

**PENGARUH ARUS KAS BEBAS, KEPUTUSAN PENDANAAN,
PROFITABILITAS DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN
TERHADAP NILAI PEMEGANG SAHAM**

**CHRISTANTO
8335132479**



**Skripsi ini Disusun Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta**

**PROGRAM STUDI S1 AKUNTANSI
KONSENTRASI AUDIT
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA
2017**

***THE INFLUENCE OF FREE CASH FLOW, FINANCING
DECISION, PROFITABILITY AND COMPANY GROWTH TO
SHAREHOLDER VALUE***

**CHRISTANTO
8335132479**



Skripsi is Written as Part of Bachelor Degree in Economics Accomplishment

**STUDY PROGRAM OF S1 ACCOUNTING
MAJOR IN AUDITING
FACULTY OF ECONOMICS
STATE UNIVERSITY OF JAKARTA
2017**

ABSTRAK

Christanto. *Pengaruh Arus Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Pemegang Saham*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta. 2017

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh dari arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai pemegang saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2014-2016. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif, dengan data sekunder berupa laporan-laporan keuangan yang diperoleh dari situs resmi BEI. Peneliti menggunakan analisis faktor untuk menyederhanakan sejumlah variabel tertentu, kemudian melakukan uji statistika deskriptif, uji asumsi klasik (uji normalitas, uji heterokedastisitas, uji autokorelasi dan uji multikolinieritas) dan uji hipotesis. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 84 sampel yang berasal dari 28 perusahaan. Hasil pengujian yang dilakukan peneliti membuktikan bahwa keempat variabel independen memiliki pengaruh secara simultan terhadap nilai pemegang saham. Hasil uji parsial menunjukkan bahwa arus kas bebas dan profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham, sementara keputusan pendanaan dan pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Kata kunci: Arus Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Nilai Pemegang Saham

ABSTRACT

Christanto. *The Influence of Free Cash Flow, Financing Decision, Profitability and Company Growth to Shareholder Value*. Faculty of Economics. State University of Jakarta. 2017

The research aimed to test the influence of free cash flow, financing decision, profitability and company growth to the shareholder value of manufacturing company listed on BEI between 2014 until 2016. This research uses quantitative method, with secondary data in the form of financial report obtained from the official website of BEI. Researcher uses factor analysis to simplify certain variables, afterwards proceed to do descriptive statistics, the classical assumption test (normality test, heteroskedasticity test, autocorrelation test, and multicollinearity test) and hypothesis testing. The samples used in this research are 84 samples from 28 company. The result of the test shows that all four independent variable has influence simultaneously to the shareholder value. Partial test result shows that free cash flow and profitability have a significant positive influence to the shareholder value, meanwhile financing decision and company growth don't have significant influence to the shareholder value.

Keywords: Free Cash Flow, Financing Decision, Profitability, Company Growth and Shareholder Value

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

Penanggung Jawab
Dekan Fakultas Ekonomi



Dr. Dedi Purwana, E.S., M.Bus

NIP. 19671207 199203 1 001

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
1. <u>Erika Takidah, SE, M.Si.</u> NIP. 19751111 200912 2 001	Ketua Penguji		19/7 - 2017
2. <u>Ahmad Fauzi S.Pd, M.Ak.</u> NIP. 19770517 201012 1 002	Sekretaris		19/7 - 2017
3. <u>Dr. I Gusti Ketut Agung Ulupui, SE, M.Si, Ak</u> NIP. 19661213 199303 2 003	Penguji Ahli		18/7 - 2017
4. <u>Tri Hesti Utamingtyas, SE, M.SA.</u> NIP. 19760107 200112 2 001	Pembimbing I		20/7 - 2017
5. <u>M. Yasser Arafat, SE, Akt, MM.</u> NIP. 19710413 200112 1 001	Pembimbing II		21/7 - 2017

Tanggal Lulus: 14 Juli 2017

PERNYATAAN ORISINALITAS

PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Skripsi ini merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta maupun Perguruan Tinggi lainnya.
2. Skripsi ini belum dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, 10 Juli 2017

Yang membuat pernyataan



Cristanto

No. Reg: 8335132479

KATA PENGANTAR

Puji syukur kita panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan anugerah yang diberikanNya, penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat kelulusan yang perlu dipenuhi pada mata kuliah skripsi sekaligus sebagai salah satu persyaratan kelulusan dari program studi S1 Akuntansi Universitas Negeri Jakarta. Skripsi ini juga diharapkan dapat bermanfaat bagi pembaca yang ingin mencari pengetahuan tentang topik yang diteliti.

Pada kesempatan yang baik ini, penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih kepada orang-orang yang telah menyertai dan memberikan dukungannya selama penulisan skripsi ini berlangsung. Tanpa kehadiran dan dukungan mereka, maka penulis tidak akan dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini. Orang-orang tersebut antara lain:

1. Dekan Fakultas Ekonomi Bapak Drs. Dedi Purwana E.S, M.Bus. Universitas Negeri Jakarta beserta jajarannya.
2. Ibu Dr. I Gusti Ketut Agung Ulupui, SE, M.Si, Ak, CA. selaku koordinator Program Studi S1 Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
3. Ibu Tri Hesti Utamingtyas, SE, M.SA. selaku Dosen Pembimbing I dan M. Yasser Arafat, SE, Akt, MM. selaku Dosen Pembimbing II, yang telah memberikan bimbingannya untuk penulisan skripsi ini sehingga dapat terselesaikan.

4. Kedua orangtua saya yang telah memberikan doa, tenaga, dan waktu mereka untuk mendukung saya agar dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini.
5. Teman-teman saya dari program studi S1 Akuntansi baik dari kelas A, B, C dan D; yang telah secara langsung atau tidak langsung memberikan dukungannya kepada saya selama penulisan skripsi ini.
6. Pihak-pihak lainnya yang tidak dapat disebutkan satu per-satu namun telah memberikan kontribusi yang menolong penulis.

Penulis sadar betul bahwa masih banyak kekurangan dalam skripsi ini, baik itu dari materi pembahasan maupun penyajiannya. Penulis mengharapkan adanya kritik dan saran yang membangun, agar penulis dapat menjadi lebih baik dalam karya dan pekerjaan selanjutnya. Akhir kata, penulis berharap agar skripsi ini dapat bermanfaat untuk menambah wawasan siapa saja yang membacanya.

Jakarta, 16 Juli 2017

Penulis

DAFTAR ISI

ABSTRAK	iii
LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI	v
PERNYATAAN ORISINALITAS.....	vi
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Identifikasi Masalah	7
C. Pembatasan Masalah	8
D. Perumusan Masalah	8
E. Kegunaan Penelitian.....	9
BAB II KAJIAN TEORETIK.....	10
A. Deskripsi Konseptual	10
B. Hasil Penelitian yang Relevan	27
C. Kerangka Berpikir	35
D. Perumusan Hipotesis Penelitian.....	38

BAB III METODOLOGI PENELITIAN	43
A. Tujuan Penelitian	43
B. Tempat dan Waktu Penelitian	43
C. Metode Penelitian.....	43
D. Populasi dan <i>Sampling</i>	44
E. Operasionalisasi Variabel Penelitian.....	46
F. Teknik Analisis Data.....	54
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	66
A. Deskripsi Data.....	66
B. Analisis Faktor	74
C. Pengujian Hipotesis.....	77
D. Pembahasan Hasil Penelitian	90
BAB V KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN SARAN	103
A. Kesimpulan	103
B. Implikasi.....	104
C. Saran.....	106
DAFTAR PUSTAKA	107
LAMPIRAN-LAMPIRAN	111
DAFTAR RIWAYAT HIDUP	141

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel II.1 Hasil penelitian yang terdahulu	30
Tabel III.1 Proses pemilihan sampel penelitian	45
Tabel IV.1 Statistik deskriptif	67
Tabel IV.2 Uji KMO-MSA dan uji Bartlett	75
Tabel IV.3 Nilai <i>communalities</i>	75
Tabel IV.4 Total <i>Variance Explained</i>	76
Tabel IV.5 Tabel <i>Rotated Component Matrix</i>	77
Tabel IV.6 Tabel <i>Casewise Diagnostics</i>	78
Tabel IV.7 Uji <i>lilliefors</i>	80
Tabel IV.8 Uji <i>glejser</i>	82
Tabel IV.9 Uji <i>Durbin-Watson</i>	83
Tabel IV.10 Uji multikolinieritas	84
Tabel IV.11 Uji Koefisien Determinasi	85
Tabel IV.12 Uji Regresi	86
Tabel IV.13 Uji F	88
Tabel IV.14 Uji t	89

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar II.1 Kerangka Pemikiran	38
Gambar IV.1 Histogram EVA	70
Gambar IV.2 Histogram FCF	71
Gambar IV.3 Histogram DER	71
Gambar IV.4 Histogram DAR	72
Gambar IV.5 Histogram CR	72
Gambar IV.6 Histogram NPM	73
Gambar IV.7 Histogram ROE	73
Gambar IV.8 Histogram AG	74
Gambar IV.9 Uji P-Plot	80
Gambar IV.10 Uji Histogram	81

