dan kondisi data tertentu sehingga dapat menghasilkan interpretasi menyeluruh. Penelitian ini menggunakan data yang meliputi nilai pemegang saham, arus kas bebas, *leverage* dan *investment opportunity set*.

#### 3.3. Metode Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan emiten saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2003 – 2010 sebanyak 426 perusahaan.

Metode pengambilan sampel adalah *purposive sampling*, yaitu sampel dipilih hanya pada perusahaan non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2003

---

sampai 2010 yang secara konsisten menerbitkan laporan keuangannya selama periode tersebut sebanyak 184 perusahaan.

### 3.4. Definisi Operasional Variabel

a. Nilai pemegang saham (*shareholder value* = SHV)

Nilai pemegang saham yang merupakan *market value of equity* berdasarkan hasil perkalian antara harga penutupan saham (*closing price*) dengan jumlah saham yang beredar (*outstanding share*), atau :

Nilai pemegang saham =  $[Closing Price \times Outstanding Share] / Total Aset$

b. Arus kas bebas (*free cash flow* = FCF)

Arus kas bebas untuk ekuitas (*free cash flow to equity* atau *FCFE*), yang diukur dengan model yang diajukan Damodaran (<http://stern.nyu.edu>) sebagai berikut :

$$FCFE = \text{cash flow from operations} - (\text{net capital expenditure} + \text{changes in working capital}) - \text{principal repayment} + \text{proceeds from new debt issues}$$

$$FCF \text{ ratio} = FCFE / Total Aset$$

c. *Investment opportunity set* (IOS)

Penentuan proksi untuk IOS mengacu pada penelitian oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Sami et al. (1999), Yudianti (2005) dan Akhtaruddin dan Hossian (2008) dimana setiap proksi akan dievaluasi berdasarkan korelasinya dengan realisasi pertumbuhannya yang dinotasikan sebagai *net sales*<sub>t+1</sub> (Kallapur dan Trombley, 1999) yaitu rasio *market to book value of asset*.

---

d. *Leverage* (LEV)

Merujuk pada Jensen, Solberg dan Zorn (1992) variabel ini diukur dengan menggunakan *debt to asset ratio* yaitu rasio total utang terhadap total aset. Secara matematis rasio ini diformulasikan sebagai berikut :

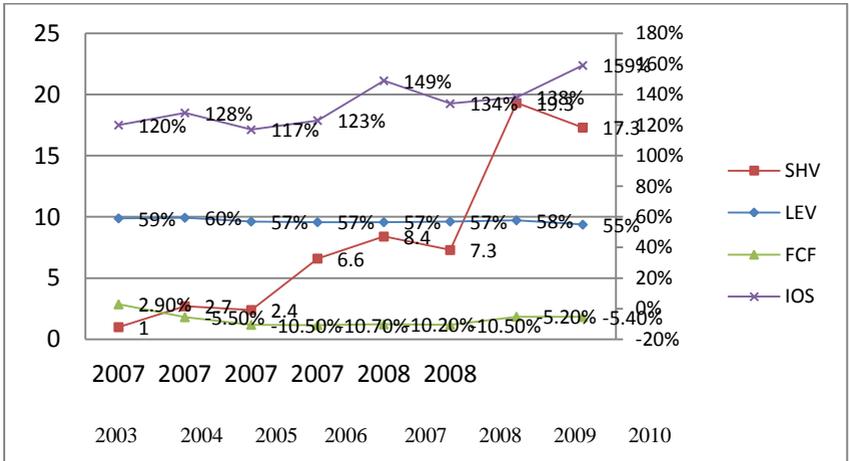
$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

## IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1. Profil Aliran Kas Bebas, *Leverage*, IOS dan Nilai Pemegang Saham pada Perusahaan Non Keuangan Periode 2003 – 2010

Profil aliran kas bebas, leverage, IOS dan nilai pemegang saham (*shareholder value* = SHV) pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam sektor non keuangan selama periode 2003 – 2010 ditunjukkan pada gambar 1 berikut.

