

PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS DAN KEPUTUSAN PENDANAAN TERHADAP NILAI PEMEGANG SAHAM

Oleh : Rifan Haryadi

Mahasiswa Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi S-1 Universitas Widyatama

ABSTRAK

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham, nilai pemegang saham merupakan nilai perusahaan dikurangi hutang. Dalam keputusan pendanaan yang diputuskan oleh manajemen, bahwa pendanaan perusahaan melalui ekuitas lebih banyak daripada menggunakan pendanaan melalui hutang. Sedangkan aliran kas bebas perusahaan dapat dipakai sebagai determinan nilai pemegang saham dengan mempertimbangkan faktor-faktor kontekstual set kesempatan investasi, manajemen laba, leverage dan dividen. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah aliran kas bebas dan keputusan pendanaan mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode deskriptif, sedangkan populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2012. Sampel dalam penelitian ini memakai teknik *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dengan berdasarkan kriteria – kriteria tertentu. Pengumpulan data yang dilakukan studi pustaka (*Library Research*).

Melalui media kepustakaan berupa buku-buku, jurnal-jurnal, *Indonesian Capital Market Directory*, dan literatur lain yang berkaitan dengan masalah yang diteliti. Kemudian analisis data yang digunakan dalam penelitian ini dengan menggunakan analisis regresi linier berganda, sedangkan hipotesis penelitian yang akan diuji menggunakan uji t dan uji F . Hasil penelitian menunjukkan bahwa aliran kas bebas dan keputusan memiliki hubungan kuat terhadap nilai pemegang saham. Pada pengujian simultan (uji F) bahwa aliran kas bebas dan keputusan pendanaan berpengaruh dan signifikan terhadap nilai pemegang saham. Secara parsial (uji t) bahwa aliran kas berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham dan keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham.

Kata Kunci : Aliran Kas Bebas, Keputusan Pendanaan dan Nilai Pemegang Saham

I. Pendahuluan

Tujuan perusahaan adalah memaksimumkan kekayaan/nilai perusahaan bagi pemegang saham/pemilik. Peningkatan nilai perusahaan dapat melalui peningkatan kemakmuran para pemegang saham. Dengan Meningkatnya kemakmuran pemegang saham, maka terjadi peningkatan pada nilai pemegang saham.

Untuk menjalankan keputusan investasi dan operasional, perusahaan harus mencari sumber dana. Sumber dana tersebut terbagi jadi dua jenis yaitu sumber

eksternal dan internal. Sumber dana eksternal merupakan sumber dana yang diperoleh dari luar perusahaan seperti utang bank, utang pihak ketiga atau penerbitan surat berharga. Sedangkan sumber dana internal berasal dari dalam perusahaan sendiri, seperti penambahan modal sendiri dan laba ditahan. Dalam pengambilan keputusan ini, perusahaan perlu memperhatikan dua hal penting yaitu mencari sumber dana yang murah dan tepat (Budi Herprasetyo 2009 :15). Kesalahan perusahaan dalam memilih sumber dana mengakibatkan biaya tinggi bagi perusahaan, maka beban pembayaran bunga pun menjadi naik.

Keputusan pendanaan mempengaruhi perilaku manajer dalam situasi tertentu, perilaku ini mempengaruhi nilai dari sebuah perusahaan. Rumus campuran pendanaan terbaik bagi perusahaan tertentu tidak diketahui dengan pasti. Namun, terdapat beberapa panduan kunci yang membantu pembuat keputusan melaksanakan pembuatan keputusan yang menghasilkan nilai bagi pemegang saham.

Untuk mengevaluasi akuisisi yang prospektif perusahaan, pembeli harus memperkirakan arus kas masa depan yang diharapkan dapat ditambahkan dari akuisisi tersebut setelah dipotong pajak. Arus kas yang tersisa setelah dikurangkan dari pendapatan yang diharapkan dinamakan aliran kas bebas. Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas, sehingga aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi. 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.

Masalah keagenan dapat disebabkan oleh keberadaan aliran kas bebas. Hal tersebut dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya sementara manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun investasi tersebut memberikan *net present value* negatif. Bagi pemegang saham, keputusan tersebut dinilai sebagai keputusan yang tidak berpihak kepada pemegang saham.