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1: Nama-Nama Perusahaan yang Dipilih Sebagai Sampel	112
Lampiran 2: Perhitungan <i>Economic Value Added</i> (EVA)	113
Lampiran 3: Perhitungan <i>Free Cash Flow</i> (FCF)	116
Lampiran 4: Perhitungan DER, DAR dan ROE	118
Lampiran 5: Perhitungan <i>Asset Growth</i>	121
Lampiran 6: Perhitungan <i>Current Ratio</i>	123
Lampiran 7: Perhitungan <i>Weighted Average Capital Cost</i> (WACC)	125
Lampiran 8: Perhitungan <i>Net Profit Margin</i>	128
Lampiran 9: Contoh Perhitungan FCF	130
Lampiran 10: Contoh Perhitungan Rm, Tingkat Pajak dan Tingkat Bunga ..	131
Lampiran 11: Hasil Analisa Statistik Deskriptif	132
Lampiran 12: Hasil Analisis Faktor	133
Lampiran 13: Data <i>outlier</i>	135
Lampiran 14: Uji Normalitas	136
Lampiran 15: Uji <i>glejser</i>	137
Lampiran 16: Uji Autokorelasi dan Koefisien Determinasi	138
Lampiran 17: Uji Multikolinieritas	139
Lampiran 18: Uji Hipotesis	140

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Perusahaan-perusahaan yang sudah *go-public* memiliki tujuan utama untuk memaksimalkan nilai sahamnya yang diperjualbelikan di bursa efek. Peningkatan terhadap nilai saham dapat memperkaya para pemegang saham, yakni pihak yang telah menanamkan modalnya pada perusahaan dengan harapan memperoleh laba perusahaan. Kekayaan seorang pemegang saham dapat diukur melalui nilai pemegang saham (*shareholder value*).

Nilai pemegang saham dipandang sebagai prioritas yang perlu dipenuhi oleh pemegang saham. Pemenuhan nilai pemegang saham berfungsi untuk kelangsungan hidup jangka panjang perusahaan untuk menjamin sumber pendanaan dari investor tetap terus berjalan. Pemenuhan nilai pemegang saham juga menjamin kepercayaan *stakeholder* terhadap kinerja manajer perusahaan.

Untuk mengetahui seberapa baik keberhasilan manajer, dilakukan pengukuran nilai pemegang saham. Hal tersebut memiliki fungsi yang penting, yakni untuk mengukur kinerja perusahaan selama suatu periode dan memberikan nilai yang jelas terkait jumlah keuntungan yang diterima pemegang saham lewat kegiatan perusahaan. Perusahaan dengan kualitas kinerja yang baik akan memiliki nilai pemegang saham yang tinggi.

Hal ini berarti pihak manajemen dapat dipercaya untuk menjalankan perusahaan dengan baik, sehingga menciptakan nilai tambah ekonomis dan

memperkaya para pemegang saham. Nilai pemegang saham yang tinggi juga akan mendorong para pemegang saham untuk tetap menanamkan modalnya pada perusahaan dan menjamin sumber pendanaan bagi perusahaan.

Suatu perusahaan dapat dikatakan memiliki kinerja yang baik apabila mereka dapat mencapai tujuan atau target yang telah ditetapkan. Untuk mengukur kinerja perusahaan digunakan metode pengukuran yang dapat memberikan hasil berupa angka yang *valid*. Salah satunya berupa pertambahan nilai, yang disebut sebagai *Value Based Management* (VBM) atau manajemen berbasis nilai.

Secara umum terdapat dua jenis pengukuran VBM yang banyak digunakan, yakni *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA). Kedua metode ini memiliki fungsi khusus yang berbeda. EVA digunakan untuk menghitung nilai tambah ekonomis pada periode tertentu, sementara MVA digunakan untuk menghitung nilai tambah ekonomis sejak awal periode investasi dilakukan.

Penggunaan metode pengukuran nilai pemegang saham berbasis pertambahan nilai dapat mendorong sebuah perusahaan untuk semakin meningkatkan kinerjanya sebagai tanggung jawab mereka kepada pemegang saham, karena keberhasilan mereka dalam menghasilkan *return* akan tampak lebih jelas lewat metode tersebut. Hal ini mendorong manajer untuk menjadikan nilai pemegang saham sebagai prioritas mereka.

Penggunaan metode saja tidak serta merta menjamin peningkatan nilai pemegang saham. Terdapat sejumlah masalah yang dapat mempengaruhi besar kecilnya nilai pemegang saham. Salah satu yang paling sering terjadi adalah

perbedaan kepentingan. Manajer dan pemegang saham terkadang mempunyai kepentingan yang berbeda dan sebagai manusia, mereka berusaha untuk memprioritaskan kepentingannya.

Bagi manajer, hal ini dapat menimbulkan benturan dengan tanggung jawab mereka terhadap pemegang saham selaku salah satu *stakeholder* (pihak berkepentingan) perusahaan. Apabila manajer memilih untuk memprioritaskan kepentingan mereka sendiri, hal ini dapat berujung pada terhambatnya kinerja perusahaan dan menurunkan nilai pemegang saham.

Sejumlah penelitian terdahulu mengilustrasikan kondisi tersebut dan dampaknya bagi nilai pemegang saham. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Gunawan (2011), arus kas bebas dan keputusan pendanaan dapat mempengaruhi besarnya nilai pemegang saham. Keberadaan arus kas bebas dalam jumlah besar dapat mendorong konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer cenderung ingin memakai arus kas bebas untuk kegiatan investasi sementara pemegang saham ingin agar kelebihan kas dialirkan kepada mereka dalam bentuk dividen dan *return* lainnya.

Keputusan pendanaan mengacu pada struktur modal yang digunakan perusahaan. Sebuah perusahaan dapat cenderung mengandalkan modal yang berasal dari internal perusahaan atau dari sumber eksternal atau utang. Keberadaan utang dapat mengurangi dorongan bagi manajer untuk memprioritaskan kepentingan sendiri dan meningkatkan efisiensi kinerja perusahaan untuk menghindari risiko gagal bayar (Arieska dan Gunawan, 2011).

Aliran kas bebas yang dimoderasi oleh dividen juga memiliki pengaruh positif dan meningkatkan nilai pemegang saham. Pembagian dividen memberikan sentimen positif yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Arieska dan Gunawan (2011) juga mengatakan bahwa keputusan pendanaan yang dimoderasi oleh dividen tidak memiliki hubungan dalam meningkatkan nilai pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Sasongko, et al. (2012), menemukan bahwa arus kas bebas, penggunaan *leverage* dan dividen mempengaruhi besar nilai pemegang saham. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh arus kas bebas bernilai positif justru berdampak negatif terhadap nilai pemegang saham, namun sebaliknya akan memiliki dampak positif terhadap nilai pemegang saham bila bernilai negatif.

Dalam penelitian yang sama ditemukan bahwa *leverage* memiliki pengaruh positif yang signifikan. *Leverage* dapat mengurangi biaya keagenan yang ditimbulkan akibat investasi berlebih dan dengan demikian meningkatkan nilai pemegang saham. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian Arieska dan Gunawan (2011) terkait dampak penggunaan utang yang justru tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Sementara itu dividen memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan yang membagikan dividen biasanya merupakan perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi, sehingga menambah nilai pemegang saham (Sasongko, et. al, 2012).

Asumsi lain yang sering timbul terkait nilai pemegang saham adalah bila perusahaan memiliki prospek yang baik dikarenakan kinerjanya, penilaian pemegang saham atas perusahaan tersebut akan turut meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Lin dan Zhilin (2008) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Pertumbuhan perusahaan dipandang sebagai hal yang positif karena menunjukkan peningkatan kinerja manajemen yang akan meningkatkan nilai kekayaan pemegang saham.

Penelitian Ramezani, et. al. (2002) menunjukkan hasil berbeda, yakni maksimalisasi pertumbuhan dapat menurunkan nilai pemegang saham, sementara perusahaan dengan pertumbuhan yang sedang cenderung menghasilkan *return* yang lebih besar bagi pemegang saham. Pertumbuhan yang terlalu cepat dapat menurunkan nilai pemegang saham, karena perusahaan menggunakan dananya untuk memperluas skala usaha ketimbang untuk mengalirkannya kembali kepada pemegang saham.

Penelitian Lin dan Zhilin (2008) mengemukakan bahwa profitabilitas, struktur modal, ukuran dan kemampuan manajemen memiliki dampak yang positif terhadap nilai pemegang saham. Hal ini dikarenakan peningkatan terhadap faktor-faktor tersebut biasanya diasosiasikan dengan peningkatan keuntungan yang dapat diperoleh dari perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham. Fitriyanti (2011) juga memperkuat teori bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai pemegang saham.

Masalah yang ingin diangkat oleh peneliti adalah bagaimana pengaruh dari perbedaan kepentingan antara manajer dan investor dapat mempengaruhi nilai pemegang saham dan dampak dari kinerja manajer terhadap peningkatan nilai pemegang saham.

Hal ini dikarenakan munculnya sejumlah kritik yang berpandangan bahwa manajer sering menyalahartikan nilai pemegang saham sebagai target jangka pendek yang mana seharusnya hal tersebut menjadi target jangka panjang. Peningkatan nilai pemegang saham sepatutnya dipandang sebagai pemenuhan tanggung jawab manajer terhadap *stakeholder*.

Penelitian sebelumnya menggunakan beberapa proksi yang berbeda untuk mengukur nilai pemegang saham. Salah satu alat pengukur kinerja yang umum digunakan untuk mengukur nilai pemegang saham adalah manajemen berbasis nilai (*value based management*), yang dapat menghitung pertambahan nilai pemegang saham yang tercipta berkat kinerja dari manajer.

