

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Arus kas bebas (*Free Cash Flows/FCF*) adalah sumber dana internal perusahaan yang penggunaannya tergantung pada kebijakan manajer (Syukriy A., 2002). Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang dikenal dengan konflik keagenan (Jensen, 1986 dalam Holydia L., 2004). Hal tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak (manajer dan pemegang saham), yaitu manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang akan diterima. Disisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga akan menambah kesejahteraan mereka. Konflik keagenan akan mempengaruhi kedua belah pihak untuk memaksimalkan kesejahteraannya masing-masing. Penelitian ini tidak membahas keberadaan konflik kepentingan tersebut, tetapi hanya difokuskan pada dampak dari akibat pemilihan dua alternatif tersebut.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah struktur modal, yaitu: 1) aktivitas pencarian dana (*financing decision*), dan 2) pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (Wahidahwati, 2001). Struktur modal atau keputusan pendanaan akan sangat berpengaruh pada kinerja perusahaan. Keputusan apakah

dana yang akan digunakan oleh perusahaan dengan utang atau dengan menjual saham (modal sendiri), hal ini akan sangat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan khususnya dalam rangka memaksimalkan kemakmuran/kekayaan para pemegang saham yang akan tercermin melalui harga saham perusahaan.

Penggunaan utang pada saat tertentu akan lebih menguntungkan dibandingkan dengan menggunakan modal sendiri, karena akan menurunkan biaya modal dan meningkatkan tingkat pengembalian bagi pemegang saham. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa pengeluaran modal direspon negatif oleh pasar (Voght, 1994; Kim, 1995; Voght, 1997 dalam Ali S.U., 2003). McConnell dan Muscarella (1985) dalam Ali S.U. (2003), menunjukkan bahwa peningkatan pengeluaran modal yang diumumkan oleh perusahaan-perusahaan eksplorasi minyak dan gas antara tahun 1975-1981 memperlihatkan respon negatif pada pasar. Szewczyk *et al.* (1996), menunjukkan bahwa *return* saham negatif ketika perusahaan yang mempunyai peluang investasi rendah mengumumkan pengeluaran riset dan pengembangan (Ali S.U., 2003).

Pendapat ini dibantah oleh Modigliani dan Miller (1958) dalam Widanaputra (2003), yang menyatakan bahwa nilai perusahaan adalah independen dan tidak dipengaruhi oleh struktur modal dengan asumsi tidak ada pajak perusahaan. Alasan yang digunakan adalah jika nilai perusahaan yang menggunakan utang ternyata lebih tinggi dari nilai perusahaan yang menggunakan modal sendiri, maka investor yang memiliki saham diperusahaan yang dibiayai dengan utang dapat meningkatkan pendapatannya dengan cara menjual sahamnya, ditambah dengan utang yang dimiliki untuk kemudian

digunakan untuk membeli saham pada perusahaan yang tidak menggunakan utang. Dengan demikian harga saham perusahaan yang memiliki utang akan turun, sedangkan perusahaan yang tidak memiliki utang harga sahamnya akan naik.

Pada satu sisi perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi akan memiliki kesempatan untuk memperoleh laba yang lebih kecil sebagai akibat dari adanya pembayaran bunga dari utang tersebut. Dengan berkurangnya laba, maka hal ini akan direspon oleh pasar secara negatif yang menyebabkan harga sahamnya akan turun, ini berarti *return* sahamnya akan turun. Tapi di sisi yang lain, pemegang saham juga menginginkan agar perusahaan menggunakan utang agar pengawasan dapat dilakukan secara bersama-sama dengan kreditor. Kondisi ini mengakibatkan perusahaan berjalan lebih efektif yang pada akhirnya akan meningkatkan laba perusahaan, dalam hal ini akan meningkatkan harga sahamnya. Sehingga tingkat *return* sahampun akan naik. Myers (1984) dalam Sofiati (2001), menemukan bahwa profitabilitas perusahaan mempunyai hubungan yang positif secara signifikan dengan utang perusahaan. Myers menunjukkan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya lebih tinggi dipercaya untuk memperoleh utang. Myers juga berpendapat bahwa apabila harga saham terlalu mahal maka perusahaan harus menolak untuk menerbitkan saham baru, karena saham tersebut akan turun melalui proses penilaian. Dengan demikian akan lebih baik kalau menerbitkan utang.