Identifikasi Masalah

Kinerja perusahaan sebagai faktor penentu besarnya aliran kas yang dihasilkan perusahaan. Kinerja perusahaan sangat dipengaruhi oleh kinerja operasi, pendanaan, investasi dan kebijakan dividen. Dengan kinerja operasi, pendanaan, investasi dan kebijakan dividen yang baik, maka perusahaan mengalami peningkatan aliran kas. Sedangkan kinerja operasi, pendanaan, investasi dan kebijakan dividen yang buruk, maka perusahaan mengalami penurunan aliran kas. Dipihak investor, bila terjadi peningkatan aliran kas perusahaan diharapkan menerima dividen atau *return* sesuai dana yang investasikan pada perusahaan. Sedangkan dipihak manajer perusahaan, adanya peningkatan aliran kas tersebut untuk investasi perusahaan melebihi ukuran optimal perusahaan. Maka masalah yang diteliti adalah :

1. Apakah aliran arus kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham?
2. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham?
3. Apakah aliran kas bebas dan keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham?

II. Tinjauan Pustaka

1. Aliran Kas Bebas

Menurut Jensen (1986), *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen. Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2006), kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang berjalan.

Menurut Ross *et al.* (2000) mendefinisikan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada para kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasi lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan karena akan meningkatkan insentif yang mereka terima, sedangkan pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka.

Perhitungan Aliran Kas Bebas

Free cash flow dihitung dengan menggunakan rumus Brigham dan Houston (2006), yaitu :

$FCF = NOPAT - \text{Investasi bersih pada modal operasi}$

Dimana :

$NOPAT$ (*net operating profit after taxes*) = $EBIT$ (1-Tarif pajak)

Investasi pada modal operasi = Total modal operasi tahun ini – dengan total modal operasi tahun sebelumnya.

2. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan perusahaan akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Sumber pendanaan ini dapat diperoleh dari modal internal maupun modal eksternal. Sumber dana internal biasanya berasal dari laba ditahan, sedangkan sumber dana eksternal berasal dari kreditur dan pemegang saham.

Menurut Kasmir (2010:6) keputusan pendanaan adalah sebagai berikut:

“Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berkaitan dengan jumlah dana yang disediakan perusahaan, baik yang bersifat utang atau modal sendiri”.

Keputusan pendanaan ditinjau dari jangka waktunya dapat dibedakan menjadi dua macam yaitu jangka panjang dan jangka pendek. Keputusan jangka panjang akan membawa dampak pada struktur modal (*capital struktur*) perusahaan. Struktur modal adalah perbandingan antara utang perusahaan dengan modal sendiri (I Made Sudana, 2011:3).

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas. Keputusan pendanaan yang menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak daripada pendanaan melalui hutang karena dengan menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak dapat meningkatkan nilai perusahaan. (Wijaya dan Wibawa, 2010).

3. Nilai Pemegang Saham

Salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham merupakan nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan. Nilai pemegang saham merupakan nilai perusahaan dikurangi hutang. Penman (2004:43) menyatakan bahwa salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui dividen dan meningkatkan harga saham. Selanjutnya dalam rangka untuk pembatasan pada studi ini, maka nilai pemegang saham merupakan peningkatan atau penurunan harga pasar saham yang beredar dibandingkan dengan nilai buku per lembar saham.

Dalam rangka untuk kepentingan studi ini batasan nilai pemegang saham mengikuti Brigham (1999) dalam Tarjo (2008), yaitu nilai yang diberikan oleh pelaku pasar saham terhadap kinerja perusahaan. Nilai tersebut merupakan apresiasi pasar saham jika harga saham di atas nilai buku per lembar saham. Sebaliknya nilai tersebut merupakan depresiasi pasar saham jika harga saham di bawah nilai buku per lembar saham.

Dalam studi ini ukuran nilai pemegang saham dengan menggunakan nilai pasar saham terhadap nilai buku saham. Nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham dalam bentuk harga saham. Harga saham perusahaan merupakan reaksi pasar terhadap keseluruhan kondisi perusahaan yang juga merupakan sebagai cerminan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk harga saham.

Hipotesis

Berdasarkan uraian di atas, penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha₁ : aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham.

Ha₂ : keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham.

Ha₃ : aliran kas bebas dan keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham.

III. Metodologi Penelitian

Data penelitian ini berupa laporan keuangan publikasian tahunan yang telah diaudit, yang terdiri dari laporan posisi keuangan, laba rugi dan laporan arus kas selama tahun 2008-2012. Laporan keuangan perusahaan diperoleh dari situs resmi BEI www.idx.co.id dan melalui kantor pembantu *Indonesia Stock Exchange* (IDX) kota Bandung.

Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan pada kriteria tertentu yang dikehendaki peneliti. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: 1)

perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2012. 2) perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan untuk periode yang berakhir 31 Desember. 3) perusahaan yang tidak memiliki ekuitas negatif dan pembayaran dividen selama 5 tahun berturut-turut. 4) ketersediaan data sampel lengkap.

Variabel Operasional

1. Nilai Pemegang Saham (*Shareholder's Value*)

Nilai pemegang saham merupakan nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan. Formula matematisnya adalah sebagai berikut:

$$SHV = \frac{(OS_{it} \times HPS_{it}) + Ekuitas}{Total Asset_{it}}$$

Dimana :

SHV : *Shareholder's value* atau nilai pemegang saham

OS : *Outstanding share*

2. Aliran Kas Bebas

Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Aliran kas bebas dalam penelitian ini diukur dengan formula :

$$FCF_{it} = \frac{AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}}{Ekuitas}$$

Dimana :

FCF : *Free cash flow*

AKO : Aliran Kas Operasi

PM : Pengeluaran Modal

NWC : *Net working capital*

3. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER), keputusan pendanaan dalam penelitian ini diukur dengan formula:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Metode Analisis Data

Statistik deskriptif

Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku umum atau generalisasi. Termasuk dalam statistik deskriptif antara lain penyajian data melalui tabel, grafik, diagram lingkaran, pictogram, perhitungan modus, median, mean, perhitungan desil, persentil, penyebaran data melalui perhitungan rata-rata, standar deviasi, dan perhitungan prosentase (Sugiyono, 2012).

Uji Asumsi Klasik

1. Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen memiliki distribusi normal atau tidak (Kuncoro, 2001).

Pengambilan keputusan mengenai normalitas adalah sebagai berikut :

- a. Jika *Asymp. Sig.* < 0,05 maka distribusi data tidak normal
- b. Jika *Asymp. Sig.* > 0,05 maka distribusi data normal

2. Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah adanya hubungan linear yang sempurna (mendekati sempurna) antara beberapa atau semua variabel bebas (Ghozali, 2012). Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi yang ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Cara mendeteksi adanya multikolinieritas adalah dengan mengamati nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance*. Batas VIF adalah 10 dan nilai dari *Tolerance* adalah 0,1. Jika nilai VIF lebih besar dari 10 dan nilai *Tolerance* kurang dari 0,1 maka terjadi multikolinieritas.

3. Heteroskedastisitas

Pendeteksian heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan analisis grafik dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot atau uji Glejser. Uji Glejser mengusulkan untuk meregresi nilai absolut residual terhadap variabel independen. Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel independen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Jika probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%, maka dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas (Ghozali, 2012).

4. Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dapat dilakukan dengan membandingkan nilai statistik hitung Durbin Watson pada perhitungan regresi dengan statistik tabel Durbin Watson pada tabel. Dasar pengambilan keputusan adalah sebagai berikut :

- a. Jika $0 < DW < DL$, maka terjadi autokorelasi positif
- b. Jika $DL < DW < DU$, maka ragu-ragu terjadi autokorelasi
- c. Jika $DU < DW < 4-DU$, maka tidak terjadi autokorelasi
- d. Jika $4-DU < DW < 4-DL$, maka ragu-ragu terjadi autokorelasi
- e. Jika $DW > 4-DL$, maka terjadi autokorelasi negatif.

Keterangan : DL = batas bawah DW

DU = batas atas DW

Persamaan Regresi Linier Berganda

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda adalah teknik statistik yang digunakan untuk meramal bagaimana keadaan atau pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Persamaan regresi tersebut adalah sebagai berikut.

$$Y = \alpha + b_1X_1 + b_2X_2 + \varepsilon$$

Keterangan :

Y : *Shareholder's value*

α : Konstanta

$b_1, b_2 \dots$: Koefisien Regresi
X_1	: Aliran kas bebas
X_2	: Keputusan pendanaan
ε	: Standar <i>Error</i>

Pengujian Hipotesis

1. Uji F – Statistik

Uji statistik F digunakan untuk menguji apabila variabel independen secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan atau tidak signifikan dengan variabel dependen. Pengujian hipotesis yang dilakukan adalah pengujian hipotesis *null* (H_0) yang menyatakan tidak terdapat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen, dan hipotesis alternatif (H_a) yang menyatakan sebaliknya.