Hasil penelusuran literatur yang dilakukan peneliti menunjukkan bahwa masih terdapat sejumlah kontradiksi dari hasil penelitian yang satu dengan yang lain terkait pengaruh positif atau negatif dari faktor-faktor yang dapat mendorong peningkatan nilai pemegang saham. Hal ini dapat disebabkan karena adanya perbedaan persepsi oleh investor dalam menanggapi suatu situasi pada periode tertentu.

Secara umum faktor-faktor yang memiliki pengaruh terhadap nilai pemegang saham dapat dibagi menjadi dua kelompok, yakni keputusan manajemen dana yang dimiliki perusahaan dan kualitas kinerja perusahaan. Peneliti ingin melihat

seberapa signifikan faktor-faktor tersebut mempengaruhi nilai pemegang saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode yang berbeda. Alasan peneliti memilih perusahaan manufaktur sebagai objek penelitian adalah karena sektor tersebut memiliki kontribusi yang sangat besar bagi transaksi di BEI sekaligus juga perekonomian di Indonesia.

Dalam penelitian ini, peneliti memilih empat faktor yang menurut penelitian sebelumnya dianggap memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham, yakni arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan.

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dijelaskan di atas, untuk penelitian ini peneliti mengambil judul “**Pengaruh Arus Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham.**”

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang yang sudah dipaparkan di atas, peneliti dapat menarik beberapa masalah yang mempengaruhi nilai pemegang saham, yaitu:

1. Pemegang saham mengharapkan perolehan *return* yang besar dari sebuah perusahaan.
2. Kinerja sebuah perusahaan mempengaruhi penilaian pemegang saham atas prospek perusahaan.
3. Arus kas bebas yang tinggi dikhawatirkan tidak digunakan untuk kepentingan pemegang saham

4. Struktur modal yang mengandalkan pendanaan eksternal (*leverage*) dapat menimbulkan risiko yang lebih tinggi
5. Perusahaan perlu memiliki profitabilitas dan potensi pertumbuhan yang tinggi untuk menarik pemegang saham
6. Terdapat potensi perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

C. Pembatasan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan identifikasi masalah, peneliti membatasi masalah penelitian pada pengaruh dari variabel independen yakni: arus kas bebas yang dihitung dengan perhitungan arus kas bebas, keputusan pendanaan yang menggunakan tiga proksi, yakni *Debt to Equity Ratio* (DER) *Debt to Asset Ratio* (DAR) dan *Current Ratio*; profitabilitas yang diukur menggunakan proksi *net profit margin* dan *Return on Equity* (ROE); serta pertumbuhan perusahaan yang dihitung dengan perhitungan pertumbuhan aset.

Variabel dependen yang dipilih yakni nilai pemegang saham. Penelitian ini menggunakan *Economic Value Added* (EVA) sebagai proksi untuk menghitung nilai pemegang saham dengan tujuan untuk menghitung perkembangan nilai pemegang saham pada periode tertentu yakni 2014-2016.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan permasalahan pokok yang telah disebutkan sebelumnya pada latar belakang, maka peneliti dapat merumuskan beberapa permasalahan yang terjadi, yaitu:

1. Apakah arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham?

2. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham?
3. Apakah profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham?
4. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham?

E. Kegunaan Penelitian

1. Kegunaan Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya khasanah ilmu yang dimiliki tentang bidang akuntansi, khususnya terkait pasar modal dan transaksi yang terjadi didalamnya. Selain itu penelitian ini juga diharapkan dapat menambah pengetahuan terkait nilai pemegang saham dan faktor-faktor yang secara teori dapat mempengaruhinya.

2. Kegunaan Praktis

- a. Bagi pemegang saham, penelitian ini diharapkan dapat membantu mereka agar semakin cermat dan efektif dalam menentukan pilihan berinvestasi.
- b. Bagi peneliti, hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan terkait topik penelitian dan dapat bermanfaat sebagai referensi untuk penelitian-penelitian selanjutnya mengenai nilai pemegang saham dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.
- c. Bagi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta, peneliti berharap agar penelitian ini dapat menjadi tambahan referensi ilmu yang dimilikinya, sehingga dapat membantu bagi para mahasiswa didikannya kelak.

BAB II

KAJIAN TEORETIK

A. Deskripsi Konseptual

1. Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa teori agensi menggambarkan sebuah hubungan antara satu atau lebih orang (prinsipal) yang memberikan perintah kepada orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Kedua belah pihak diharapkan dapat mempunyai tujuan yang sama, dalam hal ini melindungi kepentingan prinsipal.

Menurut Rodoni dan Ali (2014:12-13) teori agensi merupakan kondisi dimana pihak manajemen memiliki tujuan yang berbeda dengan tujuan utama dari perusahaan yakni untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham ini disebut masalah keagenan (*agency problem*).

Kondisi ini pada umumnya muncul ketika perusahaan melakukan penjualan saham sehingga menurunkan besar kepemilikan perusahaan oleh manajer. Hal tersebut memberikan pengaruh yang lebih besar bagi para pemegang saham. Kondisi ini dikhawatirkan dapat membuat manajer tersingkir dari posisinya saat manajemen dianggap kurang mendukung pemilik (Keown, et al., 2010:211).

Deegan dan Unerman (2006:213), teori agensi menggambarkan hubungan antara *principals* dan *agents* (sebagai contoh, hubungan antara pemegang saham

dan manajer perusahaan), sebuah hubungan yang disebabkan oleh adanya asimetri informasi, menciptakan ketidakpastian. Teori agensi menerima bahwa terdapat biaya transaksi dan informasi.

Dalam teori agensi, seorang agen biasanya dianggap sebagai pihak yang ingin memaksimalkan kekayaannya, tetapi ia tetap selalu berusaha memenuhi kontrak. Kontrak dikatakan efisien apabila mendorong pihak yang berkontrak melaksanakan apa yang diperjanjikan tanpa perselisihan dan para pihak tersebut mendapatkan hasil yang optimal dari berbagai kemungkinan alternatif tindakan yang dapat dilakukan agen (Suwardjono, 2016:485).

Berdasarkan definisi para ahli tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa, teori agensi merupakan sebuah teori yang menjelaskan adanya perbedaan kepentingan antara dua pihak, yakni *principal* selaku pemilik perusahaan dan *agent* selaku manajer yang menjalankan perusahaan. Perbedaan kepentingan antara kedua pihak tersebut dapat memicu terciptanya masalah yang disebut sebagai masalah keagenan.

Saat masalah keagenan terjadi pihak pemilik perusahaan seringkali berada dalam posisi yang tidak diuntungkan karena kurangnya pengetahuan terkait perusahaan tempatnya berinvestasi. Menurut Keown, et al. (2010:210) kondisi ini disebut sebagai asimetri informasi, yakni perbedaan aksesibilitas ke informasi antara manajemen dan investor yang mengakibatkan terjadinya ketidakpastian.

Masalah keagenan akan menimbulkan biaya tambahan yang disebut sebagai biaya agensi. Biaya tersebut dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengawasi

jalannya perusahaan, agar manajemen dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham (Suripto, 2015:13).

2. Teori *Stakeholder*

Menurut Deegan (2006: 285), teori *stakeholder* menyatakan bahwa sebuah perusahaan memiliki kontrak dengan kelompok dalam masyarakat yang memiliki kepentingan, yang disebut sebagai *stakeholder*. Berdasarkan kontrak tersebut, perusahaan memiliki tanggung jawab terhadap para *stakeholder*.

Freeman dan Reed (1983), menggambarkan *stakeholder* terbagi menjadi dua definisi. Definisi pertama merupakan ‘definisi sempit’ yakni pihak-pihak yang bergantung pada keberlangsungan hidup dan kesuksesan perusahaan. Definisi kedua merupakan ‘definisi luas’ yakni semua pihak yang dapat mempengaruhi atau dipengaruhi oleh perusahaan.

Menurut Freeman, et al. (2010:12), teori *stakeholder* sejalan dengan upaya meningkatkan nilai pemegang saham. Freeman mengatakan bahwa dengan memuaskan kepentingan *stakeholder*, sebuah perusahaan memastikan agar nilai pemegang saham dapat dipertahankan untuk jangka waktu yang panjang. Hubungan yang baik dengan dengan *stakeholder* dianggap sebagai pendorong nilai yang kuat bagi sebuah perusahaan.

Deegan dan Unerman (2006:286), mengatakan bahwa teori *stakeholder* memiliki dua cabang yakni, cabang etika atau normatif dan cabang positif atau manajerial. Berdasarkan cabang etika, teori *stakeholder* menyatakan bahwa perusahaan memiliki tanggung jawab moral untuk memperlakukan semua

stakeholder-nya secara adil. Menurut pandangan cabang etika, para *stakeholder* memiliki hak yang bersifat intrinsik dan harus dilindungi.

Cabang positif atau manajerial memiliki pandangan yang berbeda terkait tanggung jawab manajer. Manajer tidak wajib memenuhi tanggung jawab semua *stakeholder*, melainkan hanya *stakeholder* yang memiliki kekuatan atau pengaruh yang besar, misalnya pemegang saham. Para *stakeholder* yang berpengaruh ini akan sangat menentukan kebijakan operasional perusahaan sehingga kebutuhan mereka harus diprioritaskan (Deegan dan Unerman, 2006:289).