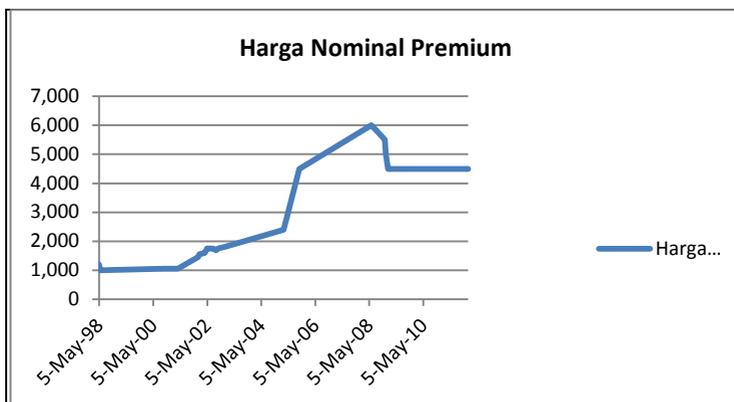
Gambar 1  
 Profil *Leverage*, FCF, IOS dan Nilai Pemegang Saham  
 Perusahaan Non Keuangan  
 Periode 2003-2010



Dari gambar 1 terlihat bahwa FCF secara umum negatif dan terjadi penurunan sejak tahun 2003 dan baru pada tahun 2009 terjadi peningkatan. Tahun 2009 adalah periode pemulihan pasca krisis (2007 – 2008), sehingga peningkatan FCF tersebut diperkirakan karena kinerja bisnis yang mulai membaik, investasi yang masih terbatas, adanya restrukturisasi utang serta kepemilikan mata uang asing dalam jumlah signifikan pada kondisi nilai rupiah yang masih lemah. Tingkat *leverage* selama 2003 – 2010 relatif stabil dalam kisaran 57%. Kondisi ini berarti bahwa sebagian besar struktur modal berasal dari dana eksternal (pinjaman).

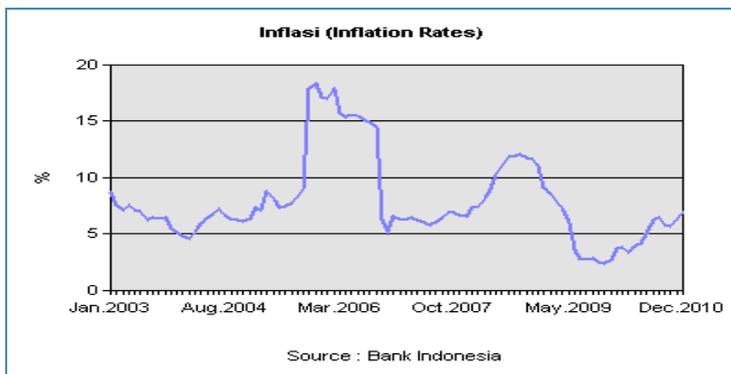
Pola grafik IOS dan SHV relatif mirip karena keduanya cenderung meningkat dan hanya mengalami penurunan pada tahun 2005 dan 2008 yang diperkirakan sebagai imbas kenaikan harga BBM tahun 2005 dan krisis global 2007 – 2008. Gambar 2 menunjukkan perkembangan harga nominal premium selama periode 1998 – 2011, sedangkan gambar 3 dan 4 menunjukkan perkembangan inflasi dan nilai kurs rupiah terhadap dolar Amerika Serikat selama periode 2003 – 2010.