2. Uji t – Statistik

Uji t statistik dilakukan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen (aliran kas bebas dan keputusan pendanaan) terhadap variabel dependen (nilai pemegang saham). Pengujian melalui regresi yang menggunakan program SPSS dengan membandingkan tingkat signifikansi (Sig t) masing-masing variabel independen dengan taraf sig $\alpha = 5\%$.

Apabila tingkat signifikansi (Sig t) lebih kecil daripada $\alpha = 5\%$, maka hipotesisnya diterima yang artinya variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependennya. Sebaliknya apabila tingkat signifikansinya (Sig t) lebih besar daripada $\alpha = 5\%$, maka hipotesisnya tidak

diterima yang artinya variabel independen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

IV. Hasil Penelitian

Analisis Deskriptif Variabel Penelitian

1. Gambaran Aliran Kas Bebas

Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasi lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan karena akan meningkatkan insentif yang mereka terima, sedangkan pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka. Berikut ini kondisi aliran kas bebas perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2008 – 2012 dapat dilihat pada tabel 4.1

Gambaran Variabel Aliran Kas Bebas

No	Nama Perusahaan	Tahun				
		2008	2009	2010	2011	2012
1	PT. Astra Otoparts Tbk	-0,350	-0,360	-0,310	-0,210	-0,120
2	PT. Sepatu Bata Tbk	-0,840	-0,290	-0,420	-0,340	-0,450
3	PT. Delta Djakarta Tbk	-0,580	-0,660	-0,740	-0,500	-0,480
4	PT. Champion Pacific Indonesia Tbk	-0,760	-0,830	-0,740	-0,820	-0,510
5	PT. Indocement Tungal Prakarsa Tbk	-0,180	-0,240	-0,390	-0,480	-0,520

6	PT. Lion Metal Works Tbk	-0,910	-0,800	-0,930	-0,940	-0,960
7	PT. Mustika Ratu Tbk	-0,740	-0,790	-0,800	-0,820	-0,800
8	PT. Semen Indonesia (Persero) Tbk	-0,470	-0,370	-0,270	-0,190	-0,080
9	PT. Selamat Sempurna Tbk	-0,350	0,200	-0,410	-0,480	-0,150
10	PT. Tempo Scan Pasific Tbk	-0,590	-0,550	-0,560	-0,620	-0,590
	Maksimum	-0,180	0,200	-0,270	-0,190	-0,080
	Minimum	-0,910	-0,830	-0,930	-0,940	-0,960
	Rata-rata	-0,577	-0,469	-0,557	-0,540	-0,466
	Standar Deviasi	0,239	0,323	0,230	0,259	0,288

2. Gambaran Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berkaitan dengan jumlah dana yang disediakan perusahaan, baik yang bersifat utang atau modal sendiri. Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas. Keputusan pendanaan yang menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak daripada pendanaan melalui hutang karena dengan menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berikut ini kondisi keputusan pendanaan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2008 – 2012 dapat dilihat pada tabel 4.2

Gambaran Variabel Keputusan Pendanaan

No	Nama Perusahaan	Tahun				
		2008	2009	2010	2011	2012
1	PT. Astra Otoparts Tbk	0,450	0,390	0,380	0,470	0,620
2	PT. Sepatu Bata Tbk	0,470	0,380	0,460	0,460	0,480
3	PT. Delta Djakarta Tbk	0,340	0,270	0,200	0,220	0,250
4	PT. Champion Pacific Indonesia Tbk	0,380	0,290	0,230	0,220	0,290
5	PT. Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	0,330	0,240	0,170	0,150	0,170

6	PT. Lion Metal Works Tbk	0,260	0,190	0,170	0,210	0,170
7	PT. Mustika Ratu Tbk	0,170	0,160	0,140	0,170	0,180
8	PT. Semen Indonesia (Persero) Tbk	0,300	0,260	0,290	0,350	0,460
9	PT. Selamat Sempurna Tbk	0,630	0,800	0,960	0,700	0,770
10	PT. Tempo Scan Pasific Tbk	0,290	0,340	0,360	0,400	0,380
Maksimum		0,630	0,800	0,960	0,700	0,770
Minimum		0,170	0,160	0,140	0,150	0,170
Rata-rata		0,362	0,332	0,336	0,335	0,377
Standar Deviasi		0,129	0,181	0,243	0,175	0,205