Menurut Freeman (2010), manajer dalam teori *stakeholder* juga memiliki kepentingan sebagai salah satu pegawai dari perusahaan yang bertanggung jawab kepada pemilik perusahaan. Manajer perlu mempertahankan keseimbangan dalam pemenuhan kepentingan setiap *stakeholder* perusahaan.

Meski demikian, tak dapat disangkal bahwa pada kondisi tertentu, manajer perusahaan akan memberikan keuntungan yang lebih pada salah satu kelompok *stakeholder* diatas kelompok yang lain. Namun hal tersebut tidak boleh terus terjadi, karena dapat merusak hubungan dengan para *stakeholder*.

3. Nilai Pemegang Saham

Nilai pemegang saham (*shareholder value*) merujuk pada kekayaan yang dimiliki oleh seorang pemegang saham. Menurut Keown et al. (2010:34) bahwa nilai pemegang saham adalah besar pengembalian yang dihasilkan oleh seorang manajer terhadap pemegang saham.

Brigham dan Houston (2013:7), mengatakan bahwa nilai pemegang saham merupakan tujuan utama dari keputusan manajerial dengan mempertimbangkan

risiko dan waktu yang terkait dengan perkiraan laba per-saham untuk memaksimalkan harga saham biasa perusahaan.

Suripto (2015:45) menyatakan bahwa nilai pemegang saham merupakan nilai yang diciptakan oleh efektifitas *corporate governance* dan pengawasan keuangan yang meliputi *monitoring* dan mekanisme insentif untuk mensejajarkan kepentingan pemilik dan manajer.

Berdasarkan definisi para ahli tersebut, dapat disimpulkan bahwa nilai pemegang saham adalah kekayaan pemegang saham yang diperoleh dari investasi dan merupakan tujuan utama dari keputusan manajerial perusahaan.

Hal terpenting dari bisnis adalah bagaimana penggunaan uang dapat memberikan pengembalian yang menguntungkan. Sebuah bisnis dikatakan berguna apabila dapat menghasilkan laba, yakni pengembalian yang lebih dari biaya modal yang ditanamkan. Bisnis yang tidak dapat menghasilkan laba, pada akhirnya hanya akan menguras dana.

Nilai pemegang saham merupakan kewajiban dasar suatu perusahaan. Nilai pemegang saham dapat diketahui dengan melihat efisiensi dari semua sumber daya yang digunakan dan kontribusi relatif dari berbagai segmen bisnis. Terdapat beberapa metode yang dapat digunakan untuk mengukur nilai pemegang saham. Salah satu dari metode tersebut adalah pengukuran berbasis nilai atau yang dikenal sebagai *Value Based Management Systems*.

3.1. Value Based Management System (VBM)

Untuk memastikan terciptanya nilai pemegang saham yang tinggi, dibutuhkan sebuah sistem untuk mengawasi kinerja manajemen. Sistem yang tepat untuk

mencapai tujuan tersebut adalah *Value Based Management system* (VBM). VBM didasarkan pada suatu pemikiran yang sederhana, yakni nilai perusahaan akan bertambah ketika investasi menghasilkan tingkat pengembalian (*rate of return*) yang melebihi biaya investasi atau modal (Suripto, 2015:45).

Menurut Suripto (2015:51), VBM dapat bermanfaat untuk penyusunan strategi perusahaan. Unsur-unsur strategi dari VBM dapat digunakan untuk beberapa hal, yakni:

- a. Menilai hasil evaluasi dan asumsi dasar penggerak nilai strategi
- b. Mempertimbangkan nilai dari strategi alternatif, sehingga dapat menolak strategi tersebut dengan alasan yang jelas
- c. Menentukan kebutuhan sumber daya
- d. Meringkas proyeksi rencana strategis dengan memusatkan pada penggerak nilai utama
- e. Menganalisis skenario alternatif untuk menilai pengaruh ancaman dan kesempatan persaingan

Berdasarkan ekspektasi investor terdapat dua jenis VBM, yakni *Market Value Added* (MVA) dan *Economic Value Added* (EVA). Masing-masing alat pengukur ini memiliki cara tersendiri untuk mengukur nilai tambah ekonomis yang dihasilkan suatu perusahaan bagi pemegang saham.

3.1.1. *Market Value Added* (MVA)

Menurut Keown, et al. (2010:34), *Market Value Added* (MVA) atau nilai pasar tambah adalah perbedaan nilai pasar antara perusahaan dan modal yang

telah diinvestasikan. Brigham dan Houston (2013:111), juga memberikan definisi serupa, yakni MVA adalah kelebihan nilai pasar atas nilai buku ekuitas.

MVA dihitung dengan menggunakan dasar nilai buku saham awal, sehingga dengan demikian MVA mengukur prestasi sebuah perusahaan sejak perusahaan tersebut berdiri (Hanafi, 2004:55). MVA dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{MVA} = \text{Nilai pasar perusahaan} - \text{Modal yang diinvestasikan}$$

Keterangan:

Nilai pasar perusahaan : Nilai pasar utang dan modal perusahaan

Modal yang diinvestasikan: Nilai modal yang ditanamkan investor

Menurut Brigham dan Houston (2013:111), semakin tinggi nilai MVA, maka semakin baik pula pekerjaan yang dilakukan manajemen bagi pemegang saham perusahaan. Karena itu MVA dapat menjadi dasar bagi dewan direksi dalam memutuskan kompensasi yang diterima oleh manajer perusahaan. Meski demikian MVA tidak sepenuhnya selalu positif berkat kinerja manajemen, tetapi dapat juga disebabkan oleh kenaikan bursa saham.

3.1.2. *Economic Value Added (EVA)*

Economic Value Added (EVA) atau nilai tambah ekonomi adalah perbedaan laba usaha bersih setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax*) dan beban modal untuk periode tersebut (Keown, et al. 2010:44). EVA memiliki kemiripan dengan perhitungan laba konvensional, namun dibedakan dengan disertakannya biaya modal yang diinvestasikan sebagai pengurang.

Beban modal sendiri merupakan modal yang diinvestasikan perusahaan pada awal periode dikalikan dengan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan atau

Weighted Average Capital Cost (WACC) (Keown, et al. 2010:44). Nilai ini akan dikurangkan terhadap laba bersih setelah pajak untuk mengetahui berapa besar nilai tambah ekonomis yang dihasilkan oleh suatu perusahaan pada suatu periode.

Menurut Musthafa (2017:127), biaya modal adalah biaya yang harus dikeluarkan atau dibayarkan untuk mendapat modal, baik yang berasal dari utang, saham preferen, saham biasa maupun laba ditahan untuk biaya investasi perusahaan. Dalam hal ini yang akan digunakan adalah modal untuk jangka panjang, karena relevan untuk keputusan jangka panjang.

EVA pertama kali dikembangkan oleh Stern Stewart pada awal tahun 1990-an. EVA merupakan hasil modifikasi dari perhitungan *residual income*, yang berfungsi untuk mengukur kinerja operasi perusahaan. *Residual income* yang positif menunjukkan kelebihan laba dari yang dibutuhkan kreditor dan pemilik modal. Stewart melakukan penyesuaian terhadap *residual income* dengan tujuan untuk menghilangkan distorsi dalam model akuntansi untuk pengukuran kinerja (Suripto, 2015:16). Rumus EVA yaitu:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Invested\ Capital)$$

Keterangan:

NOPAT: *Net Operating Profit After Tax* (Nilai laba setelah pajak)

WACC: *Weighted Average Capital Cost* (Biaya modal rata-rata tertimbang)

Invested Capital : Jumlah modal yang ditanamkan oleh investor

EVA memperhitungkan apakah laba dari kegiatan operasional perusahaan yang diperoleh, dapat menutupi biaya modal. Pemegang saham harus memperoleh *return* yang pantas untuk risiko yang telah mereka ambil dengan berinvestasi pada perusahaan. Jumlah *return* yang diperoleh pemegang saham harus lebih besar dari

biaya modal sebagai justifikasi risiko yang diambil. Apabila EVA bernilai negatif, manajemen telah menghancurkan nilai pemegang saham bahkan meskipun *Earning Per Share* (EPS) dan *Return on Equity* (ROE) bernilai positif (Bodhanwala, 2009:182).

Menurut Suropto (2015:17), EVA adalah ukuran kinerja keuangan yang paling baik untuk menjelaskan laba ekonomis sebuah perusahaan, dibandingkan dengan ukuran yang lain. EVA memiliki keunggulan untuk menyatukan tiga fungsi penting manajemen, yaitu:

- a. *Capital budgeting*, yaitu perencanaan anggaran modal untuk operasional perusahaan.
- b. *Performance appraisal*, untuk menilai hasil kinerja operasional perusahaan pada suatu periode.
- c. *Incentive compensation*, yaitu pemberian kompensasi berupa insentif atas keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan.

