

## **PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP NILAI PEMEGANG SAHAM DENGAN SET KESEMPATAN INVESTASI DAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL MODERATOR**

***Rima Aguatania Kusuma Wardani***

Jalan Dr. Soepomo Nomor 132, Surakarta 57132

Telepon +62 271 730379

*E-mail:* rima\_1185@yahoo.co.id

***Baldric Siregar***

STIE YKPN Yogyakarta

Jalan Seturan, Yogyakarta 55281

Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155

*E-mail:* siregar@accountant.com

### **ABSTRACT**

This study examines the relationship between free cash flow and shareholder value moderated by contextual variables investment opportunity set and dividend. Corporate size is used as a control variable. Financial data of manufacturing firms listed in the Indonesian Stock Exchange for the period from 2002 to 2007 are used. Five IOS individual proxies used to measure a composite IOS proxy are market to book value of assets ratio, market to book value of equity ratio, price earnings ratio, capital expenditure to book value of asset ratio, and capital expenditure to market value of asset ratio. Moderated regression analysis is used in testing hypothesis. The results show that free cash flow significant positively correlated with shareholder value. Investment opportunity set moderate the relationship. Dividend, however, is not proved to be a moderator variable in the correlation between free cash flow and shareholder value.

***Keywords:*** free cash flow, shareholder value, investment opportunity set, dividend

### **PENDAHULUAN**

Keberadaan perusahaan berkaitan dengan berbagai kepentingan partisipan antara lain pemegang saham, kreditor, dan manajer. Pemegang saham, kreditor, dan manajer adalah pihak-pihak yang memiliki perbedaan kepentingan dan perspektif berkenaan perusahaan. Pemegang saham akan cenderung untuk memaksimalkan nilai saham dan memaksa manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka melalui pengawasan. Kreditor di sisi lain akan berusaha melindungi dana yang sudah mereka tanamkan dalam perusahaan dengan jaminan dan kebijakan pengawasan yang ketat pula. Manajer memiliki dorongan untuk mengejar kepentingan pribadi. Bahkan tidak tertutup kemungkinan manajer melakukan investasi meskipun investasi tersebut tidak dapat memaksimalkan nilai pemegang saham. Perilaku ini disebut dengan *overinvestment* (Wu, 2004).

Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dapat timbul jika manajer bertindak untuk mengejar kepentingannya sendiri demi mendapatkan keuntungan yang sebesar-besarnya tanpa memperhatikan kepentingan pemegang saham. Pengeluaran-pengeluaran yang dilakukan oleh manajer

sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan cenderung konsumtif dan tidak produktif, seperti konsumsi *perquisite*<sup>1</sup> yang berlebihan (Jensen dan Meckling, 1976). Bahkan manajer terkadang membuat keputusan yang menguntungkan diri mereka sendiri untuk mendapatkan kepuasan pribadi yang dapat meningkatkan *prestige* yang berasal dari keputusan yang diambil meskipun keputusan tersebut dapat mengurangi nilai perusahaan.

Adanya aliran kas bebas<sup>2</sup> (*free cash flow*) dalam perusahaan dapat menyebabkan terjadinya konflik antara pemegang saham dengan manajer (Jensen, 1986). Pemegang saham menginginkan agar aliran kas bebas tersebut dibagikan dalam bentuk dividen sedangkan manajer menginginkan agar aliran kas bebas tersebut digunakan sebagai investasi, meskipun peluang pertumbuhan perusahaan rendah sehingga investasi tersebut tidak menghasilkan profitabilitas yang memadai. Manajer tidak menginginkan aliran kas bebas tersebut dibagikan dalam bentuk dividen kas karena dengan pembayaran dividen kas kepada pemegang saham akan mengurangi sumber ekonomi yang berada dalam kekuasaan manajer sehingga akan mengurangi kekuatan manajer dalam perusahaan. Melalui investasi yang dilakukan, manajer akan memperoleh kepuasan pribadi karena manajer akan memperoleh manfaat selain uang (*non-pecuniary benefits*) atau imbalan lainnya.

Isu yang diteliti dalam studi ini adalah apakah aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Selain itu, apakah set kesempatan investasi<sup>3</sup> (*investment opportunity set*) dan dividen merupakan

faktor kontekstual yang tepat dalam memoderasi hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham. Organisasi pembahasan dimulai dari pendahuluan. Bagian kedua berjudul materi dan metode penelitian yang berisi uraian tentang kajian literatur, pengembangan hipotesis, dan metode penelitian. Bagian ketiga berisi uraian tentang deskripsi sampel dan variabel serta pengujian hipotesis. Bagian keempat menguraikan tentang pembahasan terhadap hasil analisis. Sedangkan bagian terakhir berisi kesimpulan, implikasi, keterbatasan, dan saran.

## MATERI DAN METODE PENELITIAN

Perspektif konflik antara pemegang saham dengan manajer dapat dijelaskan dalam kerangka hubungan keagenan. Suatu hubungan keagenan<sup>4</sup> adalah hubungan kontraktual antara pemegang saham sebagai prinsipal yang memberi amanah dan manajer sebagai agen yang menjalankan amanah. Hubungan keagenan muncul ketika seorang individu atau lebih sebagai pemegang saham atau prinsipal mempekerjakan pihak lain, yaitu manajer (agen) untuk melaksanakan pekerjaan dan mendelegasikan wewenang pembuatan keputusan. Hak dan tanggung jawab prinsipal serta agen ditentukan dalam kontrak hubungan pekerjaan. Di dalam model agensi ini, individu diasumsikan termotivasi dengan keinginannya sendiri. Masalah keagenan akan muncul ketika perilaku kerjasama yang memaksimalkan kesejahteraan kelompok tidak konsisten dengan masing-masing keinginan individu.

<sup>1</sup> *Perquisite* adalah tindakan-tindakan yang dilakukan oleh manajer untuk memenuhi kepentingan pribadinya. Salah satu contoh tindakan *perquisite* manajer adalah menginap di hotel bintang lima dengan fasilitas mewah yang sebenarnya tidak diperlukan.

<sup>2</sup> Aliran kas bebas adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap (Ross *et al.*, 2000). Sedangkan Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai bersih sekarang positif.

<sup>3</sup> Set kesempatan investasi adalah tersedianya alternatif investasi di masa yang akan datang bagi perusahaan (Hartono, 1999). Set kesempatan investasi juga dapat didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif.

<sup>4</sup> Hubungan keagenan adalah suatu hubungan kontraktual antara agen dan prinsipal. Prinsipal adalah pihak yang mendelegasikan tanggung jawab kepada pihak lain (agen) untuk melakukan suatu pekerjaan jasa dan diberi wewenang untuk mengambil keputusan. Agen adalah pihak yang diberi tanggung jawab oleh pihak lain (prinsipal) untuk melakukan pekerjaan yang dapat meningkatkan kesejahteraan prinsipal. Agen bertindak atas nama kepentingan prinsipal dan diberi wewenang untuk mengambil keputusan. Salah satu bentuk hubungan keagenan dalam suatu perusahaan adalah hubungan antara manajer dan pemegang saham.

Ada dua masalah dalam hubungan keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Pertama, perbedaan tujuan antara prinsipal dengan agen dalam hal tidak dapat diamatinya kegiatan agen. Prinsipal berharap bahwa agen akan bertindak sesuai kehendak prinsipal. Namun, agen cenderung mengurangi usahanya. Dalam masalah ini terdapat dua aspek, yaitu *moral hazard*<sup>5</sup> dan *adverse selection*<sup>6</sup>. Kedua, *risk sharing problem* yang berkaitan dengan hubungan antara prinsipal dengan agen mempunyai tindakan preferensi yang berbeda karena preferensi mereka terhadap risiko juga berbeda. Hal ini dikarenakan agen berperilaku *risk averse* (tidak menyukai risiko) yang tidak dapat mendiversifikasi pekerjaan mereka (manajer hanya bisa bekerja pada satu perusahaan saja). Sedangkan, prinsipal berperilaku *risk neutral* yang dapat mendiversifikasi investasi mereka (pemegang saham dapat berinvestasi di berbagai perusahaan).