3. Gambaran Nilai Pemegang Saham

Nilai pemegang saham merupakan nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan. Nilai pemegang saham merupakan nilai perusahaan dikurangi hutang. Bahwa salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui dividen dan meningkatkan harga saham. Berikut ini kondisi nilai pemegang saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2008 – 2012 dapat dilihat pada tabel 4.3

Gambaran Nilai Pemegang Saham

No	Nama Perusahaan	Tahun				
		2008	2009	2010	2011	2012
1	PT. Astra Otoparts Tbk	0,763	0,774	0,804	0,744	0,661
2	PT. Sepatu Bata Tbk	0,712	0,754	0,711	0,711	0,698
3	PT. Delta Djakarta Tbk	0,744	0,776	0,837	0,823	0,803
4	PT. Champion Pacific Indonesia Tbk	0,798	0,974	0,995	0,965	0,943
5	PT. Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	0,261	0,943	0,972	0,968	0,934
6	PT. Lion Metal Works Tbk	1,000	1,031	1,026	0,968	0,978
7	PT. Mustika Ratu Tbk	1,007	1,012	1,012	0,975	0,965
8	PT. Semen Indonesia (Persero) Tbk	0,817	0,843	0,818	0,773	0,706
9	PT. Selamat Sempurna Tbk	0,742	0,682	0,667	0,717	0,669
10	PT. Tempo Scan Pasific Tbk	0,829	0,807	0,799	0,770	0,772
Maksimum		1,007	1,031	1,026	0,975	0,978
Minimum		0,261	0,682	0,667	0,711	0,661

Rata-rata	0,767	0,860	0,864	0,841	0,813
Standar Deviasi	0,205	0,121	0,129	0,114	0,130

Persamaan Regresi Linier Berganda

Untuk mengetahui pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, maka dilakukan analisis regresi linier berganda. Dari pengolahan data yang telah dilakukan diperoleh hasil sebagai berikut:

Persamaan Regresi Linier Berganda

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,829	,062		13,333	,000
	Arus Kas Bebas	-,219	,067	-,403	-3,289	,002
	Keputusan Pendanaan	-,327	,095	-,421	-3,430	,001

a. Dependent Variable: Nilai Pemegang Saham

Dari tabel diatas diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$Y = 0,829 - 0,219X_1 - 0,327X_2$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut masing-masing variabel dapat diinterpretasikan nilai taksirannya dengan nilai pemegang saham sebagai berikut:

- a. Konstanta sebesar 0,829 mengandung arti bahwa ketika aliran kas bebas dan keputusan pendanaan bernilai nol (0) dan tidak mengalami perubahan, maka nilai pemegang saham akan bernilai sebesar 0,829 rupiah.

- b. Nilai variabel X_1 yaitu aliran kas bebas memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,219 artinya jika aliran kas bebas meningkat satu rupiah sementara keputusan pendanaan konstan, maka nilai pemegang saham akan menurun sebesar 0,219 rupiah.
- c. Nilai variabel X_2 yaitu keputusan pendanaan memiliki koefisien regresi sebesar -0,327 mengandung arti bahwa ketika keputusan pendanaan meningkat satu rupiah, sementara aliran kas bebas konstan, maka nilai pemegang saham akan menurun sebesar 0,327 rupiah.

Analisis Korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk melihat kekuatan dan arah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Dalam hal ini untuk mengetahui kekuatan hubungan yang terjadi antara aliran kas bebas dan keputusan pendanaan dengan nilai pemegang saham. Untuk mengetahui tingkat keeratan antara variabel bebas dengan variabel terikat tersebut, digunakan kriteria sebagai berikut:

Interpretasi Koefisien Korelasi

Nilai Korelasi	Tingkat Hubungan
0,800 - 1,00	Sangat Kuat
0,600 - 0,799	Kuat
0,400 - 0,599	Cukup Kuat
0,200 - 0,399	Rendah
0,00 - 0,199	Sangat Rendah

Berdasarkan pengolahan data yang telah dilakukan, diperoleh hasil analisis korelasi sebagai berikut:

Hasil Analisis Korelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,735 ^a	,540	,520	,09869

a. Predictors: (Constant), Keputusan Pendanaan, Arus Kas Bebas

b. Dependent Variable: Nilai Pemegang Saham

Berdasarkan tabel output di atas, diperoleh informasi bahwa nilai koefisien korelasi yang diperoleh antara aliran kas bebas dan keputusan pendanaan dengan nilai pemegang saham sebesar 0,735. Nilai korelasi bertanda positif, yang menunjukkan bahwa hubungan yang terjadi antara variabel bebas dengan variabel terikat adalah searah. Dimana semakin tinggi aliran kas bebas dan keputusan pendanaan, maka akan diikuti pula oleh semakin tingginya nilai pemegang saham. Berdasarkan interpretasi koefisien korelasi berdasarkan Sugiyono;2010, nilai korelasi sebesar 0,735 termasuk dalam kategori hubungan yang kuat, berada dalam kelas interval 0,600 – 0,799.