Menurut Wild (2005:562), terdapat beberapa alasan yang mendorong perusahaan mengadopsi EVA sebagai alat untuk mengukur kinerja perusahaan, yaitu:

- a. Mensejajarkan kepentingan *shareholder* dan manajemen perusahaan
- b. Mudah dipahami dan diterapkan
- c. Cocok untuk mengembangkan operasi pengembangan, karena kesuksesan tergantung pada penggunaan EVA yang berkelanjutan
- d. EVA memiliki korelasi yang lebih dekat dengan nilai pasar dibandingkan alat pengukuran lainnya

- e. EVA terhubung secara langsung terhadap ekspektasi investor melalui penetapan target pengembangan perusahaan
- f. EVA berfokus terhadap pengembangan jangka panjang perusahaan melalui bonus bank dan target yang telah ditetapkan
- g. Menyediakan bahasa yang sama untuk pengukuran kinerja, pendukung keputusan, kompensasi dan komunikasi

Menurut Hanafi (2004:54), penggunaan EVA bermanfaat untuk mendorong pemegang saham untuk mengetahui berapa *the true cost of capital* dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal yang ditanamkan oleh investor tampak jelas. Hal ini karena EVA tidak terpaku pada aturan-aturan akuntansi seperti contohnya, memperlakukan investasi untuk pelatihan karyawan sebagai *expense* (Hanafi, 2004:54).

Pendukung dari metode EVA mengusulkan bila kontribusi individu dan golongan terhadap penciptaan nilai pemegang saham diukur dengan EVA dan penghargaan disusun dengan baik, maka pemegang saham dan manajer akan sejalan dalam pengambilan keputusan (Keown, 2010:47).

EVA dan MVA memiliki hubungan meskipun tidak bersifat langsung. Apabila suatu perusahaan secara historis terus menerus mempunyai nilai EVA yang negatif, mungkin sekali nilai MVA-nya juga negatif, begitu juga sebaliknya. Hal ini karena nilai saham merupakan salah satu komponen penting dalam MVA (Husnan dan Pudjiastuti, 2006:67).

Perbedaan dari MVA dan EVA adalah, MVA digunakan hanya untuk perhitungan perusahaan secara keseluruhan, sedangkan EVA dapat digunakan

untuk menghitung salah satu divisi saja atau keseluruhan perusahaan (Hanafi, 2004:55). Selain itu, periode perhitungan MVA dimulai sejak permulaan perusahaan, sedangkan EVA dapat digunakan untuk perhitungan tahun tertentu (Keown, et al., 2010:44).

4. Arus Kas Bebas

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2006:65), arus kas bebas menunjukkan arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada para pemodal (baik pemegang saham maupun pemegang obligasi) setelah perusahaan melakukan investasi pada tambahan aktiva tetap, peningkatan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan pertumbuhan perusahaan.

Weygandt, et al. (2007:737) berpendapat bahwa arus kas bebas adalah jumlah kas yang tersisa dari operasi setelah penyesuaian untuk biaya modal dan dividen. Arus kas bebas berfungsi untuk menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan uang tunai lewat kegiatannya. Kemampuan ini sangat penting bagi pemegang saham yang mengharapkan dividen dari perusahaan.

Horngren dan Harrison (2007:143) mengatakan bahwa arus kas bebas adalah jumlah kas yang tersedia dari operasi setelah membayar investasi yang direncanakan dalam aset jangka panjang. Jumlah arus kas bebas yang besar lebih disukai karena berarti tersedia cukup banyak kas untuk melakukan investasi baru.

Berdasarkan definisi dari para ahli tersebut dapat diambil kesimpulan, arus kas bebas adalah jumlah kas berlebih yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau digunakan untuk melakukan

investasi baru untuk mendorong pertumbuhan perusahaan. Rumus perhitungan arus kas bebas adalah

Arus kas bebas = Kas dari aktivitas operasi – Pengeluaran modal

Keterangan:

Kas dari aktivitas operasi : Perhitungan arus kas dari aktivitas operasional

Pengeluaran modal : Biaya yang dikeluarkan untuk penambahan aset tetap

Manajer dan analis sering menghitung arus kas bebas untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengejar kesempatan investasi jangka panjang. Arus kas bebas yang positif merupakan tanda yang menunjukkan bahwa sebuah perusahaan memiliki fleksibilitas keuangan yang baik

Menurut Hanafi (2004:344), keberadaan arus kas bebas juga dapat menjadi penentu kemampuan pembayaran utang yang dimiliki perusahaan. Manajer dapat melihat apabila situasi keuangan sedang baik atau memburuk dan dari situ mengambil keputusan terkait tingkat utang yang optimal. Dengan cara tersebut, perusahaan dapat menghindari risiko gagal bayar.

Arus kas bebas yang tinggi biarpun dipandang sebagai pertanda kinerja perusahaan yang baik, dapat berpotensi menimbulkan biaya terselubung bagi pemegang saham, karena ada kemungkinan manajer menggunakan kelebihan kas tersebut untuk investasi tambahan atau pembelian aset-aset yang tidak menguntungkan pemegang saham (Wild, 2005:557).

5. Keputusan Pendanaan (Struktur Modal)

Menurut Utari, et al. (2014:201), struktur modal ialah susunan dan saling hubungan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri yang bertujuan untuk

mencari laba. Perubahan terhadap susunan dan hubungan tersebut dapat mempengaruhi laba perusahaan.

Keown, et al. (2010:148), berpendapat bahwa struktur modal adalah campuran sumber-sumber dana jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan. Struktur modal perlu mencapai titik optimal untuk meminimumkan biaya modal.

Musthafa (2017:85), mengatakan bahwa struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri utang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Struktur modal yang optimum terjadi apabila risiko dan pengembalian yang diharapkan “seimbang”, sehingga harga saham dapat dimaksimalkan.

Utari, et al.(2014:201) mengatakan bahwa struktur modal terdiri dari struktur utang jangka panjang (*debt capital*) dan struktur modal sendiri (*equity capital*). Struktur utang jangka panjang terdiri dari utang obligasi dan utang hipotek, sedangkan struktur modal sendiri terdiri dari modal saham preferen, modal saham biasa, agio saham dan laba ditahan.

Menurut Brigham dan Houston (2013:155), sasaran struktur modal adalah menciptakan kombinasi utang, saham preferen dan ekuitas biasa yang akan menjadi dasar penghimpunan modal oleh perusahaan. Perusahaan yang mencapai sasaran tersebut akan menciptakan struktur modal yang optimal, yakni struktur modal yang akan memaksimalkan harga sahamnya.

Berdasarkan pendapat para ahli diatas dapat disimpulkan bahwa struktur modal terkait dengan perimbangan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan. Pada umumnya struktur modal lebih mengacu untuk perencanaan pendanaan jangka panjang suatu perusahaan. Akuntan memiliki tanggung jawab

untuk mengetahui sumber pendanaan yang akan digunakan dalam suatu periode waktu. Hal ini penting untuk memberikan informasi kepada manajer terkait potensi risiko yang timbul berdasarkan sumber pendanaan yang digunakan.

Struktur modal terbentuk dari usaha perusahaan untuk memenuhi kebutuhan modalnya, yang dapat berasal dari dua sumber, yakni sumber eksternal atau internal (Suripto, 2015:7). Sumber modal dari internal berasal dari laba ditahan yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Sumber ini bersifat terbatas dan bergantung pada kinerja perusahaan dalam suatu periode. Sementara itu sumber modal eksternal diperoleh melalui utang yang bersumber dari pihak ketiga.

Peningkatan pendanaan yang bersumber dari utang dapat mengurangi biaya agensi, karena manajer cenderung lebih berhati-hati dan tidak menggunakan inisiatif untuk berinvestasi, agar menghindari risiko, sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih efisien dan meningkatkan penilaian investor atas perusahaan (Wahidawati, 2002).

Meski demikian, menurut Rodoni dan Ali (2014:6), pada saat penggunaan utang yang berlebih pada suatu titik akan menimbulkan penurunan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang lebih kecil dibanding biaya yang timbul akibat penggunaan utang tersebut. Konsekuensi dari penggunaan utang yang berlebihan adalah timbulnya risiko gagal bayar apabila perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Struktur modal menentukan pendapatan per saham (*Earning Per Share*) dan hasil modal sendiri (*Return on Equity*). Dalam kondisi bisnis buruk, struktur modal yang menggunakan modal utang tinggi akan mempercepat kebangkrutan

perusahaan, karena pada umumnya laba operasi tidak dapat menutup beban bunga. Sebaliknya dalam kondisi bisnis yang baik, menggunakan modal utang yang tinggi akan mempercepat perkembangan perusahaan, karena umumnya laba operasi lebih besar daripada beban bunga (Utari, et al, 2014:202-203).

Menurut Brigham dan Houston (2013:188-190), faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan penyusunan struktur modal antara lain yaitu:

- a. Stabilitas penjualan
- b. Struktur aset
- c. Leverage operasi
- d. Tingkat pertumbuhan
- e. Profitabilitas
- f. Pajak
- g. Kendali
- h. Sikap manajemen
- i. Sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat
- j. Kondisi pasar
- k. Kondisi internal perusahaan
- l. Fleksibilitas keuangan

6. Profitabilitas

Menurut Wild (2005:556), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari penjualan. Profitabilitas sebuah perusahaan diukur dengan menghitung persentase laba bersih terhadap penjualan yang dihasilkan

oleh perusahaan. Secara umum, terdapat tiga cara untuk mengukur profitabilitas perusahaan, yakni:

- a. *Profit margin*, untuk mengukur tingkat laba terhadap pendapatan
- b. *Return on Asset (ROA)*, untuk mengukur tingkat laba terhadap total aset
- c. *Return on Equity (ROE)*, untuk mengukur tingkat laba terhadap total modal yang ditanamkan

Menurut Utari, et al.(2014), profitabilitas adalah kemampuan manajemen untuk memperoleh laba. Laba terdiri dari laba kotor, laba operasi dan laba bersih. Untuk memperoleh laba di atas rata-rata, manajemen harus meningkatkan pendapatan dan mengurangi semua beban atas pendapatan. Itu berarti manajemen harus memperluas pangsa pasar dengan tingkat harga yang menguntungkan dan menghapuskan aktivitas yang tidak bernilai tambah.