Gambar 2  
Perkembangan Harga Nominal Premium Periode 1998-2011

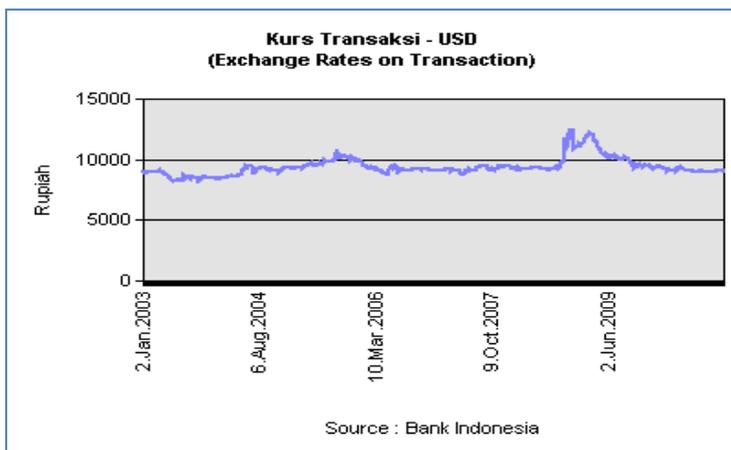


Sumber : <http://bicaraenergi.com>

Gambar 3  
Perkembangan Tingkat Inflasi Periode 2003-2010



Gambar 4  
Perkembangan Kurs Rupiah terhadap Dolar AS Periode 2003-2010



Dampak krisis global terhadap Indonesia yang ditandai antara lain oleh bergerak naiknya inflasi dan melemahnya nilai rupiah sejak 2007 sampai 2008, berdampak pada hampir seluruh kinerja bisnis perusahaan, terutama bagi perusahaan yang memiliki utang valuta asing dan bahan baku impor. Tekanan pada biaya produksi dan biaya pinjaman berimbas pada melambatnya pertumbuhan perusahaan dan memberi sinyal negatif terhadap nilai pasar sahamnya.

#### **4.2. Profil Aliran Kas Bebas, *Leverge*, IOS dan Nilai Pemegang Saham Periode Sebelum Krisis (2003-2007) dengan Periode Krisis dan Setelah Krisis (2008-2010)**

Perekonomian dalam negeri tidak terlepas dari perkembangan ekonomi global. Selama tahun 2003-2010 terjadi beberapa peristiwa penting yang mempengaruhi perekonomian global seperti adanya krisis keuangan yang dipicu oleh *subprime mortgage* di pasar keuangan AS berdampak terhadap perekonomian Indonesia, termasuk kenaikan harga BBM dan berbagai komoditas.

Untuk menilai apakah terdapat perbedaan karakteristik antar tahun selama periode 2003 – 2010, dilakukan *analysis of variance* (ANOVA). Perbedaan setiap tahun pengamatan terhadap keempat variabel di atas, didasarkan pada hipotesis umum:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4 = \mu_5 = \mu_6 = \mu_7 = \mu_8$$

$H_1$  : sekurang-kurangnya ada dua nilai tengah yang tidak sama

Hasil analisis *leverage* menunjukkan bahwa perbedaan tahun pengamatan tidak berhubungan dengan keragaman *leverage*. Hal ini terlihat dari hasil F-hitung yang diperoleh lebih kecil dari F-tabel pada alpa 5% sebesar 0.219 ( $f_{\text{tabel}} = 2.01$ ) dan p-value atau signifikan sebesar 0.981. Dengan demikian tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *leverage* per tahun selama periode 2003-2010. Kondisi yang sama terjadi pada SHV dan FCF, sedangkan pada IOS terlihat ada perbedaan signifikan antara tahun pengamatan terhadap rata-rata IOS. Tabel 1 berikut ini menunjukkan rata-rata *leverage*, SHV, FCF dan IOS selama periode 2003-2010, sedangkan hasil Anova keempat variabel tersebut berdasarkan tahun pengamatan dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 1.  
Rata-Rata *Leverage*, SHV, FCF dan IOS Periode 2003 – 2010

Tahun	Leverage	SHV	FCF	IOS
2003	0.5906	0.6518	0.0491	1.20
2004	0.5951	0.7512	-0.0324	1.28
2005	0.5704	0.6192	-0.0848	1.17
2006	0.5662	0.7242	-0.0973	1.23
2007	0.5659	1.0887	-0.1020	1.49
2008	0.5702	0.8985	-0.1054	1.34
2009	0.5781	0.9464	-0.0271	1.38
2010	0.5496	1.1572	-0.0544	1.59
Total	0.5733	0.8545	-0.0567	1.33

Tabel 2.  
Hasil ANOVA atas *Leverage*, SHV, FCF, dan IOS  
Berdasarkan Tahun Pengamatan 2003 – 2010

			Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Leverage	Between Groups (Combined)		.217	7	.031	.219	.981
	Within Groups		205.773	1451	.142		
	Total		205.991	1458			
SHV	Between Groups (Combined)		56465.550	7	8066.507	.847	.548
	Within Groups		1.386E7	1455	9524.304		
	Total		1.391E7	1462			
FCF	Between Groups (Combined)		1942.703	7	277.529	1.618	.126
	Within Groups		249712.327	1456	171.506		
	Total		251655.030	1463			
IOS	Between Groups (Combined)		17.677	7	2.525	2.338	.023
	Within Groups		1463.677	1355	1.080		
	Total		1481.354	1362			

Data *leverage*, SHV, FCF dan IOS berdasarkan periode sebelum krisis dengan periode krisis dan pasca krisis, ditunjukkan pada tabel 3 di bawah ini.