Uji F – Statistik

Hasil Uji Hipotesis Simultan

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,537	2	,269	27,587	,000 ^b
	Residual	,458	47	,010		
	Total	,995	49			

a. Dependent Variable: Nilai Pemegang Saham

b. Predictors: (Constant), Keputusan Pendanaan, Arus Kas Bebas

Dari hasil pengujian hipotesis simultan (uji F) di atas, diperoleh nilai F-hitung sebesar 27,587. Nilai ini akan ini akan dibandingkan dengan nilai F-tabel pada tabel distribusi F. Dengan $\alpha=0,05$, $db_1=2$ dan $db_2=47$, diketahui bahwa nilai F-tabel sebesar 3,195. Dari nilai-nilai di atas terlihat bahwa nilai F-hitung yang diperoleh sebesar $27,587 > F\text{-tabel } 3,195$, sesuai dengan kriteria pengujian hipotesis bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya secara simultan aliran kas bebas dan keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Uji t – Statistik

1. Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham

Pengujian Hipotesis Parsial X_1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,829	,062		13,333	,000
	Arus Kas Bebas	-,219	,067	-,403	-3,289	,002
	Keputusan Pendanaan	-,327	,095	-,421	-3,430	,001

a. Dependent Variable: Nilai Pemegang Saham

Dari tabel output di atas terlihat bahwa nilai t-hitung yang diperoleh variabel aliran kas bebas (X_1) adalah sebesar -3,289. Nilai ini akan dibandingkan dengan nilai t-tabel pada tabel distribusi t. Dengan $\alpha=0,05$, $df=n-k-1=50-2-1= 47$, diperoleh nilai t-tabel untuk pengujian satu pihak sebesar 2,012. Dari nilai-nilai di atas terlihat bahwa nilai t-hitung yang diperoleh (-3,289) diantara nilai t-tabel (-2,012) dan (2,012), sehingga sesuai dengan kriteria pengujian hipotesis bahwa H_a

diterima, artinya secara parsial aliran kas bebas (X_1) berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham (Y) di Bursa Efek Indonesia.

2. Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham

Pengujian Hipotesis Parsial X_2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,829	,062		13,333	,000
	Arus Kas Bebas	-,219	,067	-,403	-3,289	,002
	Keputusan Pendanaan	-,327	,095	-,421	-3,430	,001

a. Dependent Variable: Nilai Pemegang Saham

Dari tabel output di atas terlihat bahwa nilai t-hitung yang diperoleh variabel keputusan pendanaan (X_2) adalah sebesar -3,430. Nilai ini akan dibandingkan dengan nilai t-tabel pada tabel distribusi t. Dengan $\alpha=0,05$, $df=n-k-1=50-2-1=47$, diperoleh nilai t-tabel untuk pengujian satu pihak sebesar 1,678. Dari nilai-nilai di atas terlihat bahwa nilai t-hitung yang diperoleh (-3,430) diantara nilai t-tabel (-2,012) dan (2,012), sehingga sesuai dengan kriteria pengujian hipotesis bahwa H_a diterima, artinya secara parsial keputusan pendanaan (X_2) berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham (Y) di Bursa Efek Indonesia.

Pembahasan

Berdasarkan hasil uji regresi bahwa hipotesa pertama aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, hipotesa kedua keputusan

pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dan hipotesa ketiga aliran kas bebas dan keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham.

Hipotesa pertama menunjukkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham. Secara teori aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Pengaruh negatif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham dalam penelitian ini disebabkan adanya kekhawatiran dari pemegang saham bahwa aliran kas bebas yang ada di perusahaan akan digunakan oleh manajemen untuk melakukan tindakan *opportunistic* guna memperkaya diri sendiri. Berdasarkan pembahasan tersebut, hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Metha dan barbara (2010) yang menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Hipotesa kedua menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham. Secara teori hutang akan mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan *perquisites* dan kinerja perusahaan menjadi lebih efisien sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat. Pengaruh negatif keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dalam penelitian ini disebabkan tidak adanya kekhawatiran dari pemegang saham bahwa keputusan pendanaan yang ada di perusahaan digunakan oleh manajemen supaya kinerja perusahaan lebih efisien dan efektif. Berdasarkan pembahasan tersebut, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Metha dan barbara (2010) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham.