Brigham dan Houston (2013:324), menyatakan bahwa profitabilitas merupakan peluang terciptanya laba oleh perusahaan. Pemegang saham dan analis keuangan dapat melakukan perhitungan untuk mengetahui seberapa tinggi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada periode berikutnya. Hal tersebut berguna untuk mengetahui tingkat risiko dari berinvestasi pada suatu perusahaan.

Laba merupakan sesuatu yang sangat penting bagi perusahaan, selain sebagai penambah kekayaan, laba juga berfungsi sebagai sumber pendanaan perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2013:189), tingkat profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal dan mengurangi penggunaan utang.

Profitabilitas yang tinggi bisa dicapai oleh perusahaan dengan kinerja yang tinggi. Hal tersebut mendorong pemegang saham menentukan keputusannya untuk menanamkan modal pada suatu perusahaan berdasarkan kemampuan perusahaan tersebut untuk menghasilkan laba, dengan harapan memperoleh *return* yang tinggi dari perusahaan tersebut.

Apabila investor merasa bahwa tingkat pengembalian suatu perusahaan kurang memuaskan, kemungkinan besar mereka akan menarik pendanaan mereka dari perusahaan tersebut atau menjual porsi kepemilikan mereka untuk mencari kesempatan baru yang lebih menguntungkan.

7. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukurannya. Menurut Sunarto dan Budi (2009:90-91) pertumbuhan dapat menjadi tolok ukur keberhasilan perusahaan. Keberhasilan tersebut juga menjadi tolok ukur investasi untuk pertumbuhan pada masa yang akan datang.

Menurut pendapat Brigham dan Houston (2013) pertumbuhan perusahaan adalah perubahan (peningkatan atau penurunan) total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Untuk bertumbuh, perusahaan membutuhkan modal baik itu dalam bentuk utang maupun ekuitas.

Dalam menghadapi persaingan, pertumbuhan merupakan sesuatu yang penting bagi perusahaan untuk dapat tetap bertahan atau untuk merebut posisi di pasar. Menurut Subramanyam dan Wild (2009:15), pertumbuhan dapat dicapai dengan melakukan peningkatan efektifitas perusahaan dalam menggunakan aset yang dimilikinya dan mengurangi biaya yang dikeluarkan.

Untuk mencapai hal tersebut, perusahaan harus menginvestasikan dananya untuk melakukan perluasan skala usaha atau melakukan riset dan pengembangan untuk meningkatkan produktivitas. Sunarto dan Budi (2009:91) menyatakan bahwa terdapat dua cara untuk mengukur besar pertumbuhan perusahaan, yaitu:

a. Pertumbuhan aset yang dimiliki perusahaan

Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset yang dimiliki semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Pertumbuhan aset yang diikuti dengan pertumbuhan hasil operasional akan direspon positif oleh pemegang saham.

b. Peningkatan penjualan dari tahun ke tahun

Peningkatan penjualan/pendapatan dapat meningkatkan modal yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Selain itu perusahaan dengan penjualan yang tinggi cenderung dapat lebih banyak menggunakan utang sebagai sumber pendanaan.

Hal ini karena penjualan yang tinggi menunjukkan kinerja yang baik dari perusahaan, sehingga memberikan kesempatan yang lebih besar untuk bisa dipercaya oleh kreditor. Pendanaan dari utang tersebut akan dapat digunakan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan untuk periode selanjutnya.

B. Hasil Penelitian yang Relevan

Terdapat sejumlah penelitian terkait nilai pemegang saham yang telah dilakukan sebelumnya. Penelitian ini memilih empat variabel independen yang

secara teori diyakini dapat mempengaruhi nilai pemegang saham perusahaan, yakni: arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Gunawan (2011) terhadap 23 perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI pada tahun 2005-2009, menunjukkan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal tersebut diakibatkan oleh adanya kekhawatiran dari pemegang saham bahwa aliran kas bebas yang tinggi pada perusahaan, akan digunakan oleh manajemen untuk melakukan tindakan *opportunistic* guna memperkaya diri sendiri.

Arieska dan Gunawan (2011) juga menemukan bahwa keputusan pendanaan perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Sebelumnya diasumsikan bahwa kecenderungan perusahaan untuk menggunakan utang sebagai sumber pendanaan akan mengurangi biaya agensi dan meningkatkan nilai pemegang saham. Penelitian tersebut membuktikan bahwa penggunaan utang yang terlalu tinggi, justru akan menimbulkan kekhawatiran bagi pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Siregar (2009) menemukan hasil yang berbeda dengan terkait pengaruh arus kas bebas. Objek yang mereka teliti adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2002-2007. Penelitian mereka menemukan bahwa arus kas bebas justru memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham.

Alasannya, arus kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi dan 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. Wardani dan Siregar (2009) juga menemukan bahwa dividen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Sasongko, et al. (2012) terhadap 184 perusahaan non-keuangan periode 2003-2010, menemukan bahwa arus kas bebas positif tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham, tetapi arus kas bebas negatif memiliki pengaruh yang positif. Menurut Sasongko, et al. (2012) hal ini disebabkan karena adanya persepsi positif dari pemegang saham bahwa perusahaan menggunakan arus kas bebas untuk melakukan investasi yang memberi peluang yang menjanjikan di masa mendatang.

Lin dan Zhilin (2008) yang meneliti nilai pemegang saham pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa efek China pada tahun 2002, menemukan bahwa profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, struktur modal, ukuran, dan kemampuan manajemen memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Profitabilitas, pertumbuhan, kemampuan manajemen dan dividen direspon positif oleh pemegang saham sebagai bukti bahwa sebuah perusahaan memiliki kinerja yang baik.

Pengaruh positif struktur modal perusahaan terhadap nilai pemegang saham memperkuat teori bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh positif dalam meningkatkan nilai pemegang saham. Hasil tersebut berlawanan dengan

penemuan Arieska dan Gunawan (2011) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Fitriasaki (2011) terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2004-2008, memperkuat temuan Lin dan Zhilin (2008) terkait pengaruh positif yang ditimbulkan oleh pertumbuhan penjualan dan laba operasi perusahaan. Fitriasaki juga menemukan bahwa investasi aktiva tetap dan investasi modal kerja memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Ramezani, et al. (2002) memperkuat temuan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham.

Penggunaan EVA sebagai proksi untuk mengukur nilai pemegang saham telah dilakukan pada penelitian-penelitian sebelumnya. Hasilnya membuktikan bahwa EVA merupakan alat pengukuran kinerja perusahaan yang lebih baik dibandingkan rasio keuangan konvensional dan dapat menghitung nilai pemegang saham dengan lebih baik. Beberapa penelitian yang mendukung pernyataan tersebut adalah, Tortella dan Brusco (2003), Mamun dan Mansor (2012), dan Trandafir (2015).

Berikut ini adalah tabel literatur yang relevan untuk penelitian ini:

Tabel II.1
Hasil Penelitian yang Terdahulu

No.	Judul	Variabel	Hasil Penelitian	Proksi
1	Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan	H1: Aliran kas bebas berpengaruh secara positif terhadap nilai	Penelitian ini menemukan bahwa aliran kas bebas berpengaruh	X1: Perhitungan arus kas bebas (<i>free cash flow/FCF</i>)

	<p>Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi Metha Arieska dan Barbara Gunawan, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Volume 13, No. 1, pages 13-23, 2011.</p>	<p>pemegang saham H2: Keputusan pendanaan berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham H3: Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham H4: Dividen dapat memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham H5: Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham H6: Dividen dapat memoderasi pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham</p>	<p>negatif terhadap nilai pemegang saham. Sementara itu, keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Set kesempatan investasi dan dividen dapat memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas. Pengaruh positif keputusan pendanaan dapat dimoderasi oleh set kesempatan investasi, tetapi tidak dapat demikian melalui dividen.</p>	<p>X2: Rasio utang terhadap modal (<i>Debt to Equity Ratio/ DER</i>) X3: <i>Market to Book Value of Assets</i> (MVABVA) X4: <i>Dividend Yield</i> (DY) Y: Perhitungan nilai pemegang saham/<i>Shareholder Value</i> (SHV)</p>
--	--	--	---	--