Di dalam model prinsipal-agen, masing-masing tindakan individu diturunkan berdasarkan pada spesifikasi preferensi dan kepercayaan. Pada umumnya, model prinsipal-agen merupakan suatu asumsi asimetri informasi. Agen diasumsikan mempunyai informasi privat yang tidak dapat dimiliki prinsipal untuk mengaksesnya tanpa biaya. Informasi privat ini dilakukan untuk menghargai tindakan agen memilih dan menyampaikan informasi.

Teori keagenan muncul dari konflik-konflik kepentingan di antara manajer dan pemegang saham. Konflik tersebut berasal dari pemisahan kepemilikan dan kontrol (Jensen dan Meckling, 1976). Fungsi kontrol dipegang oleh manajer (agen) yang bertugas mengelola manajemen perusahaan, sedangkan fungsi kepemilikan dipegang oleh pemegang saham (prinsipal) yang bertugas mengawasi manajer dalam mengelola manajemen perusahaan.

Konflik-konflik kepentingan yang terjadi di antara manajer dan pemegang saham dikarenakan adanya tujuan yang berlainan dan asimetri informasi. Asimetri informasi disebabkan oleh adanya konflik

keagenan dari pengambilan risiko dan kebijakan perusahaan oleh manajer. Pemegang saham memiliki kepentingan untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer memiliki kecenderungan untuk mengejar kepentingan pribadi. Konflik keagenan di perusahaan besar sering terjadi antara pemegang saham dengan manajer; manajer dengan kreditor; serta antara manajer, pemegang saham, dan kreditor. Manajer perusahaan sebagai agen memiliki kecenderungan untuk berperilaku oportunistik demi kepentingannya sendiri yang sering tidak sejalan dengan kepentingan prinsipal. Tindakan manajer ini dapat berakibat pada tingginya biaya yang ditanggung perusahaan yang dapat mengurangi kekayaan bagi pemegang saham sebagai prinsipal (Karsana dan Supriyadi, 2005).

Untuk membatasi tindakan manajer perusahaan yang oportunistik, pemegang saham memerlukan upaya pengawasan. Tindakan pengawasan pemegang saham ini akan menimbulkan biaya, yang disebut dengan biaya keagenan<sup>7</sup> (*agency cost*). Bila perusahaan menjadi semakin besar, maka biaya keagenan juga menjadi semakin besar. Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan terdiri dari tiga macam, yaitu biaya monitoring, biaya bonding, dan *residual lost*. Biaya monitoring merupakan biaya yang ditimbulkan oleh prinsipal untuk mengamati dan mengendalikan perilaku agen. Contoh biaya monitoring adalah biaya audit yang dibayar oleh perusahaan kepada auditor untuk mengaudit laporan keuangan. Biaya bonding merupakan biaya yang ditimbulkan oleh agen untuk menjamin bahwa agen akan bekerja sesuai dengan kepentingan prinsipal. Contoh biaya bonding adalah biaya pembuatan laporan keuangan perusahaan oleh manajer. Sedangkan *residual lost* merupakan penurunan kekayaan prinsipal karena perbedaan tujuan antara prinsipal dengan agen (biaya keagenan di luar biaya monitoring dan biaya bonding). Dengan kata lain, pada kondisi tertentu prinsipal dapat mengeluarkan biaya untuk mempengaruhi manajer agar manajer

<sup>5</sup> *Moral hazard* adalah moral yang dimiliki oleh manajer untuk melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham dengan cara manajer mengurangi usahanya untuk meningkatkan kesejahteraan perusahaan.

<sup>6</sup> *Adverse selection* atau pemilihan yang salah menunjukkan misrepresentasi kemampuan agen.

<sup>7</sup> Biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena adanya konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Biaya keagenan muncul ketika pemegang saham melakukan tindakan pengawasan terhadap manajer.

memaksimumkan kemakmuran prinsipal. Pemegang saham memerlukan mekanisme untuk meminimumkan biaya keagenan tersebut. Menurut Wahidahwati (2002), ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan, yaitu meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, meningkatkan dividen, meningkatkan pendanaan melalui utang, dan investor institusional digunakan untuk monitoring.

Berdasarkan teori sinyal, laporan keuangan merupakan sinyal bagi para pengguna laporan keuangan tentang segala informasi yang dimiliki oleh perusahaan. Teori sinyal ini akan menunjukkan suatu indikasi tentang adanya asimetri informasi antara pihak intern dan pihak ekstern perusahaan. Oleh karena itu, keberadaan informasi diharapkan mampu mengurangi perbedaan informasi yang dapat diterima oleh masing-masing pihak. Dalam teori sinyal, laporan keuangan dianggap relevan apabila mampu memberikan sesuatu yang bermanfaat bagi para pengguna serta memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan suatu keputusan. Namun, laporan keuangan juga dapat menimbulkan *mis-conception* apabila terdapat salah saji yang material. Suatu sinyal juga bermanfaat sebagai suatu promosi atau informasi yang mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lain (Machfoedz, 1995). Oleh karena itu, sinyal dapat berarti memiliki kandungan informasi maupun sinyal untuk memprediksi prospek perusahaan pada masa yang akan datang.

Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen lebih tinggi (Fijrijanti dan Hartono, 2002). Jika sinyal meningkat karena adanya disparitas informasi antara manajer dan investor, maka perusahaan yang memiliki disparitas informasi besar, yaitu perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan kecil, akan membayarkan dividen lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik (Battacharya, 1979). Jika manajemen memang memutuskan untuk membagi dividen, ia harus

memiliki keyakinan bahwa perusahaannya akan memiliki profitabilitas yang baik di masa mendatang. Untuk itu, manajer harus bekerja keras demi meningkatkan laba perusahaan untuk menarik investor supaya berinvestasi di perusahaannya. Berdasarkan sudut pandang investor, salah satu indikator penting untuk menilai prospek perusahaan di masa mendatang adalah dengan melihat dividen yang dibayarkan. Indikator ini sangat berguna untuk mengetahui sejauh mana investasi yang akan dilakukan suatu perusahaan agar mampu memberikan *return* yang sesuai dengan tingkat yang disyaratkan investor. Jika suatu perusahaan bisa memperoleh laba yang semakin besar, maka secara teoritis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang makin besar. Pembagian dividen yang besar akan menarik para investor untuk berinvestasi karena mereka melihat bahwa perusahaan tersebut memiliki laba yang cukup untuk membayar tingkat keuntungan yang disyaratkannya. Hal tersebut menjadi indikator bahwa masa depan perusahaan cukup menjanjikan. Dengan kata lain, profitabilitas perusahaan akan semakin membaik di masa depan.

Teori sinyal juga mengasumsikan bahwa manajer pada perusahaan yang berkualitas tinggi memiliki insentif untuk meyakinkan investor bahwa perusahaan seharusnya menetapkan penilaian yang lebih tinggi berdasarkan pengetahuan manajer mengenai prospek yang baik bagi perusahaan atau peluang investasinya (Kaaro, 2002). Manajer memilih menggunakan dananya untuk mendanai investasi daripada mengeluarkan biaya yang besar untuk pembagian dividen kepada para pemegang saham sebagai sinyal informasi bagi *outside shareholders*. Dengan kata lain, manager memilih untuk memaksimalkan kekayaan *current shareholders* daripada mengharapkan kekayaan *outside shareholders* dan *potential shareholders*<sup>8</sup> yang hanya tertarik pada jumlah dividen yang dibagikan (Myers dan Majluf, 1984). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa peluang investasi juga dapat dijadikan sinyal mengenai prospek perusahaan bagi *current shareholders*.