Hipotesa ketiga menunjukkan bahwa aliran kas bebas dan keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Hal ini mengindikasikan bahwa aliran kas bebas dan keputusan pendanaan memiliki peranan dalam mengukur kinerja perusahaan. Pengaruh positif aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dalam penelitian ini disebabkan tidak adanya kekhawatiran dari pemegang saham bahwa aliran kas bebas perusahaan digunakan untuk kesejahteraan bersama dan keputusan pendanaan di perusahaan mampu dijalankan oleh manajemen perusahaan dengan baik. Berdasarkan pembahasan tersebut, hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Metha dan Barbara (2010) yang menyatakan bahwa aliran kas bebas dan keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Dari hasil penelitian terlihat bahwa besarnya persentase pengaruh variabel independen terhadap dependen dapat dilihat dari *R-square*, yaitu sebesar 0,540 . dengan demikian aliran kas bebas (X_1) dan keputusan pendanaan (X_2) hanya berpengaruh sebesar 54% terhadap nilai pemegang saham (Y) perusahaan manufaktur yang listing di BEI Periode 2008-2012. Sedangkan sisanya sebesar 46% merupakan pengaruh dari variabel lain yang tidak diteliti.

V. Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka penulis mengambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Secara parsial, aliran kas bebas memberikan pengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham.
2. Secara parsial, keputusan pendanaan memberikan pengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham.
3. Secara simultan, aliran kas bebas dan keputusan pendanaan memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
4. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa aliran kas bebas dan keputusan-keputusan pendanaan yang diputuskan oleh perusahaan sebagai referensi yang tepat dalam pengambilan keputusan dalam berinvestasi pada saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Disamping itu investor juga harus mempertimbangkan faktor lain seperti kondisi ekonomi, peraturan pemerintah dan persaingan perusahaan domestik dan asing yang terjadi serta faktor-faktor eksternal yang lain karena hal ini secara tidak langsung akan mempengaruhi nilai pemegang saham.

Saran

Berdasarkan uraian kesimpulan tersebut maka peneliti memberikan saran-saran sebagai berikut :

- a) Bagi perusahaan:
Perusahaan diharapkan dapat menyampaikan informasi mengenai kas yang dimiliki perusahaan dan pendanaan yang diperoleh atau

digunakan perusahaan. Hal ini dilakukan agar informasi yang diberikan perusahaan di mata publik menjadi lebih baik dan dijadikan referensi oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi.

b) Bagi Investor

Dalam mengambil keputusan, investor memiliki gambaran atau informasi yang cukup tentang kas yang dimiliki perusahaan dan pendanaan yang diperoleh atau digunakan perusahaan untuk dijadikan referensi sebagai pengambilan keputusan oleh investor. Dengan adanya informasi tersebut diharapkan investor menjadi tidak salah tafsir dalam pengambilan keputusan.

c) Bagi Akademisi

Bagi peneliti yang akan datang sebaiknya menggunakan sampel lebih banyak yang benar-benar mempresentasikan seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Apabila diperlukan, tambahkan variabel independen lain yang sesuai dan mempengaruhi secara positif nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan juga memperpanjang periode pengamatan sehingga dapat menggambarkan kondisi yang sebenarnya.

DAFTAR PUSTAKA

Agnes Sawir. 2004. Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama.