Tabel 3  
Perbedaan *Leverage*, SHV, FCF dan IOS berdasarkan periode sebelum dan sesudah krisis.

Periode		<i>Leverage</i>	SHV	FCF	IOS
2003-2007	Rata-rata	0.58	0.77	-0.07	1.27
	Median	0.54	0.35	-0.13	0.99
2008-2010	Rata-rata	0.57	1.00	-0.07	1.44
	Median	0.53	0.44	-0.11	0.97
Total	Rata-rata	0.57	0.85	-0.07	1.33
	Median	0.54	0.37	-0.12	0.98

Tabel 4.  
Hasil ANOVA atas *Leverage*, SHV, FCF, dan IOS Berdasarkan Periode Pengamatan 2003 – 2007 dan 2008 – 2010

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
<i>Leverage</i>	Between Groups (Combined)	.016	1	.016	.110	.740
	Within Groups	205.975	1457	.141		
	Total	205.991	1458			
SHV	Between Groups (Combined)	35378.453	1	35378.453	3.724	.054
	Within Groups	1.388E7	1461	9499.623		
	Total	1.391E7	1462			
FCF	Between Groups (Combined)	610.801	1	610.801	3.557	.059
	Within Groups	251044.230	1462	171.713		
	Total	251655.030	1463			
IOS	Between Groups (Combined)	4.589	1	4.589	4.229	.040
	Within Groups	1476.765	1361	1.085		
	Total	1481.354	1362			

Pada Tabel 3 tersebut dapat dilihat bahwa relatif tidak terjadi perubahan pada rata-rata *leverage* setiap tahunnya antara periode sebelum krisis (2003-2007) dengan periode krisis dan setelah krisis (2008-2010). Sebaliknya terdapat kecenderungan peningkatan SHV dan IOS antara dua periode pengamatan tersebut. Tabel 4 berikut ini menunjukkan hasil ANOVA atas keempat variabel tersebut untuk melihat apakah terdapat perbedaan karakteristik antara tahun-tahun dalam periode sebelum krisis dengan periode krisis dan setelah krisis.

Tabel 4 menunjukkan perbedaan SHV, FCF dan IOS antara periode 2003-2007 dan periode 2008-2010, sedangkan *leverage* tidak signifikan. FCF berbeda antara 2 periode tersebut karena kombinasi antara dampak krisis, situasi *turned-around* bisnis, dan pola *cash-holding* sebagai dampak depresiasi rupiah. Kecenderungan SHV dan IOS relatif mirip karena keduanya merupakan fungsi pertumbuhan perusahaan dan kondisi pasar saham. Tingkat *leverage* relatif tidak berfluktuasi antara 2 periode pengamatan karena dalam kondisi apapun, pada umumnya perusahaan dituntut menjaga *leverage* pada tingkat tertentu, antara lain karena persyaratan kredit maupun regulasi, khususnya bagi perusahaan BUMN.

#### **4.3. Aliran Kas Bebas, *Leverge*, IOS dan Nilai Perusahaan BUMN dan Non BUMN dalam Sektor Non Keuangan Periode 2003 - 2010**

Perusahaan BUMN adalah perusahaan yang seluruh atau sebagian besar sahamnya dimiliki Negara.

---

Wahyudi dan Hartini (2006) menunjukkan struktur kepemilikan dengan adanya konsentrasi kepemilikan memiliki implikasi negatif terhadap nilai perusahaan melalui keputusan keuangan yang mempengaruhi keputusan bisnis seperti tingkat *leverage*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan dividen dan aliran kas bebas. Hasil statistik deskriptif antara perusahaan BUMN dan Non-BUMN dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5.  
Statistik Deskriptif Antara Perusahaan BUMN dan Non  
BUMN

	NON BUMN				BUMN			
	LEV	FCF	IOS	SHV	LEV	FCF	IOS	SHV
Mean	0.580	-0.068	1.349	0.864	0.404	-0.070	0.992	0.587
Median	0.540	0.070	1.010	0.384	0.390	0.130	0.900	0.429
std. dev	0.370	0.620	1.210	1.490	0.140	1.620	0.580	0.620
N	1386	1386	1386	1386	64	64	64	64

Berdasarkan tabel 5 terlihat bahwa rata rata LEV, FCF, IOS dan SHV perusahaan Non-BUMN lebih besar dibandingkan dengan perusahaan BUMN. Standar deviasi yang lebih besar pada perusahaan Non-BUMN menunjukkan disparitas yang lebih beragam antar perusahaan mengingat jumlah perusahaan yang lebih banyak serta keleluasaan perusahaan Non-BUMN untuk menentukan tingkat *leverage* maupun FCF. Keragaman IOS dan SHV pada perusahaan Non-BUMN juga lebih ekstrim karena volatilitas harga pasar saham dari banyak perusahaan non-BUMN sebagai salah satu faktor

pembentuk IOS dan SHV dibandingkan dengan perusahaan BUMN yang tercatat hanya 8 perusahaan.