<sup>8</sup> *Outside shareshareholders* adalah pemegang saham yang memiliki kepemilikan saham lebih dari 5% dan tidak menduduki posisi manajerial perusahaan. *Current shareholders* adalah pemegang saham yang memiliki kepemilikan saham dan menduduki posisi manajerial perusahaan. *Potential shareholders* adalah pihak-pihak yang potensial memiliki kepemilikan saham perusahaan.

Teori sinyal ini juga mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan dividen kas mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang dividen kas yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya asimetri informasi antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif. Akan tetapi, peningkatan dividen dapat pula menjadi sinyal negatif bagi investor. Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dapat dianggap sebagai perusahaan yang sudah tidak berprospek pada masa mendatang. Dividen pada dasarnya adalah aliran kas bebas yang dibagikan karena kebutuhan investasi sudah terpenuhi, maka dividen yang tinggi dapat mengandung arti tidak adanya investasi yang prospektif di masa mendatang.

Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap (Ross *et al.*, 2000). Aliran kas bebas menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi untuk menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, aliran kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak. Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi utang, membeli saham *treasury*, atau menambah likuiditas.

Aliran kas bebas belum mendapat perhatian di Indonesia karena perusahaan-perusahaan tidak melaporkan secara eksplisit. Hal ini berbeda dengan

praktik di Amerika Serikat, aliran kas bebas sudah cukup banyak menarik perhatian terbukti dengan adanya badan independen seperti *Value Line Investment Survey* yang mengumumkan kepemilikan aliran kas bebas oleh suatu perusahaan secara berkala (Tarjo, 2005). Jensen (1986) memprediksi bahwa harga saham akan meningkat jika perusahaan membayar atau berjanji untuk membayar kelebihan kas tersebut kepada pemegang saham. Dengan kata lain, peningkatan pembayaran dividen dalam bentuk kas akan menghasilkan respon positif pada harga saham dalam jangka pendek.

Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas mempunyai dua pilihan untuk memperlakukannya, yaitu: membayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham atau mereinvestasi pada proyek-proyek yang mempunyai nilai bersih sekarang negatif, misalnya membeli aset tetap. Manajer berusaha mengembangkan perusahaan di luar batas optimal juga dipicu oleh kompensasi yang akan diterima. Oleh karena itu, perusahaan melakukan reinvestasi dengan harapan dapat meningkatkan omset penjualan karena kompensasi berhubungan positif dengan pertumbuhan penjualan (Jensen, 1986). Namun demikian, pemegang saham menganggap bahwa reinvestasi pada proyek-proyek dengan nilai bersih negatif merupakan suatu bentuk inefisiensi sekaligus merupakan penundaan kesejahteraan mereka.

Aliran kas bebas dapat meningkatkan konflik kepentingan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Hal ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak yang berkaitan dengan pendistribusian aliran kas bebas. Manajer cenderung mempunyai keinginan menahan sumber daya (termasuk aliran kas bebas) agar mereka tetap memiliki kendali terhadap penggunaan sumber daya tersebut. Di lain pihak, pemegang saham ingin agar dana yang tersedia dibagikan dalam bentuk dividen. Manajer beranggapan bahwa pembagian dividen akan mengurangi sumber daya yang ada di bawah kekuasaannya. Hal ini berarti bahwa kekuatan manajer akan berkurang. Pihak manajer sebagai agen berusaha memaksimalkan nilai perusahaan dengan memanfaatkan aset yang tersedia secara optimal.

Yudianti (2003) membagi aliran kas bebas ke dalam dua bagian, yaitu aliran kas bebas positif dan aliran kas bebas negatif. Menurut Yudianti (2003),

perusahaan dengan aliran kas bebas negatif diprediksi menghadapi masalah keagenan yang dihubungkan dengan kovenan utang. Sedangkan, perusahaan dengan aliran kas bebas positif akan menghadapi masalah keagenan yang dihubungkan dengan investasi dan kebijakan distribusi. Menurutnya, perusahaan dengan aliran kas bebas positif akan menghadapi masalah keagenan dengan investasi dan kebijakan distribusi. Ketika aliran kas bebas perusahaan positif, manajer cenderung menginginkan didistribusikan untuk investasi. Namun, pemegang saham menginginkannya untuk dibagi ke dalam bentuk dividen. Aliran kas bebas yang tinggi akan menyebabkan manajer bertindak sebebaskan-bebasnya dalam menggunakan aliran kas bebas tersebut. Keberadaan aliran kas bebas yang tinggi dapat memicu konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Jensen (1986) menjelaskan bahwa aliran kas bebas yang tinggi pada perusahaan dapat menyebabkan *overinvestment*, yaitu investasi yang melebihi ukuran optimal dengan nilai bersih negatif. Manajer melakukan *overinvestment* untuk meningkatkan kekuasaannya dalam pengendalian sumber daya ekonomi perusahaan.

Di sisi lain, perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas negatif diprediksi menghadapi masalah keagenan yang dihubungkan dengan kovenan utang. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan kepada manajemen perusahaan. Namun demikian, apabila biaya pengawasan tersebut dirasa terlalu tinggi, maka pemegang saham akan meminta bantuan pihak ketiga dalam melakukan upaya pengawasan tersebut. Bantuan pihak ketiga tersebut dapat diperoleh melalui kebijakan utang yang menyertakan kovenan utang. Kegiatan pengawasan yang dilakukan pemegang saham kepada manajemen perusahaan dengan menggunakan bantuan kreditor lebih murah daripada pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham itu sendiri. Salah satu cara yang dilakukan pemegang saham untuk memaksa manajemen mencari tambahan dana dari pihak luar adalah dengan meminta pembayaran dividen yang lebih tinggi. Pembayaran dividen yang lebih tinggi inilah yang dapat memaksa manajemen perusahaan mencari tambahan dana ke pihak luar agar dapat merealisasikan rencana investasinya. Kreditor sebagai penyandang dana sangat berkepentingan atas keamanan dana yang ditanamkan, sehingga mereka akan melakukan

pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Adanya pengawasan yang dilakukan kreditor ini akhirnya dapat meminimumkan biaya keagenan bagi pemegang saham.

Set kesempatan investasi adalah tersedianya alternatif investasi di masa yang akan datang bagi perusahaan (Hartono, 1999). Set kesempatan investasi juga dapat didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Menurut Subekti dan Kusuma (2001), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Alternatif investasi ini memberikan kesempatan untuk berkembangnya suatu perusahaan (Myers, 1977). Gaver dan Gaver (1993) dalam Fijrijanti dan Hartono (2001) menyatakan bahwa pilihan pertumbuhan memiliki pengertian yang fleksibel. Perusahaan bertumbuh tidak selalu merupakan perusahaan kecil yang sedang aktif melakukan penelitian dan pengembangan. Perusahaan kecil sering menghadapi keterbatasan pilihan dalam menentukan dan menjalankan proyek baru atau ketika akan merestrukturisasi aset yang ada. Perusahaan besar cenderung mendominasi posisi pasar dalam industrinya sehingga seringkali perusahaan besar lebih memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi yang muncul.

Set kesempatan investasi merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), sehingga diperlukan proksi (Hartono, 1999). Pernyataan ini didukung oleh Kallapur dan Trombley (2001) yang menyatakan kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi oleh pihak-pihak di luar perusahaan. Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi set kesempatan investasi telah digunakan dalam berbagai penelitian. Proksi set kesempatan investasi dapat diklasifikasikan ke dalam empat tipe (Kallapur dan Trombley, 2000; Pagalung, 2003), yaitu:

Proksi berdasarkan harga (*price-based proxies*).

Set kesempatan berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar.

Proksi ini didasari atas suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki. Set kesempatan investasi yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Rasio-rasio yang telah digunakan yang berkaitan dengan proksi berdasarkan pasar antara lain *Market to Book Value of Equity*; *Book to Market Value of Assets*; *Tobin's Q*; *Earnings to Price Ratios*; *Ratio of Property, Plant, and Equipment to Firm Value*; *Ratio of Depreciation to Firm Value*; *Market Value of Equity Plus Book Value of Debt*; *Dividend Yield*; *Return on Equity*; *Non-interest Revenue to Total Revenue*.