(1994), Kallapur (1994), Voght dan Vu (2000) dalam Widanaputra (2003). Semua penelitian tersebut membuktikan bahwa pengumuman dividen berdampak positif terhadap *return* saham.

Analisis berbasis arus kas dapat menggunakan pendekatan arus kas total yang dibagi menjadi tiga komponen yaitu *operating*, *investing*, dan *financing*. White *et al.* (1987) dalam Widanaputra (2003), mengemukakan bahwa FCF merupakan pendekatan potensial yang dapat digunakan untuk menjawab permasalahan tersebut. Menurut Martin dan Petty (2000) dalam Syukriy A. (2002), bahwa pendekatan arus kas seperti ini disukai oleh investor untuk menilai perusahaan, sehingga fokus manajer terhadap FCF dapat menaikkan harga saham perusahaan. Jika yang dinilai adalah perusahaan, FCF didefinisikan sebagai kas yang tersedia bagi *debt* dan *equity holders* setelah investasi. Ross *et al.* (2000) dalam Widanaputra (2003) mendefinisikan FCF sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.

Jensen (1986) dalam Ali S.U. (2003), memprediksi bahwa harga saham akan meningkat jika perusahaan membayar atau berjanji untuk membayar kelebihan kas kepada pemegang saham, sebaliknya harga saham akan turun jika perusahaan tidak membagikan atau menginvestasikan kembali kelebihan kas tersebut. Brickley (1983), Gombola dan Liu (1999), Voght dan Vu (2000) dalam Syukriy A. (2002), menemukan bahwa perubahan atau kenaikan dividen yang bersumber dari FCF ternyata dapat menaikkan nilai perusahaan. Kallapur (1994) dalam Widanaputra (2003) menguji apakah perusahaan-perusahaan besar dan

mapan yang terdaftar di NYSE, merasakan dampak dari masalah FCF. Kallapur menemukan bahwa reaksi harga saham yang diukur dengan *Earnings Response Coefficients* (ERC) berhubungan positif dengan rasio pembayaran dividen, temuan ini didukung oleh Ali S.U. (2003). Mande (1994) dan Voght dan Vu (2000) dalam Widanaputra (2003), menyatakan bahwa FCF yang dibayarkan sebagai dividen ditanggapi positif oleh pasar.

Atas dasar hal tersebut di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian ilmiah dengan judul “ **Pengaruh *Free Cash Flows* (FCF) terhadap Hubungan antara Struktur Modal dan Kebijakan Dividen dengan *Return Saham* (Studi Empiris pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)**”.

B. Batasan Masalah Penelitian

Luasnya pokok bahasan tentang *return* saham, akan mempersulit pembahasan di dalam penulisan ini. Untuk itu penulis menggunakan batasan masalah pada teori *Free Cash Flows* (FCF), struktur modal, kebijakan dividen, dan nilai saham.

C. Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan pada latar belakang seperti yang telah diuraikan di atas, maka dapat dibuat perumusan masalah penelitian sebagai berikut:

1. Apakah struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap *return* saham.
2. Apakah FCF berpengaruh positif terhadap hubungan antara struktur modal dan kebijakan dividen dengan *return* saham.

D. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan daripada penelitian ini adalah:

1. Untuk mengkonfirmasi studi terdahulu dengan menguji secara empiris tentang pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap *return* saham.
2. Untuk menguji pengaruh FCF terhadap hubungan antara struktur modal dan kebijakan dividen dengan *return* saham.

E. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dapat diperoleh dari penelitian ini adalah:

1. Dapat memberikan tambahan temuan empiris dalam bidang akuntansi keuangan dan pasar modal terutama yang berkaitan dengan FCF, struktur modal, kebijakan dividen, dan *return* saham.
2. Dapat memberikan kontribusi ilmiah bagi para pelaku bisnis di pasar modal terutama yang berkaitan dengan FCF, struktur modal, kebijakan dividen, dan *return* saham.