Rata-rata LEV, FCF, IOS dan SHV pada perusahaan BUMN relatif dekat dengan nilai mediannya yang menunjukkan disparitas antar perusahaan tidak terlalu lebar. Rata-rata *leverage* yang berkisar 40% disebabkan manajemen yang menjaga pada tingkat tersebut untuk mencapai skor optimal yang ditentukan oleh Keputusan Menteri BUMN nomor Kep-100/MBU/2002 tentang penilaian tingkat kesehatan BUMN. Rata-rata IOS dan SHV yang relatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan Non-BUMN bukan berarti menunjukkan nilai yang lebih buruk, karena pada umumnya BUMN yang *go-public* tergolong perusahaan-perusahaan yang memiliki kinerja baik, dan capaian nilai tersebut disebabkan oleh faktor denominator yang justru relatif tinggi, yaitu total aset perusahaan. Total aset yang tinggi ini karena akumulasi laba (*retained earnings*) yang diperoleh perusahaan. FCF perusahaan BUMN relatif tidak berbeda dengan perusahaan Non-BUMN karena FCF mencerminkan kinerja manajemen.

Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *leverage*, FCF, IOS dan SHV antara perusahaan BUMN dan Non-BUMN, dilakukan uji-T. Tabel 6 berikut adalah hasil uji-T dimaksud selama periode 2003-2010:

Tabel 6.  
Hasil Uji-t terhadap Variabel *Leverage*, SHV, FCF, dan IOS

Variabel	Mean		T hitung	P value	Hipotesis	Keterangan
	Non BUMN ( $\mu_1$ )	BUMN ( $\mu_2$ )				
Leverage	0.5800	0.4044	11.22	0.000	H0: $\mu_1 = \mu_2$ H1: $\mu_1 > \mu_2$	Tolak H0 terima H1: terdapat perbedaan yang nyata antara non BUMN & BUMN. Perusahaan non BUMN memiliki leverage yang lebih besar
SHV	0.864	0.587	3.14	0.003	H0: $\mu_1 = \mu_2$ H1: $\mu_1 > \mu_2$	Tolak H0, Terima H1, rata-rata SHV perusahaan non BUMN lebih besar dari BUMN
FCF	-0.0689	-0.0711	0.09	0.465	H0: $\mu_1 = \mu_2$ H1: $\mu_1 > \mu_2$	Terima H0, tolak H1: tidak ada perbedaan yang nyata antara perusahaan non BUMN dan BUMN
IOS	1.349	0.992	5.05	0.000	H0: $\mu_1 = \mu_2$ H1: $\mu_1 > \mu_2$	Tolak H0, dan Terima H1, rata-rata IOS perusahaan Non BUMN lebih besar dari BUMN

Tampak perbedaan signifikan pada *leverage*, SHV dan IOS, sedangkan FCF tidak berbeda nyata. *Leverage*, SHV dan IOS perusahaan Non-BUMN lebih besar secara signifikan daripada perusahaan BUMN yang tampak dari t-hitung > t-tabel pada alpha  $\alpha = 5\%$  dan p-value < 0.05.

#### 4.4. Aliran Kas Bebas, *Leverage*, IOS dan Nilai Pemegang Saham Perusahaan Non Keuangan Setiap Sektor Periode 2003 -2010

Setiap sektor memiliki karakteristik dan risiko usaha berbeda sehingga membuat aliran kas bebas, *leverage*, IOS dan nilai pemegang saham masing masing sektor berbeda. Hasil deskriptif masing-masing sektor dapat dilihat pada Tabel 7.