Proksi berdasarkan investasi (*investment-based proxies*).

Ide proksi set kesempatan investasi berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai set kesempatan investasi suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki suatu set kesempatan investasi yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan. Bentuk dari proksi ini adalah suatu rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Rasio-rasio yang telah digunakan yang berkaitan dengan proksi berdasarkan investasi tersebut antara lain *the Ratio of R&D to Assets*, *the Ratio of R&D to Sales*, *Ratio of Capital Expenditure to Firm Value*, *Investment Intensity*, *Ratio of Capital Expenditure to Book Value of Assets*, *Investment to Sales Ratio*, *Ratio of Capital Addition to Assets Book Value*, *Investment to Earnings Ratio*, *Log of Firm Value*.

Proksi berdasarkan varian (*variance measures*).

Proksi set kesempatan investasi berdasarkan varian mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh,

seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Ukuran yang berkaitan dengan proksi berdasarkan varian tersebut antara lain *Variance of Return*, *Asset Betas*, *The Variance of Asset Deflated Sales*.

Proksi gabungan dari proksi individual.

Alternatif proksi gabungan set kesempatan investasi dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang lebih baik untuk set kesempatan investasi. Metode yang dapat digunakan untuk menggabungkan beberapa proksi individual menjadi satu proksi yang akan diuji lebih lanjut adalah dengan menggunakan analisis faktor.

Keempat jenis proksi di atas yang menggambarkan beragam ukuran set kesempatan investasi yang memungkinkan beberapa peneliti menggunakan beragam rasio sebagai proksi set kesempatan investasi. Hal ini terjadi karena set kesempatan investasi bersifat tidak dapat diobservasi atau *unobservable* (Jaggi dan Gul, 1999; Hartono, 1999; Kallapur dan Trombley, 2001). Pendekatan yang digunakan beberapa peneliti sebagian besar menggunakan ukuran variabel rasio-rasio dalam bentuk pengukuran rasio tunggal. Namun demikian, beberapa peneliti lainnya menggunakan pendekatan pengukuran gabungan, yaitu menggabungkan beberapa rasio sehingga membentuk ukuran baru sebagai proksi set kesempatan investasi. Pendekatan yang dapat digunakan dalam pengukuran gabungan dari beberapa proksi individual set kesempatan investasi adalah dengan menggunakan analisis faktor untuk membentuk suatu variabel gabungan yang dapat dikembangkan dan diuji lebih lanjut. Hal ini dilakukan karena set kesempatan bersifat tidak dapat diobservasi, set kesempatan investasi kurang tepat bila diprosikan dari satu ukuran empiris tunggal saja (*single empirical proxy*), sehingga dibutuhkan proksi-proksi yang merupakan proksi gabungan dari proksi individual. Selain itu, dengan menggunakan pendekatan proksi gabungan dapat juga mengurangi kesalahan pengukuran yang secara inharen melekat dalam variabel tunggal untuk proksi set kesempatan investasi (Kallapur dan Trombley, 2001).

Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk

memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Pasar modal merupakan jembatan untuk mendistribusikan kesejahteraan kepada masyarakat khususnya kepada pemegang surat berharga perusahaan, misalnya pemegang surat berharga akan menerima dividen dan *capital gains* (Machfoedz, 1995). Besarnya dividen tergantung besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividen atau keputusan mengenai besarnya bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan bagian yang akan ditahan oleh perusahaan sebagai laba ditahan.

Masalah-masalah yang saling berkaitan yang selalu dihadapi perusahaan adalah keputusan investasi, keputusan pembelanjaan jangka panjang, dan keputusan dividen. Ketiga keputusan itu (kombinasinya) mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang dicerminkan dari harga pasar sahamnya (Dermawan, 1997). Dalam banyak hal, dividen sering diperlakukan sebagai pertimbangan terakhir setelah pertimbangan investasi dan pertimbangan pembiayaan lainnya. Penentuan kebijakan dividen berkaitan dengan masalah aliran kas bebas perusahaan (Barclay dan Smith, 1998).

Jensen (1986) mengembangkan hipotesis aliran kas bebas dengan menyatakan bahwa manajer lebih senang menggunakan aliran kas bebas untuk melakukan investasi yang memiliki nilai bersih sekarang negatif daripada membagikannya kepada pemegang saham sebagai dividen. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer mengenai kebijakan dividen terjadi ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas yang besar. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi dan kesempatan investasi yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang menguntungkan dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak membayarkan lebih besar labanya kepada pihak luar dalam bentuk dividen. Pembuatan keputusan pembagian dividen melibatkan pihak-pihak yang saling bertentangan, yaitu pemegang saham berkepentingan dengan dividen dan perusahaan yang berkepentingan dengan laba ditahan. Di samping itu, ada pemegang obligasi yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibagikan. Investor yang

tidak menyukai risiko mensyaratkan semakin tinggi risiko suatu perusahaan semakin tinggi keuntungan yang diinginkan. Dividen yang ada di tangan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* di masa yang akan datang. Semakin tingginya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham mengakibatkan pendapatan yang diperoleh perusahaan makin banyak yang dialokasikan untuk dividen dibandingkan untuk laba ditahan. Laba ditahan yang rendah mengakibatkan kesempatan investasi menjadi berkurang. Di sisi lain, perusahaan dituntut untuk terus tumbuh agar perusahaan dapat terus melaksanakan ekspansi dengan melaksanakan investasi yang ada. Brigham dan Gapenski (1999) menyatakan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua, maka kepentingan cadangan akan terabaikan. Sebaliknya, apabila laba akan ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham yang akan terabaikan. Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan dalam organisasinya, namun di satu pihak perusahaan juga harus membayarkan dividen kepada para pemegang sahamnya. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan, berarti semakin sedikit laba yang dapat ditahan dan sebagai akibatnya adalah menghambat tingkat pertumbuhan dalam pendapatan dan harga sahamnya. Jika perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatannya tetap di dalam perusahaan, berarti bagian dari pendapatan yang tersedia untuk pembayaran dividen akan semakin kecil (Riyanto, 1995).

Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dapat timbul karena adanya aliran kas bebas. Pemegang saham menginginkan agar aliran kas bebas dibagikan dalam bentuk dividen, sedangkan manajer menginginkan aliran kas bebas tidak dibagikan kepada pemegang saham tetapi diinvestasikan kembali pada proyek meskipun investasi tersebut menghasilkan nilai bersih sekarang negatif. Proyek tersebut menghasilkan nilai bersih sekarang negatif karena peluang pertumbuhan perusahaan rendah sehingga investasi yang dilakukan kurang menghasilkan keuntungan yang pada akhirnya dapat menyebabkan kinerja perusahaan rendah yang berdampak buruk terhadap nilai pemegang saham. Hal ini disebut dengan biaya keagenan aliran kas bebas, yaitu biaya yang timbul karena konflik yang terjadi dalam perusahaan



yang mempunyai aliran kas bebas yang tinggi sedangkan peluang pertumbuhan perusahaan rendah sehingga jika perusahaan melakukan investasi akan menghasilkan nilai bersih sekarang negatif. Menurut Yudianti (2003), perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan aliran kas bebas tinggi, maka 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 berlebih.

Aliran kas bebas adalah hasil final dari rangkaian tindakan manajemen dalam kebijakan investasi, kebijakan pendanaan, dan kebijakan operasi yang menunjukkan kinerja perusahaan (Yudianti, 2003). Aliran kas bebas menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi untuk menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, aliran kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak.