2	<p>Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderator</p> <p>Rima Aguatania Kusuma Wardani dan Baldric Siregar, Jurnal Akuntansi dan Manajemen, Volume 20, No. 3, pages 157-174, Desember 2009.</p>	<p>H1: Aliran kas bebas berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham</p> <p>H2: Set kesempatan investasi memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham</p> <p>H3: Dividen memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham</p>	<p>Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham dan pengaruh tersebut dimoderasi oleh set kesempatan investasi dan dividen. Hal tersebut tidak berlaku untuk semua kategori perusahaan, tetapi lebih kuat untuk perusahaan besar dan memiliki aliran kas bebas positif.</p>	<p>X1: Perhitungan arus kas bebas (<i>free cash flow/FCF</i>)</p> <p>X2: <i>Dividend Yield</i> (DY)</p> <p>Y: Perhitungan nilai pemegang saham/<i>Shareholder Value</i> (SHV)</p>
3	<p>What Influence the Company's Economic Value Added (Empirical Evidence from China's Securities Market)</p> <p>Chen Lin dan Qiao Zhilin, Management Science and Engineering, Volume 2, No. 1, pages 66-76, March 2008.</p>	<p>H1: Profitabilitas, ukuran, struktur modal, kemampuan bertumbuh dan kemampuan manajemen berpengaruh terhadap EVA</p> <p>H2: Aset tidak berwujud berpengaruh terhadap EVA</p> <p>H3: Kemampuan manajemen persediaan berpengaruh terhadap EVA</p>	<p>Semua variabel independen memiliki pengaruh positif secara simultan terhadap EVA. Aset tidak berwujud berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap EVA. Kemampuan manajemen persediaan tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap EVA.</p>	<p>X1: <i>Earnings per share</i></p> <p>X2: <i>Equity ratio</i></p> <p>X3: <i>Total assets increasing rate</i></p> <p>X4: <i>Total asset turnover</i></p> <p>X4: Aset tidak berwujud (<i>Intangible assets</i>)</p> <p>Y: <i>Economic Value Added</i> (EVA)</p>
4	<p>Analisis Pengaruh</p>	<p>H1: Aliran kas bebas, <i>leverage</i></p>	<p>Aliran kas bebas</p>	<p>X1: Perhitungan arus kas bebas</p>

	<p>Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividen dan Leverage Terhadap Nilai Pemegang Saham (Studi Kasus: Perusahaan Non-Kuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2010) Hendro Sasongko, Noer Azam Achسانی, Roy Sembel, Tridoyo Kusumastanto, Jurnal Ilmiah Ranggagading, Volume 12, No. 1, pages 72-81, April 2012.</p>	<p>dan dividen berpengaruh terhadap nilai pemegang saham H2: Aliran kas bebas positif, <i>leverage</i> dan dividen berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham H3: Aliran kas bebas negatif, <i>leverage</i> dan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham</p>	<p>berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Aliran kas bebas positif tidak berpengaruh signifikan terhadap penciptaan nilai pemegang saham. Aliran kas bebas negatif berpengaruh signifikan positif terhadap nilai pemegang saham.</p>	<p><i>(Free Cash Flow/FCF)</i></p> <p>X2: Rasio pembayaran dividen (<i>Dividend Payout Ratio/DPR</i>)</p> <p>X3: Rasio total utang terhadap total aset (<i>Debt to Total Asset Ratio/DAR</i>)</p> <p>Y: <i>Market value of equity</i></p>
5	<p>Growth, Corporate Profitability, and Value Creation Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen, dan Alan Jung, Financial Analysts Journal, Volume 58, No. 6, pages 56-67, November-December 2002.</p>	<p>H1: Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai pemegang saham</p>	<p>Maksimalisasi pertumbuhan perusahaan tidak meningkatkan nilai pemegang saham. Pertumbuhan dengan tingkat yang moderat memiliki penciptaan nilai pemegang saham yang lebih tinggi bagi para pemilik perusahaan.</p>	<p>X1: Perhitungan pertumbuhan penjualan (<i>Sales growth</i>)</p> <p>X2: <i>Return on Investment (ROI)</i></p> <p>Y: <i>Economic Value Added (EVA)</i></p>

6	<p>Value Drivers terhadap Nilai Pemegang Saham Perusahaan yang Hedging di Derivatif Valuta Asing Fika Fitriasari, Jurnal Manajemen Bisnis, Volume 1, No. 1, pages 89-101, April 2011.</p>	<p>H1: Variabel <i>value drivers</i> (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja dan biaya modal) secara simultan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan <i>hedging</i> di derivatif valuta asing H2: Variabel <i>value drivers</i> (pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja dan biaya modal) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan <i>hedging</i> di derivatif valuta asing H3: Variabel <i>value drivers</i> (pertumbuhan penjualan) merupakan variabel yang</p>	<p><i>Value drivers</i> yaitu pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja dan biaya modal secara simultan berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Pertumbuhan penjualan merupakan faktor yang memiliki andil paling besar dalam meningkatkan nilai pemegang saham.</p>	<p>X1: Pertumbuhan penjualan (<i>Sales growth</i>) X2: <i>Operating profit margin</i> X3: <i>Net fixed assets to total assets</i> (NFA) X4: Asset lancar (<i>Current assets</i>) X5: Biaya modal tertimbang (<i>Weighted Average Cost of Capital/WACC</i>) Y: <i>Market to Book Value of Equity Ratio</i> (MBR)</p>
---	--	---	--	---

		dominan dalam mempengaruhi nilai pemegang saham perusahaan yang melakukan <i>hedging</i> di derivatif valuta asing		
--	--	--	--	--

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

C. Kerangka Berpikir

Keberadaan arus kas bebas merupakan pertanda kinerja perusahaan yang baik karena menunjukkan kebebasan finansial yang dimiliki perusahaan dan menunjukkan kemampuan mereka menghasilkan tambahan kas melalui aktivitas operasi. Arus kas bebas yang tinggi menunjukkan keleluasaan yang dimiliki oleh manajer untuk melakukan investasi, pembayaran utang, atau pembagian dividen. Hal ini dapat direspon positif oleh pemegang saham, seperti yang dikemukakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Siregar (2009).

Meski demikian hal tersebut juga dapat memicu terjadinya konflik kepentingan antara manager dan pemegang saham karena perbedaan tujuan. Manajer berpotensi menggunakan kelebihan kas tersebut untuk melakukan investasi tambahan yang tidak menguntungkan bagi pemegang saham dan menimbulkan biaya terselubung yang dapat menurunkan nilai pemegang saham (Wild, 2005:557). Pemegang saham ingin agar kas bebas didistribusikan kembali kepada mereka (Husnan dan Pudjiastuti, 2006:65). Hal ini telah diperoleh dari penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011).

Alasan dari kondisi ini adalah, pemegang saham tidak ingin membiarkan dana mereka tertahan untuk waktu yang terlalu lama dalam perusahaan dan ingin memperoleh *return* dari investasi yang mereka lakukan. Mereka ingin agar aset yang telah mereka tanamkan tidak semata-mata terikat pada satu “wadah” saja tetapi juga dapat berputar untuk menghasilkan lebih.

Hal ini juga memungkinkan mereka untuk menurunkan potensi risiko kerugian yang harus mereka terima apabila salah satu perusahaan dimana mereka berinvestasi mengalami kerugian. Sementara itu manajer ingin menggunakannya untuk mendorong pertumbuhan perusahaan.

Keputusan pendanaan mempengaruhi nilai pemegang saham berdasarkan keputusan manajer memilih sumber pendanaan untuk operasional perusahaan. Menurut Suropto (2015:7), pendanaan bisa bersifat eksternal atau internal. Pendanaan internal bersumber dari laba yang dihasilkan perusahaan, sementara pendanaan eksternal bersumber dari utang.

Menurut Utari, et.al. (2014:201), pendanaan eksternal berupa utang biasanya mengacu pada utang jangka panjang perusahaan. Sebuah perusahaan yang lebih banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya, akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam berinvestasi dan mengutamakan kepentingan para pemegang saham, sehingga mendorong mereka untuk menjadi lebih efisien. Hal ini dibuktikan lewat penelitian yang dilakukan oleh Sasongko, et. al (2012).

Akan tetapi penggunaan utang yang berlebih pada suatu titik akan menimbulkan penurunan nilai perusahaan karena turut menimbulkan peningkatan risiko gagal bayar (Rodoni dan Ali, 2014:6). Peningkatan risiko ini berpotensi

menurunkan nilai pemegang saham karena pemegang saham merasa khawatir dengan keberlangsungan perusahaan.

Profitabilitas dan kemampuan pertumbuhan perusahaan juga mempengaruhi nilai pemegang saham. Kedua hal tersebut menarik pemegang saham untuk menanamkan modal mereka pada suatu perusahaan. Profitabilitas dan potensi pertumbuhan yang baik, dapat dicapai apabila suatu perusahaan memiliki kinerja yang baik.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari penjualan (Wild, 2005:556). Profitabilitas yang tinggi dapat dicapai oleh perusahaan dengan manajer yang kompeten yang dapat menyusun dan melakukan strategi yang diperlukan untuk memperoleh laba. Semakin tinggi profitabilitas berarti semakin baik pula kinerja manajer dalam memaksimalkan nilai pemegang saham.

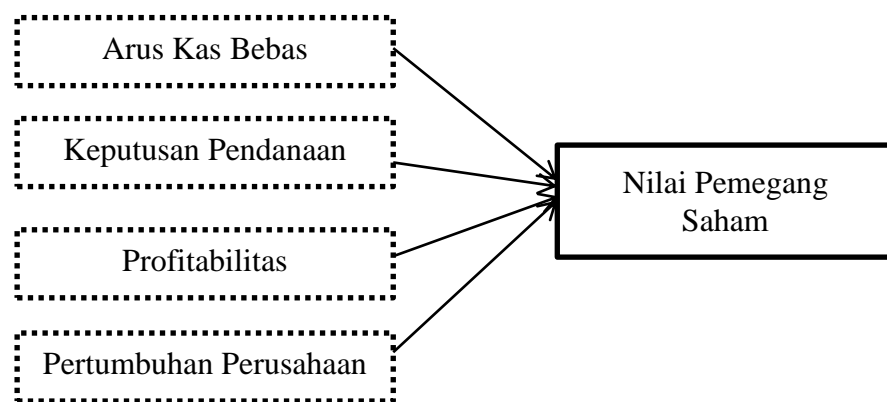
Sementara itu menurut Sunarto dan Budi (2009:90-91), pertumbuhan perusahaan merupakan tolak ukur keberhasilan perusahaan di masa yang akan datang. Untuk tetap bertahan hidup di tengah persaingan yang semakin ketat, perusahaan perlu untuk terus bertumbuh.