Tabel 7.  
Statistik Deskriptif Antar Sektor Non Keuangan Periode 2003-2010

Sektor	<i>Leverage</i>	SHV	FCF	IOS
Agribisnis	0.54	0.95	-0.09	1.49
Pertambangan	0.35	1.66	-0.26	1.33
Industri dasar & kimia	0.58	0.89	-0.12	1.36
Industri lainnya	0.66	0.62	-0.11	1.27
<i>Consumer Goods</i>	0.42	3.27	-0.12	3.69
Konstruksi, infrastruktur & properti	0.51	0.60	0.12	1.10
Jasa non keuangan	0.59	0.79	-0.01	1.22
Total	0.57	0.85	-0.07	1.33

Pada tabel 7 di atas, sektor usaha yang memiliki memiliki *leverage* paling tinggi adalah sektor industri lainnya yaitu 66% sedangkan sektor pertambangan memiliki *leverage* terendah 35%. Sektor *consumer goods* memiliki SHV tertinggi dengan nilai sebesar 3.27,

sedangkan konstruksi, infrastruktur & properti memiliki SHV terendah, yaitu 0.60. FCF terendah pada sektor pertambangan dan tertinggi pada sektor industri jasa non keuangan. Rasio IOS yang tertinggi pada sektor dasar dan kimia dan yang terendah adalah *consumer goods*.

*Leverage* pada sektor pertambangan paling rendah, yang berarti bahwa sektor ini menggunakan lebih banyak dana internal untuk kebutuhan operasional maupun investasinya. FCF yang paling rendah di sektor ini juga mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan pada sektor pertambangan banyak melakukan investasi aset tetap dengan menggunakan dana internal. Data mengenai penyaluran kredit dari perbankan juga menunjukkan hanya sekitar 2.44% pembiayaan untuk sektor pertambangan dari seluruh total kredit yang disalurkan.

Sektor *consumer goods* memiliki rata rata SHV dan IOS paling tinggi, yang mengindikasikan bahwa nilai pasar saham perusahaan-perusahaan yang tergabung pada sektor ini relatif lebih menarik dibandingkan dengan sektor-sektor lainnya. Data pergerakan harga saham selama 2008 – 2010 menunjukkan pada periode krisis (2007-2008) dimana seluruh indeks saham mengalami penurunan, indeks saham sektor *consumer goods* mengalami penurunan yang terkecil (27.82%), sedangkan pada periode pemulihan (2008-2009), indeks saham sektor ini masuk dalam 5 besar yang mengalami peningkatan tertinggi, dilanjutkan pada periode 2009-2010 yang masuk dalam 2 besar yang mengalami peningkatan tertinggi.

Tabel 8.  
Pergerakan Indeks Saham Sektoral Periode 2008-2010

INDICES	Hi	Low	Clc	Change From Dec 2008	Change From Dec 2007
Jakarta Composite Index (IHSG)	3,786.097 Dec 09	2,475.572 Feb 08	3,703.5 Dec	1,178.948 86.98%	-1,390.418 -77.01%
LQ5	690.261 Nov 09	479.165 Feb 08	661.3 Dec	228.056 84.39%	-329.589 -83.84%
Jakarta Islamic Index	547.674 Nov 10	391.726 May 25	532.9 Dec	200.993 92.97%	-276.825 -88.93%
Agriculture	2,344.557 Nov 10	1,427.350 May 25	2,284.3 Dec	834.324 90.81%	-1,835.990 -150.68%
Mining	3,274.163 Dec 30	1,941.370 May 25	3,274.1 Dec	1,325.797 151.06%	-2,392.410 -256.36%
Basic Industry	413.346 Nov 22	269.179 Feb 08	387.2 Dec	138.945 102.93%	-103.066 -70.06%
Miscellaneous Industry	1,054.544 Oct 04	589.372 Jan 25	967.0 Dec	386.532 179.84%	-262.417 -92.36%
Consumer Goods	1,203.619 Oct 14	672.844 Jan 07	1,094.6 Dec	344.462 105.39%	-109.196 -27.82%
Property & Real Estate	209.074 Oct 13	141.887 May 25	203.0 Dec	43.311 41.85%	-148.327 -120.67%
Infrastructure	851.911 Oct 28	608.157 May 25	819.2 Dec	238.179 48.57%	-383.716 -49.73%
Finance	502.623 Dec 09	291.611 Feb 08	466.6 Dec	125.090 70.94%	-84.234 -40.78%
Trade & Service	474.080 Dec 30	278.418 Jan 04	474.0 Dec	127.429 85.91%	-243.913 -88.67%
Manufacturing	892.584 Oct 04	525.280 Feb 08	823.1 Dec	292.483 123.65%	-166.466 -58.44%