Yudianti (2003) meneliti bahwa aliran kas bebas positif berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham secara signifikan. Namun, aliran kas bebas negatif tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Salah satu penelitian menguji secara tidak langsung hubungan aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham melalui keputusan investasi. Sriyuniarti (2007) meneliti pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan investasi. Hasilnya menunjukkan bahwa aliran kas bebas secara signifikan berpengaruh terhadap keputusan investasi. Keputusan investasi tersebut secara tidak langsung dapat mempengaruhi kesejahteraan dari pemegang saham.

Teori keagenan menjelaskan mengenai konflik-konflik kepentingan yang terjadi di antara manajer dan pemegang saham dikarenakan adanya tujuan yang berlainan dan informasi yang asimetri. Asimetri informasi disebabkan oleh adanya konflik keagenan dari pengambilan risiko dan kebijakan perusahaan oleh manajer. Pemegang saham memiliki kepentingan untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer memiliki kecenderungan untuk mengejar kepentingan pribadi.

Rappaport (1998) dalam Yudianti (2003) mengatakan bahwa tujuan dari organisasi komersial adalah memaksimalkan nilai pemegang saham melalui dividen dan kenaikan harga saham. Kinerja perusahaan yang tinggi mengindikasikan nilai pemegang saham yang tinggi yang direfleksikan dalam return yang tinggi untuk pemegang saham melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan perusahaan untuk diinvestasikan di masa depan. Menurut Yudianti (2003), manajer menciptakan nilai untuk pemegang saham melalui investasi yang menyediakan *return* lebih besar daripada biaya modal. Nilai pemegang saham adalah nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan (Yudianti, 2003). Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>:** Aliran kas bebas berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham.

Pertumbuhan perusahaan adalah salah satu variabel kontekstual penting yang mempengaruhi pandangan investor terhadap perilaku manajemen untuk membelanjakan aliran kas bebas. Menurut Yudianti (2003), ketika perusahaan menghasilkan aliran kas bebas yang tinggi, maka investor mengharapkan manajer untuk mendistribusikannya ke dalam bentuk dividen atau *share repurchase*. Namun, ketika pertumbuhan perusahaan juga tinggi, investor tidak terlalu mengejar distribusi aliran kas bebas sehingga pasar tidak bereaksi negatif jika manajer tidak mendistribusikan aliran kas bebas ke dalam bentuk dividen. Namun, ketika pertumbuhan rendah, pasar akan bereaksi positif jika perusahaan mendistribusikan aliran kas bebas ke dalam bentuk dividen dan bereaksi negatif jika perusahaan menahan aliran kas bebas.

Perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas negatif dan kesempatan pertumbuhan tinggi akan menyediakan return rendah karena perusahaan berada pada tahap pengembangan sehingga investasi yang tinggi sangat dibutuhkan. Kasusnya akan berbeda jika perusahaan dengan aliran kas bebas negatif dan mempunyai kesempatan pertumbuhan rendah. Kondisi ini mengindikasikan bahwa perusahaan berada pada tahap penurunan dengan aliran kas yang tidak *profitable* di masa yang akan datang (Yudianti, 2003). Hal tersebut di atas sesuai dengan teori sinyal. Berdasarkan argumen ini, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan adalah faktor penting yang mempengaruhi hubungan

antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham.

Prospek pertumbuhan perusahaan dapat digambarkan sebagai set kesempatan investasi. Myers (1977) memperkenalkan konsep set kesempatan investasi yang didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva riil dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Sejumlah penelitian telah mendokumentasikan hubungan antara set kesempatan investasi dengan pertumbuhan realisasian perusahaan. Kallapur dan Trombley (1999) mendokumentasikan bahwa proksi-proksi set kesempatan investasi memiliki korelasi positif dengan prospek pertumbuhan perusahaan, seperti pertumbuhan aktiva, pertumbuhan penjualan, dan pertumbuhan investasi pada tiga tahun ke depan. Di Indonesia, Subekti dan Kusuma (2001) serta Fijrijanti dan Hartono (2002) menemukan bahwa set kesempatan investasi yang diukur dengan pendekatan harga pasar dan aktivitas investasi berkorelasi positif dengan pertumbuhan realisasian pada lima tahun ke depan yang akan berdampak pada nilai perusahaan. Temuan beberapa peneliti tersebut telah membuktikan kemampuan set kesempatan investasi dalam memprediksi prospek pertumbuhan perusahaan yang berdampak terhadap nilai perusahaan dan nilai pemegang saham.

Jensen (1986) menyatakan bahwa kecenderungan manajer melakukan pemborosan pada aliran kas bebas lebih besar terjadi pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah dan aliran kas bebas besar. Sebaliknya, perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi biasanya tidak memiliki masalah yang serius tentang adanya aliran kas bebas tersebut karena manajer perusahaan dapat menggunakan aliran kas bebas yang ada untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif. Oleh karena itu, pengawasan melalui utang lebih dibutuhkan pada perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tinggi dengan set kesempatan investasi yang rendah. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat ditarik hipotesis alternatif sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>:** Set kesempatan investasi memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham.

Kebijakan dividen perusahaan akan melibatkan pihak-pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu pemegang saham dengan dividennya,

kepentingan perusahaan dengan laba ditahan, dan kepentingan kreditor yang dapat mempengaruhi besarnya kas yang dibayarkan. Dividen yang dibayarkan bergantung pada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius dari manajemen perusahaan. Kebijakan dividen pada hakekatnya digunakan untuk menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan ditahan sebagai laba ditahan.

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan mengenai seberapa besar laba perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau menggunakan dana tersebut untuk proyek investasi perusahaan. Apabila dividen yang dibayarkan semakin tinggi, maka dana yang tersedia untuk investasi akan semakin rendah dan manajemen perusahaan akan mencari tambahan dana dari pihak ketiga untuk merealisasikan investasinya. Perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan membayar dividen relatif rendah agar memiliki dana internal yang lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Fijrijanti dan Hartono 2002).

Secara tidak langsung keputusan investasi akan berdampak pada nilai pemegang saham. Sejumlah penelitian telah mendokumentasikan pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan investasi serta faktor-faktor yang mempengaruhi hubungan antara aliran kas bebas dan keputusan investasi. Di Indonesia, beberapa peneliti telah meneliti secara terpisah hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan dividen dan keputusan investasi, antara lain Subekti dan Kusuma (2001), Fijrijanti dan Hartono (2002), Karsana dan Supriyadi (2005), serta Tarjo (2005).

Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dapat timbul karena adanya aliran kas bebas. Pemegang saham menginginkan agar aliran kas bebas dibagikan dalam bentuk dividen, sedangkan manajer menginginkan aliran kas bebas tidak dibagikan kepada pemegang saham tetapi diinvestasikan kembali pada proyek meskipun investasi tersebut menghasilkan nilai bersih sekarang negatif.

Menurut Yudianti (2003), perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan aliran kas bebas tinggi, maka 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 berlebihan. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat disimpulkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

**H<sub>3</sub>:** Dividen memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham.

Sampel dalam penelitian ini adalah sampel yang dipilih berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Untuk memperoleh sampel tersebut, maka penulis menggunakan metode *purposive sampling*. Dengan metode tersebut, sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan. Kriteria yang ditetapkan adalah sebagai berikut:

Perusahaan masuk kategori industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan tahun 2002 sampai dengan tahun 2007 dan sesuai dengan klasifikasi buku *Indonesia Capital Market Directory*. Pembatasan sampel pada perusahaan manufaktur didasari oleh tiga alasan, yaitu peneliti membatasi sampel pada satu industri untuk menghindari adanya pengaruh industri, jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI relatif besar dibandingkan dengan jumlah perusahaan yang terdaftar pada kategori industri lainnya, dan peneliti menghindari bias yang mungkin terjadi karena adanya regulasi keuangan pada industri lainnya khususnya perbankan dan lembaga keuangan lainnya (Siregar, 2005).

Perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember. Langkah ini perlu dilakukan untuk meningkatkan komparabilitas atau daya banding yang baik.