- Arie Afzal. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan.
- Budi Herprasetyo. 2009. Berani Utang Pasti Untung. edisi kedua. Yogyakarta : Indonesia Cerdas.
- Dini Rosdini. 2009. "Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Dividen *Payout Ratio*". Bandung: *Working Paper in Accounting and Finance*, Universitas Padjajaran.
- Edi Suranta dan Pratama Merdistuti Puspita. 2004. "*Income Smoothing, Tobin's Q, Agency Problem* dan Kinerja Perusahaan". Simposium Nasional Akuntansi VII. Denpasar Bali, 2-3 Desember.
- Eugene F. Brigham dan Michael C. Ehrhardt. 2002. *Financial Management. (tenth Edition)*. Orlando : Harcourt College Publishers.
- _____ dan Joel F. Houston. 2001. Manajemen Keuangan. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: Erlangga.
- _____. 2006. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- F.N. Yudianti. 2005. Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi, Manajemen Laba, Leverage dan Dividen Terhadap Hubungan antara Aliran Kas Bebas dan Nilai Pemegang Saham. Disertasi. Universitas Gadjah Mada.
- Hendro Sasongko. Noer Azam Achsani. Roy Sembel dan Tridoyo Kusumastanto. 2012. Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividen dan Leverage Terhadap Nilai Pemegang Saham.
- I Made Sudana. 2011. Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktek. Jakarta : Erlangga.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2009. Standar Akuntansi Keuangan PSAK No. 2 – Laporan Arus Kas. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Imam Ghozali. 2005. Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- _____. 2012. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM 2.0. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- James C. Van Horne dan John M. Wachowicz JR. 2005. *Fundamental of Financial Management/Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan* (Edisi Kedua belas). Jakarta:Salemba Empat.
- _____. 2007. *Fundamentals of Financial Management*. Jakarta : Salemba Empat.

- Kasmir. 2010. Pengantar Manajemen Keuangan. Edisi Pertama. Jakarta: Kencana.
- Kieso D.E. Jerry J Weygandt dan Terry D Warfield. 2007. *Intermediate Accounting*. 12th Edition. Asia : John Wiley and Sons.
-
- _____ . 2011. *Intermediate Accounting* 13th ed, Asia : John Wiley and Sons.
- L.R. Puspo Wijaya. Bandi dan Anas Wibawa. 2010. “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan”. Makalah Simposium Nasional Akuntansi XIII. Purwokerto. hal. 1-21.
- M. Jensen (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*, *American Economics Review*. Vol 76. p. 323-339.
- Malla Bahagia. 2008. Analisis Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pendekatan *Struktural Equation Modeling* (ESM). Jakarta : UIN Syarifhidayatullah.
- Martono dan D. Agus Harjito. 2005. Manajemen Keuangan. Cetakan Keempat. Penerbit Ekonisia. Yogyakarta.
- Mas’ud Machfoedz dan Eddy Suranta. 2003. Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi. Simposium Nasional Akuntansi VII. Surabaya. 16-17 Oktober.
- Metha Arieska dan Barbara Gunawan. 2010. “Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi”. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*.
- Mudrajad Kuncoro. 2001. Metode Kuantitatif, Teori dan Aplikasi Untuk Bisnis dan Ekonomi. UPP AMP YKPN. Yogyakarta
- Muhammad Ma’ruf. 2009. *INVESTOPEDIA*. Jakarta : Hikmah.
- Murti Sumarni dan Salamah Wahyuni. 2006. Metodologi Penelitian Bisnis. Yogyakarta: CV. Andi OFFSET.
- Niken Nurdiana. 2007. Analisis Pengaruh Variabel Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Huntang, dan Return on Asset Terhadap Kebijakan Deviden. Skripsi Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi. Universitas Brawijaya.
- Nur Indriantoro dan Bambang Supomo. 2002. Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi & Manajemen. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Regina Ariesta Aljannah. 2010. Analisis Pengaruh Hutang, Profitabilitas, Likuiditas dan Pertumbuhan Terhadap Dividen (Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia

tahun 2006-2008). Universitas Diponegoro. Semarang.

Rika nurlela dan islahuddin. 2008. "Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen Sebagai Variabel Moderating". Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak, Juli.

Stephen A. Ross. Randolph W. Westerfield dan D. Jordan Bradford. 2000. *Fundamentals of Corporate Finance*. fifth Edition. Irwin McGraw-Hill. Boston.

_____. 2003. *Fundamentals of Corporate Finance*. Sixth Edition. Irwin McGraw-Hill. Boston.

Stephen H. Penman. 2001. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill. Singapore.

_____. 2004. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 2nd Ed. Singapore: McGraw-Hill/Irwin.

Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D*. Bandung: Penerbit Alfabeta.

_____. 2012. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D*. Bandung: Penerbit Alfabeta.

Tarjo. 2008. "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Leverage* terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*". Mei. Simposium Nasioanal Akuntansi XI. Pontianak.

Uma Sekaran. 2009. *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*. Edisi 4. Buku 1. Kwan Men Yon. Jakarta: Salemba Empat.

Untung Wahyudi. Hartini Prassetyaning dan Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang.

Zulganef. 2008. *Metode Penelitian Sosial dan Bisnis*. Yogyakarta: Graha Ilmu.

Website:

www.idx.co.id