Sumber : IDX Statistics 2010, 2009 dan 2008

Sektor konstruksi dan properti memiliki FCF tertinggi tetapi SHV dan IOS lebih rendah dibandingkan sektor lainnya. Karakteristik sektor ini yang pada umumnya memiliki proyek berjangka menengah dan panjang dan membutuhkan dana relatif besar, mensyaratkan perusahaan untuk memiliki dana besar untuk menyangga kebutuhan investasi dan operasionalnya. Keberhasilan kinerja yang hanya dapat dilihat dalam horizon waktu yang panjang, menjadi

kurang menarik bagi investor yang tidak jarang mengharapkan pertumbuhan yang cepat.

Hasil analisis varian antara sektor non keuangan dapat dilihat pada tabel 8 berikut.

Tabel 9.

Analisis Varian Antar Sektor Non Keuangan

		Mean Square	F	Sig .	Hiptesis	Keterangan
<i>Leverge</i> * Sektor Usaha	Between Groups	1.317	10.513	.00	Ho : $\mu_1 = \mu_2$	Terima Hi
	Within Groups	.125			Hi : $\mu_1 \neq \mu_2$	Terdapat perbedaan yang signifikan
	Total					
FCF * Sektor Usaha	Between Groups	2.213	6.991	.002	Ho : $\mu_1 = \mu_2$	Terima Hi
	Within Groups	0.317			Hi : $\mu_1 \neq \mu_2$	Terdapat perbedaan yang signifikan
	Total					
IOS * Sektor Usaha	Between Groups	32.77	25.522	.009	Ho : $\mu_1 = \mu_2$	Terima Hi
	Within Groups	1.284			Hi : $\mu_1 \neq \mu_2$	Terdapat perbedaan yang signifikan
	Total					
SHV* Sektor Usaha	Between Groups	44.759	6.00	.001	Ho : $\mu_1 = \mu_2$	Terima Hi
	Within Groups	1.968			Hi : $\mu_1 \neq \mu_2$	Terdapat perbedaan

		Mean Square	F	Sig .	Hiptesis	Keterangan
<i>Leverge</i> * Sektor Usaha	Between Groups	1.317	10.513	.00	Ho : $\mu_1 = \mu_2$	Terima Hi
	Within Groups	.125			Hi : $\mu_1 \neq \mu_2$	Terdapat perbedaan yang signifikan
	Total					
FCF * Sektor Usaha	Between Groups	2.213	6.991	.002	Ho : $\mu_1 = \mu_2$	Terima Hi
	Within Groups	0.317			Hi : $\mu_1 \neq \mu_2$	Terdapat perbedaan yang signifikan
	Total					
IOS * Sektor Usaha	Between Groups	32.77	25.522	.009	Ho : $\mu_1 = \mu_2$	Terima Hi
	Within Groups	1.284			Hi : $\mu_1 \neq \mu_2$	Terdapat perbedaan yang signifikan
	Total					

Tabel 9 di atas menunjukkan bahwa karakteristik sektor usaha mempengaruhi FCF, *leverage*, IOS dan nilai pemegang saham. Menurut Penman (2001), aliran kas bebas dipengaruhi oleh nilai investasi dan setiap sektor memiliki keputusan investasi yang berbeda. Perusahaan yang sedang tumbuh cenderung meningkatkan nilai investasinya dan hal ini berpengaruh terhadap kondisi aliran kas bebas dan nilai pemegang sahamnya. Kebutuhan pendanaan yang berbeda pada setiap sektor juga mempengaruhi struktur modal perusahaan.

## V. SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan, simpulan yang dapat diambil yaitu bahwa tingkat *leverage* relatif stabil selama periode 2003 – 2010, sedangkan IOS dan nilai pemegang saham cenderung naik walaupun terjadi penurunan pada 2005 dan 2008. Tingkat *leverage* mengindikasikan lebih 50% struktur modal perusahaan berasal dari pinjaman. Rata-rata nilai pemegang saham sebesar 85% sementara rata-rata *leverage* sebesar 57% mengindikasikan bahwa secara agregat nilai pasar saham melampaui nilai buku saham perusahaan-perusahaan.