Pernah membagi dividen tunai minimal satu kali selama periode pengamatan.

Memiliki data lengkap dan tidak memiliki saldo ekuitas negatif, karena dapat menyebabkan rasio keuangan yang dihasilkan menjadi tidak bermakna.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang digunakan diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data-data ini diperoleh dari *data base* Bursa Efek Indonesia dan buku *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2002 sampai dengan tahun 2007.

Dalam penelitian ini, terdapat empat jenis variabel penelitian, yaitu variabel dependen, variabel independen, variabel moderator, dan variabel kontrol. Variabel dependen adalah nilai pemegang saham, variabel independen adalah aliran kas bebas, variabel moderator adalah set kesempatan investasi dan dividen, sedangkan variabel kontrol adalah ukuran perusahaan. Variabel dependen dalam penelitian adalah nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham adalah nilai perusahaan dikurangi dengan utang (Yudianti, 2003). Nilai pemegang saham dalam penelitian ini diukur dengan cara seperti yang dikemukakan oleh Yudianti (2003), yaitu dengan mengalikan *outstanding share* dengan harga penutupan saham kemudian dikurangi dengan ekuitas lalu dibagi dengan total aset. Formula matematisnya adalah sebagai berikut:

$$SHV_{it} = \frac{(OS_{it} \times HPS_{it}) - Ekuitas_{it}}{Total Aset_{it}}$$

SHV (*shareholder value*); OS (*oustanding share*)

Variabel independen dalam penelitian ini adalah aliran kas bebas. Aliran kas bebas dalam penelitian ini diukur dengan formula yang dikemukakan oleh Ross et al. (2000), yaitu mengurangi aliran kas operasi dengan pengeluaran modal dan modal kerja bersih atau *net working capital*. Pengeluaran modal diukur dengan cara mengurangi nilai aktiva tetap akhir dengan nilai aktiva tetap awal. Modal kerja bersih adalah selisih antara jumlah aktiva lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama. Formula matematisnya adalah sebagai berikut:

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

FCF (*free cash flow*); AKO (aliran kas operasi); PM (pengeluaran modal), NWC (*net working capital*)

Variabel moderator dalam penelitian ini adalah set kesempatan investasi dan dividen. Set kesempatan investasi merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), sehingga diperlukan proksi (Hartono, 1999). Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan proksi gabungan. Peneliti menggunakan lima proksi tunggal, yaitu:

**Tabel 1**  
**Variabel Proksi Set Kesempatan Investasi**

Variabel Proksi SKI	Rumusan Matematis
Market to Book Value of Assets (MBVA)	$\frac{[(\text{total aset} - \text{total ekuitas}) + (\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})]}{\text{total aset}}$
Market to Book Value of Equity (MBVE)	$\frac{(\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{total ekuitas}}$
Price to Earning Ratio (PER)	harga penutupan saham/laba per lembar saham
Capital Expenditure to Book Value of Asset (CEBVA)	$\frac{(\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{\text{total aset}}$
Capital Expenditure to Market Value of Asset (CEMVA)	$\frac{(\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{[(\text{total aset} - \text{total ekuitas}) + (\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})]}$

Dalam penelitian ini, pendekatan yang digunakan untuk mengekstraksi lima proksi individual menjadi satu proksi gabungan set kesempatan investasi adalah dengan menggunakan analisis faktor. Analisis faktor dalam penelitian ini dilakukan untuk melihat nilai *communalities*<sup>9</sup> sebagai indikator individual set kesempatan investasi (Subekti dan Kusuma, 2001). Nilai tersebut selanjutnya digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi dari variabel-variabel aslinya. Jumlah faktor yang dianggap telah mewakili nilai-nilai keseluruhan variabel apabila faktor tersebut mempunyai nilai *eigenvalues* sama dengan atau lebih dari satu atau jumlah suatu nilai *eigenvalues*<sup>10</sup> sama atau melebihi nilai total *communalities* seluruh variabel yang digunakan. Apabila faktor yang terbentuk lebih dari satu maka nilai tersebut akan dijumlahkan menjadi satu indeks faktor saja (*fact\_sum*).

Variabel moderator yang kedua adalah dividen. Dividen menunjukkan seberapa besar laba perusahaan dibagikan kepada pemegang saham. Variabel ini diukur dengan *Dividend Yield*, yaitu persentase dividen yang dibayarkan dari harga pasar saham, yang merupakan ratio antara dividen per lembar saham dengan harga penutupan saham. Formula matematisnya adalah

sebagai berikut :

$$DY_{it} = \frac{DPS_{it}}{HPS_{it}}$$

DY (*dividen yield*); DPS (*dividen per share*);  
HPS (harga penutupan saham)

Variabel kontrol merupakan variabel yang berfungsi untuk mengontrol variabel independen dan atau variabel dependen. Tujuan dari pemunculan variabel kontrol dalam penelitian ini adalah untuk menetralsisir pengaruh variabel-variabel luar yang tidak perlu dan menjembatani hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Variabel kontrol yang digunakan untuk mengontrol variabel dependen dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan mencerminkan perusahaan tersebut besar atau kecil, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula aktiva yang dimiliki sehingga perusahaan besar lebih mudah mendapatkan utang dari pada perusahaan kecil. Penelitian yang menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, antara lain

<sup>9</sup> *Communalities* adalah jumlah varian suatu variabel dibagi dengan semua variabel lain yang dipertimbangkan. *Communalities* juga merupakan proporsi varian yang dijelaskan oleh *common factor*.

<sup>10</sup> *Eigenvalues* menunjukkan total varian yang dijelaskan oleh setiap faktor.

Mahardwatha (2002), Wahidahwati (2002), Fijrijanti dan Hartono (2002), Mahardwatha (2003), Tarjo (2005). Smith dan Watts (1992) serta Gaver dan Gaver (1993) dalam Fijrijanti dan Hartono (2002) mengatakan bahwa terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan pendanaan melalui utang dan temuan mengenai hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan dividen. Ukuran perusahaan (SIZE) merupakan logaritma total aktiva setiap perusahaan.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA) atau uji interaksi yang merupakan aplikasi khusus regresi linier berganda yang persamaannya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel independen. Persamaan regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$SHV = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 IOS + \beta_3 DY + \beta_4 FCF * IOS + \beta_5 FCF * DY + \beta_6 SIZE + \varepsilon$$

SHV (*shareholder value*); FCF (*free cash flow*); IOS (*investment opportunity set*)  
DY (*dividen yield*), SIZE (*ukuran perusahaan*).

## HASIL PENELITIAN

Ada sebanyak 155 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI untuk periode 2002 sampai 2007. Sebagian besar dari perusahaan tersebut tidak dapat

digunakan sebagai sampel akhir karena berbagai alasan, yaitu tidak menerbitkan laporan keuangan secara lengkap, tidak membagi dividen, dan memiliki saldo ekuitas negatif. Karena berbagai alasan tersebut, sampel akhir yang digunakan untuk analisis adalah 47 perusahaan. Seperti tampak pada Tabel 2, ada sebanyak 282 tahun pengamatan. Berdasarkan informasi pada Tabel 2 tampak nilai pemegang saham memiliki nilai rata-rata positif walaupun nilai minimumnya negatif sampai dengan nilai maksimum lebih dari 10. Pada tabel tersebut juga tampak bahwa rata-rata FCF dan IOS adalah negatif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebagian besar memiliki nilai aliran kas bebas negatif dan set kesempatan investasi juga negatif. Namun dalam analisis tambahan dilakukan untuk mengkaji berbagai kemungkinan dampak FCF dan IOS yang positif dan negatif.