Terdapat perbedaan aliran kas bebas, IOS dan nilai pemegang saham antara periode sebelum krisis (2003-2007) dengan periode krisis dan pasca krisis (2008-2010), sedangkan *leverage* tidak signifikan. Aliran kas bebas berbeda antara dua periode tersebut karena kombinasi antara dampak krisis, situasi turned-around bisnis, dan pola cash-holding sebagai dampak depresiasi rupiah. Kecenderungan nilai pemegang saham dan IOS relatif mirip karena keduanya merupakan fungsi pertumbuhan perusahaan dan kondisi pasar saham. Tingkat *leverage* relatif tidak berfluktuasi karena pada umumnya perusahaan dituntut menjaga *leverage* pada tingkat tertentu, antara lain karena persyaratan kredit maupun regulasi.

*Leverage* perusahaan Non-BUMN lebih tinggi dibandingkan perusahaan BUMN. Salah satu penyebabnya adalah, BUMN terikat pada regulasi yang harus menjaga *leverage* pada tingkat tertentu untuk mencapai kesehatan optimal. Nilai pemegang saham, aliran kas bebas dan IOS pada perusahaan Non-BUMN pada umumnya juga lebih tinggi daripada perusahaan

BUMN namun kondisi ini bukan berarti bahwa kinerja perusahaan non-BUMN selalu lebih baik daripada BUMN.

Kelompok sektor usaha berpengaruh signifikan terhadap aliran kas bebas, leverage, IOS dan nilai pemegang saham. Sektor industri lain memiliki leverage paling tinggi sedangkan sektor pertambangan memiliki leverage terendah. Sektor consumer goods memiliki nilai pemegang saham tertinggi sedangkan terendah pada sektor konstruksi, infrastruktur dan property. Aliran kas bebas terendah pada sektor pertambangan dan tertinggi pada sektor industri jasa non keuangan. IOS tertinggi pada sektor industri dasar dan kimia dan terendah pada *consumer goods*.

Adapun saran yang dapat disampaikan yaitu bahwa hasil pemetaan kondisi aliran kas bebas, nilai pemegang saham, *leverage* dan set kesempatan investasi pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel, dapat memperkaya perumusan masalah dan penyusunan hipotesis untuk penelitian yang bertujuan mempelajari pengaruh atau hubungan antara arus kas bebas, *leverage*, investasi, dan nilai pemegang saham yang menggunakan model ekonometrika.

## DAFTAR PUSTAKA

Chowdhury A, SP Chowdhury. 2010. Impact of Capital Structure on Firm's Value : Evidence from Bangladesh. *Business and Economic Horizon* 3 (3): 111 – 122. <http://academicpublishingplatform.com>.

- Crutchly C, R Hansen. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management* 18: 36 – 46. <http://search.proquest.com>.
- Damodaran. Aswath. *Valuation*. <http://stern.nyu.edu>.
- Fernando MM. 1996. Tax Wise or Otherwise: Shareholder Value: New Financial Standard. *Business World*. Manila, April 24.
- Habib A. 2012 Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow. *Australasian Accounting Business and Finance Journal* 5 (4) : 101-122.
- Jensen MC, CW Smith Jr. 1986. *The Modern Theory of Corporate Finance*. McGraw-Hill Book Company. Singapore.
- Martin JD, JW Petty. 2000. *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Harvard Business School Press. Boston, Massachusetts. USA.
- Morristown. 2002. Tying Free Cash Flows to Market Valuations. *Financial Executive* May. <http://search.proquest.com>.
- Myers S. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* : 575 – 591. <http://search.proquest.com>
- Penman SH. 2001. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. International Edition. McGraw-Hill Irwin. Singapore.
- Penman S H, N Yehuda. 2009. The pricing of Earnings and Cash Flows and an Affirmation of Accrual Accounting. *Review of Accounting Studies* 14(4) : 453-479.
-

- Rahim RA, M Hasimi, Norazlan, Fauzias. 2008. Investment, Board Governance and Firm Value: A Panel Data Analysis. *Unpublished Paper*. Graduate School of Business, National University of Malaysia
- Rappaport A. 1998. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors, Revised and Updated*. The Free Press. New York. USA.
- Vogt SC, JD 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. <http://search.proquest.com>.
- Wahyudi U, Hartini. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Working Paper pada Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang, 23 – 26 Agustus*.
- Yudianti, FN. 2005. The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value. *International Conference on Business and Management Research*. <http://pdeb.fe.ui.ac.id>.
- Zingales L. 2000. In Search of New Foundations. *The Journal of Finance* 55(4). <http://search.proquest.com>.