Dalam penelitian ini, analisis faktor digunakan untuk membentuk proksi gabungan dari beberapa proksi individual set kesempatan investasi yang akan diuji dan dikembangkan lebih lanjut. Analisis faktor diperlukan untuk menentukan skor faktor sebagai indeks umum faktor set kesempatan investasi dari beberapa proksi individual set kesempatan investasi. Peringkasan data dapat dicapai dengan menghitung skor masing-masing dimensi dan mengalikannya dengan variabel aslinya (Hair, *et al.*, 1998). Hasil analisis faktor terhadap lima proksi set kesempatan investasi tampak pada Tabel 3.

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

<b>Keterangan</b>	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
SHV	282	-0,69162	10,37386	0,442918	1,3709417
FCF	282	-0,69204	0,642231	-0,17842	0,236854211
IOS	282	-10,6289	7,70459	-3,9E-07	1,41421361
DY	282	0	0,277	0,02173	0,03300736
FCF_IOS	282	-2,93142	2,329536	0,013034	0,385827356
FCF_DY	282	-0,07012	0,042066	-0,00434	0,012087878
SIZE	282	10,37035	13,80291	11,90248	0,694516362

**Tabel 3**  
**Analisis Faktor Set Kesempatan Investasi**

A. Communalities	MBVA	MBVE	PER	CEBVA	CEMVA
	0,990	0,990	0,006	0,956	0,956
B. Eigenvalues	1	2	3	4	5
	2,100	1,798	0,997	0,088	0,017
C. Korelasi	MBVA	MBVE	PER	CEBVA	CEMVA
Faktor 1	0,992	0,992	0,076	0,033	-0,036
Faktor 2	0,080	0,074	-0,013	0,977	0,977

Pada Tabel 3 terlihat nilai *communalities* setiap proksi individual set kesempatan investasi. Nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Jumlah nilai *communalities* proksi individual set kesempatan investasi adalah 3,898. Untuk mencapai jumlah nilai tersebut diperlukan dua komponen faktor yang memiliki *eigenvalues* lebih dari satu, yaitu faktor satu sebesar 2,100 dan faktor dua sebesar 1,798. Hal ini sesuai dengan *the rule of thumb* bahwa jumlah faktor yang dipakai sebagai representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama dengan atau lebih dari satu (Hair, *et al.*, 1998).

Dalam penelitian ini terdapat dua faktor yang cukup menjelaskan hubungan timbal balik antara proksi set kesempatan investasi. Faktor satu adalah indeks umum set kesempatan investasi berbasis harga, yaitu MBVA dan MBVE yang masing-masing memiliki skor sama, yaitu 0,992. Sedangkan, faktor dua indeks umum set kesempatan investasi, yaitu CEBVA dan CEMVA yang keduanya memiliki skor sama, yaitu 0,977. Berdasarkan penelitian yang pernah dilakukan oleh Fijrijanti dan Hartono (2002) serta penelitian lain yang menggunakan proksi gabungan, penentuan nilai proksi gabungan dari variabel set kesempatan investasi didasarkan pada penjumlahan kedua faktor, yaitu faktor 1 (*fact\_1*) dan faktor 2 (*fact\_2*) menjadi *fact\_sum*.

Sebelum uji hipotesis, peneliti terlebih dahulu melakukan uji asumsi klasik terhadap multikolinearitas, autokorelasi, heteroskedastisitas, dan normalitas. Hasil perhitungan nilai VIF (*variance inflation factor*) menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Dengan demikian, maka disimpulkan bahwa tidak ada masalah multikolinearitas

antar variabel independen dalam model regresi. Nilai Durbin-Watson yang dihasilkan adalah sebesar 1,546, berada pada daerah  $1,5 < D-W < 2,5$ . Dari informasi ini dapat disimpulkan bahwa tidak ada korelasi antar nilai *error* atau tidak terjadi autikorelasi dalam model regresi. Hasil uji Park menunjukkan bahwa tingkat signifikansi semua variabel independen lebih besar dari 0,05. Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model regresi. Berdasarkan uji Kolmogorov-Smirnov juga menunjukkan bahwa data berdistribusi normal.

Estimasi regresi berganda menghasilkan nilai F sebesar 72,977 yang signifikan pada alpha 1%. Hal ini menunjukkan bahwa model cukup baik untuk pengujian hipotesis. Hasil estimasi juga menghasilkan adjusted R<sup>2</sup> sebesar 60,6%. Semakin besar adjusted R<sup>2</sup> maka semakin besar variasi dalam variabel dependen dapat dijelaskan oleh variasi dalam variabel independen. Dari hasil yang ditemukan dapat dinyatakan bahwa sebesar 60,6% variasi dalam nilai pemegang saham dapat dijelaskan oleh variasi dalam aliran kas bebas, set kesempatan investasi, dividen, interaksi antara aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi, interaksi antara aliran kas bebas dengan dividen, serta ukuran perusahaan.

**Tabel 4**  
**Koefisien Estimasi**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,441	1,004		0,439	0,661
FCF	0,991	0,302	0,171	3,286	0,001
IOS	0,767	0,042	0,791	18,262	0,000
DY	0,233	2,249	0,006	0,103	0,918
FCF_IOS	0,349	0,149	0,098	2,339	0,020
FCF_DY	-1,081	7,245	-0,010	-0,149	0,881
SIZE	0,015	0,082	0,007	0,177	0,860

Pada Tabel 4 terlihat bahwa koefisien FCF adalah 0,171 dengan nilai t sebesar 3,286 signifikan pada alpha 1%. Temuan ini menunjukkan dukungan terhadap hipotesis 1 bahwa aliran kas bebas berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham. Pada Tabel 4 juga terlihat bahwa koefisien interaksi FCF\_IOS adalah 0,098 dengan nilai t sebesar 2,339 signifikan pada alpha 5%. Bukti empiris ini menunjukkan dukungan terhadap hipotesis 2 bahwa set kesempatan investasi memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Namun sebaliknya terlihat bahwa koefisien interaksi FCF\_DY tidak signifikan. Data penelitian tidak memberikan dukungan empiris terhadap hipotesis tiga memoderasi dividen terhadap pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham.

Sebanyak tiga pengujian tambahan dilakukan untuk mengkaji konsistensi hasil penelitian dengan cara pembagian sampel. Pengujian tambahan tersebut adalah pembagian sampel berdasarkan FCF positif dan negatif, FCF positif besar dan kecil, serta ukuran perusahaan kecil dan besar. Dalam pengujian tambahan pertama ditemukan bahwa ketiga hipotesis memperoleh dukungan empiris untuk perusahaan dengan FCF positif. Bagi perusahaan dengan FCF negatif, bukti empiris hanya ditemukan untuk hipotesis pertama dan kedua. Pengujian tambahan kedua menunjukkan dukungan empiris pada ketiga hipotesis untuk perusahaan dengan FCF positif besar. Namun untuk perusahaan dengan FCF positif kecil, bukti empiris hanya diperoleh untuk mendukung hipotesis pertama. Hasil pengujian tambahan ketiga menunjukkan dukungan empiris terhadap ketiga hipotesis untuk perusahaan besar. Namun dukungan empiris hanya

diperoleh terhadap hipotesis pertama dan kedua untuk perusahaan kecil.

#### PEMBAHASAN

Hasil analisis untuk hipotesis pertama yang menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham terbukti dengan koefisien  $\beta_1$  bernilai positif dan signifikan. Berdasarkan hasil tersebut, penelitian ini mendukung penelitian Yudianti (2003) yang juga menyatakan hal yang sama. Selain itu, penelitian ini juga mendukung penelitian Rapaport (1998) dalam Yudianti (2003) bahwa tujuan dari organisasi komersial adalah memaksimalkan nilai pemegang saham melalui dividen dan kenaikan harga saham. Dari pernyataan tersebut, dapat ditarik kesimpulan bahwa aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi. Aliran kas bebas yang tinggi juga menggambarkan akan adanya pertumbuhan penciptaan kas di masa depan. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk *return* yang tinggi melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan di masa depan. Jadi, jika aliran kas bebas tinggi, maka nilai pemegang saham juga akan tinggi.

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa set kesempatan investasi memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham terbukti dengan koefisien  $\hat{\alpha}_4$  bernilai positif dan signifikan. Dari hasil tersebut, penelitian ini mendukung penelitian Yudianti (2003) yang menyatakan hal yang sama. Penelitian ini juga mendukung temuan dari

Kallapur dan Trombley (1999), Subekti dan Kusuma (2001), serta Fijrijanti dan Hartono (2002) yang menyatakan bahwa set kesempatan investasi mempunyai kemampuan dalam memprediksi prospek pertumbuhan perusahaan yang berdampak terhadap nilai perusahaan dan nilai pemegang saham. Jadi, perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan menggunakan aliran kas bebas tersebut untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham. Namun, lain halnya jika perusahaan mempunyai aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang rendah, maka manajernya akan cenderung melakukan pemborosan dengan aliran kas bebas tersebut sehingga akan menurunkan nilai pemegang saham.

Hipotesis ketiga tidak didukung secara empiris karena koefisien  $\beta_3$  tidak signifikan. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan temuan Yudianti (2003) yang menyatakan bahwa pembagian dividen akan berdampak positif terhadap nilai pemegang saham ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi. Peneliti menduga tidak konsistennya hasil analisis hipotesis ketiga ini dengan penelitian sebelumnya dikarenakan tidak stabilnya kondisi ekonomi di Indonesia yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Adanya perbedaan sampel antara penelitian ini dengan penelitian terdahulu yang menggunakan sampel sebelum tahun 2003 yang ketika itu Indonesia sedang dilanda krisis ekonomi, kemungkinan yang menyebabkan hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya. Selain itu, kemungkinan berikutnya adalah nilai aliran kas bebas untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebagian besar bernilai negatif. Kemungkinan selanjutnya adalah sebagian besar perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tidak membagikan dividen selama periode pengamatan.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut, pembahasan selanjutnya adalah membandingkan hasil analisis hipotesis tersebut dengan hasil analisis tambahan. Setelah dilakukan analisis tambahan dukungan empiris untuk ketiga hipotesis ditemukan untuk perusahaan dengan kategori aliran kas bebas positif dan perusahaan besar. Dukungan semakin besar dengan semakin besarnya nilai positif aliran kas bebas dan semakin besarnya ukuran perusahaan. Bukti empiris menunjukkan bahwa terhadap pengaruh positif

aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham dan pengaruh tersebut dimoderasi oleh set kesempatan investasi dan dividen khususnya terhadap perusahaan besar yang memiliki aliran kas bebas positif. Temuan empiris yang sama tidak diperoleh untuk perusahaan kecil dengan aliran kas bebas negatif.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham dan pengaruh tersebut dimoderasi oleh set kesempatan investasi dan dividen. Namun temuan ini tidak berlaku untuk semua kategori perusahaan. Bukti empiris menunjukkan bahwa kesimpulan di atas lebih kuat untuk perusahaan besar dan memiliki aliran kas bebas positif. Sebaliknya simpulan tersebut tidak memperoleh dukungan sepenuhnya untuk perusahaan kecil dan memiliki aliran kas bebas negatif.

### **Saran**

Namun kekuatan hasil penelitian ini belumlah sempurna karena berbagai keterbatasan. Keterbatasan tersebut meliputi sedikitnya data tentang perusahaan yang membayar dividen, set kesempatan investasi yang tidak mudah diprosikan, dan faktor kontekstual yang beragam. Untuk perbaikan, penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan cara lain untuk mengukur dividen, misalnya kecenderungan membayar dividen, untuk memperbanyak data penelitian. Proksi individual set kesempatan investasi juga perlu diperbanyak agar semakin dapat menangkap variabel yang sulit diamati ini. Selain itu, variabel kontekstual seperti manajemen laba, tata kelola perusahaan, dan kepemilikan manajerial dapat dipertimbangkan.



### DAFTAR PUSTAKA

- Barclay, Michael J. dan Smith, Clifford W, Jr (1998). "On Financial Architecture: Leverage, Maturity, and Priority". *The New Corporate Finance*. Edisi Kedua.
- Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy Bell". *Journal of Economics*. Vol. 10, pp 259-270.
- Dermawan, Elizabeth S. (1997). "Faktor-Faktor Penentu Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Go Publik di BEJ Tahun 2004". *Tesis S2*. Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.
- Easterbrook, F. (1984). "Two Agency-Cost Explanation of Dividen". *American Economics Review*: 650-659.
- Fijrijanti, Tettet dan Hartono, Jogiyanto M. (2002). "Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No.1: 35-63.
- Ghozali, Imam (2006). "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS". Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Hartono, Jogiyanto M. (1999). "An Agency Cost Explanation for Dividend Payments". *Working Paper*. Universitas Gajah Mada.
- Jaggi, B dan Gul, Ferdinand A. (1999). "An Analysis of Joint Effect of Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, and Size on Corporate Debt Policy". *Review of Quantitative and Accounting*. Vol. 12: 371-381.
- Jensen, Michael C. dan Meckling, William H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4: 305-360.
- Jensen, Michael C. (1986). "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*. Vol. 76, No. 2: 323-329.
- Kaaro, Hermeindito (2002). "Searching Proxies of Investment Opportunity Sets and Identifying Information Content". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 4, No. 1: 36-45.
- Kallapur, Sanjay dan Trombley, Mark A. (1999). "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 26: 505-519.
- Kallapur, Sanjay dan Trombley, Mark A. (2001). "The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences, and Measurement". *Managerial Finance*. Vol. 27, No. 3.
- Karsana, Y. W, dan Supriyadi (2005). "Analisis Moderasi Set Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Kebijakan Dividen dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. XI, No. 2: 234-253.
- Machfoedz, M. (1995). "Financial Ratios Analysis and the Earnings Changes in Indonesia." *Kelola*. No 7: 114-137.
- Mahadwartha, Putu Anom (2002). "The Association of Managerial Ownership with Dividend Policy and Leverage Policy: Indonesian Firms". SSRN.
- Mahadwartha, Putu Anom (2002). "Empirical Test of Balancing Model of Agency Costs, Contracting Model of Agency Theory, Collateral, and Growth Hypothesis in Indonesian Capital Market". SSRN.
- Mahadwartha, Putu Anom (2003). "Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: An Agency Theory Perspective". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 18, No. 3.

- Myers, Steward C. (1977). "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*. Vol. 5: 147-175.
- Myers, Steward C. dan Majluf, Nicholas S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions Whwn Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*. Vol. 13: 187-221.
- Pagalung, Gagaring (2003). "Pengaruh kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6, No. 3: 249-263.
- Panggiarti, Endang. K. (2007). "Konflik Keagenan dengan Set Kesempatan Investasi dan Tingkat Pajak sebagai Faktor pemoderasi". *Tesis S2*. Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.
- Riyanto, Bambang (1995). "Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan". BPFE Edisi 4. Yogyakarta.
- Ross, Stephen A.; Westerfield, W.R.; dan Bradford, D.J. (2000). "Fundamentals of Corporate Finance". Fifth Edition. Irwin McGraw Hill. Boston.
- Siregar, Baldric (2005). "Hubungan antara Dividen, Leverage Keuangan, dan Investasi". *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol. XVI, No. 3: 219-230.
- Sriyuniati, Fera (2007). "Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Kebijakan Utang terhadap Keputusan Investasi". *Tesis S2*. Universitas Gajah Mada. Tidak Dipublikasikan.
- Subekti, Imam dan Kusuma, Indra W. (2001). "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 4, No. 1: 44-63.
- Tarjo (2005). "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.8, No.1: 82-104.
- Wahidahwati (2002). "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agensi". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.5, No. 1: 1-16.
- Wu, Lingling (2004). "The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms with the Agency Cost of Free Cash Flow". *Department of Economics and Finance*. SSRN.
- Yudianti, Fr. Ninik (2003). "The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value". SSRN.