Meski demikian fokus yang terlalu tinggi untuk pertumbuhan dapat menurunkan nilai pemegang saham, karena dana yang seharusnya mengalir kembali kepada pemegang saham terpakai untuk perluasan skala perusahaan. Selain itu pertumbuhan yang terlalu cepat juga berpotensi mempersulit pengendalian yang dilakukan oleh manajer atas perusahaan. Untuk itu manajer perlu mengendalikan laju pertumbuhan perusahaan yang dijalankannya

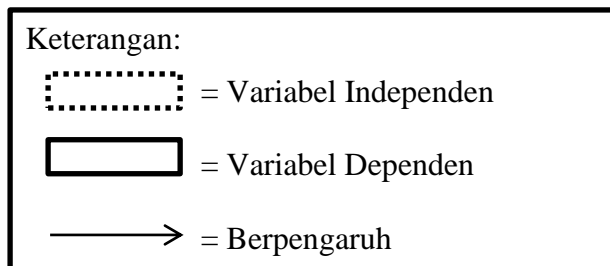
Pengaruh dari profitabilitas dan pertumbuhan dibuktikan lewat penelitian yang dilakukan Lin dan Zhilin (2008), Ramezani, et.al. (2002) dan Fitriasari (2011).

Berdasarkan beberapa uraian yang telah disampaikan diatas, kerangka berpikir penelitian ini dapat digambarkan dengan bagan berikut :

Gambar II.1
Kerangka Pemikiran



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017



Penyusunan kerangka berpikir menurut Sugiyono (2011:60) dibutuhkan untuk menunjukkan bagaimana teori berhubungan dengan berbagai faktor yang telah diidentifikasi sebagai masalah yang penting. Penggunaan bagan bertujuan untuk memperjelas kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini.

D. Perumusan Hipotesis Penelitian

Hasil penelitian Wardani dan Siregar (2009), menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Hal tersebut terjadi

karena arus kas yang tinggi dipandang sebagai pertanda kinerja yang baik oleh pemegang saham. Hasil serupa juga didukung lewat penelitian Arieska dan Gunawan (2011) yang menunjukkan bahwa arus kas bebas yang dimoderasi oleh set kesempatan investasi dan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham.

Penelitian Sasongko, et. al. (2012) menunjukkan hasil yang berbeda, yakni arus kas bebas justru berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pemegang saham karena potensi konflik kepentingan yang ditimbulkannya. Dari hasil penelitian terdahulu dapat disimpulkan bahwa terdapat dua kemungkinan yang dapat terjadi tergantung pada persepsi investor atas keberadaan arus kas bebas.

Menurut Weygandt, et. al. (2007:737) arus kas bebas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan uang tunai dari kegiatannya dan sangat berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan memberikan *return* kepada pemegang saham. Wild (2005:557) juga berpendapat bahwa arus kas bebas yang tinggi merupakan pertanda kinerja yang baik dari suatu perusahaan.

Dari kajian literatur tersebut dapat disimpulkan bahwa arus kas bebas cenderung memiliki dampak positif terhadap nilai pemegang saham karena merupakan pertanda kinerja yang baik dari suatu perusahaan dan merupakan indikator yang menunjukkan kebebasan finansial yang dimiliki suatu perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini untuk pengaruh arus kas bebas adalah:

H₁ : Arus kas bebas dapat berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham

Hasil penelitian Sasongko, et al. (2012) menemukan bahwa penggunaan utang dapat berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham karena dapat mengurangi biaya keagenan dan meningkatkan efektifitas manajer. Penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) menunjukkan bahwa keputusan pendanaan dengan meningkatkan utang tidak berpengaruh signifikan dalam meningkatkan nilai pemegang saham.

Menurut Brigham dan Houston (2013:155), keputusan pendanaan perusahaan atau struktur modal bertujuan untuk mencapai titik optimal sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Hal itu dapat dilakukan dengan mengatur komposisi utang dan modal saham yang cocok dengan kondisi keuangan perusahaan pada suatu periode. Lebih lanjut Wahidawati (2002) mengatakan bahwa peningkatan pendanaan lewat utang dapat meminimalisir potensi terjadinya konflik kepentingan dan meningkatkan penilaian pemegang saham atas suatu perusahaan.

Dari kajian literatur tersebut dapat disimpulkan bahwa keputusan pendanaan dapat memberikan pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham karena dapat membatasi potensi konflik terkait perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Oleh karena itu, hipotesis yang diambil dalam penelitian ini terkait pengaruh dari keputusan pendanaan adalah:

H₂ : Keputusan pendanaan dapat berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham

Penelitian yang dilakukan oleh Lin dan Zhilin (2008) menemukan bahwa profitabilitas mendorong terjadinya peningkatan nilai pemegang saham. Hal ini

karena perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi hanya bisa dicapai oleh perusahaan dengan kinerja yang baik. Perusahaan dengan kinerja yang baik akan memperkaya pemegang saham. Hal serupa juga dikemukakan oleh Fika Fitriasaki (2011) yang menemukan bahwa profitabilitas merupakan salah satu *value drivers* (pendorong nilai) yang memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham.

Menurut Brigham dan Houston (2013:234), profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Pemegang saham memberikan respon yang positif terhadap perusahaan dengan kemampuan menghasilkan laba yang besar, karena hal itu berarti mereka juga berpotensi memperoleh nilai *return* yang lebih besar.

Dari kajian literatur yang telah dilakukan, profitabilitas cenderung memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham karena perusahaan dengan kemampuan menghasilkan laba yang tinggi akan dapat memberikan *return* yang tinggi pula bagi para pemegang saham. Oleh karena itu, hipotesis yang diambil untuk penelitian ini terkait pengaruh dari profitabilitas terhadap nilai pemegang saham adalah:

H₃ : Profitabilitas dapat berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham

Lin dan Zhilin (2008) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan direspon positif sebagai tanda bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga meningkatkan nilai pemegang saham. Pertumbuhan juga memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Fika Fitriasaki (2011).

Penelitian yang dilakukan oleh Ramezani, et al. (2002) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan yang terlalu cepat dapat mendorong penurunan nilai pemegang saham karena pendanaan digunakan untuk investasi dan bukan untuk kepentingan para pemegang saham. Perusahaan cenderung mengontrol agar pertumbuhan perusahaan tetap berada pada tingkat yang dapat dikendalikan.

Menurut Sunarto dan Budi (2009:90-91), pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu indikator pengukur keberhasilan suatu perusahaan. Perusahaan dengan kinerja yang baik akan terus bertumbuh dan dengan demikian dapat memberikan *return* yang lebih besar sehingga meningkatkan nilai pemegang saham.

Dari kajian literatur yang telah dilakukan, pertumbuhan perusahaan cenderung memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham karena perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan direspon positif oleh pemegang saham sebagai pertanda kinerja yang baik dari perusahaan tersebut, sehingga meningkatkan nilai pemegang saham. Oleh karena itu, hipotesis terkait pengaruh pertumbuhan perusahaan adalah:

H₄ : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai pemegang saham

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

A. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan kerangka teoretik yang telah dipaparkan oleh peneliti, tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham
2. Untuk mengetahui apakah keputusan pendanaan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham
3. Untuk mengetahui apakah profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham
4. Untuk mengetahui apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham

B. Tempat dan Waktu Penelitian

Dalam penelitian ini objek yang menjadi sasaran penelitian adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Peneliti membatasi lingkup waktu penelitian ini dari tahun 2014-2016.

C. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Penelitian menggunakan data sekunder yakni data yang diperoleh secara tidak langsung. Data-data sekunder dalam penelitian ini adalah: besar nilai pemegang saham, besar nilai arus kas dari aktivitas operasi, besar laba rugi perusahaan, pendapatan perusahaan, perhitungan biaya modal perusahaan,

nilai utang dan ekuitas perusahaan, serta total aset perusahaan. Data-data tersebut diambil dan dihitung dari laporan keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang menjadi objek penelitian. Laporan-laporan keuangan tersebut diperoleh dari situs resmi BEI (www.idx.co.id/).

Variabel-variabel independen yang dipilih, adalah arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Laporan arus kas digunakan untuk memperoleh informasi terkait variabel arus kas bebas (arus kas dari aktivitas operasi dan pengeluaran modal), laporan neraca untuk informasi terkait keputusan pendanaan perusahaan (jumlah utang dan modal) dan juga menghitung pertumbuhan aset perusahaan (jumlah total aset). Laporan laba rugi untuk mengetahui besarnya profitabilitas (laba bersih setelah pajak/NOPAT, jumlah pendapatan, besar beban pajak).

Untuk variabel dependen, peneliti menggunakan proksi berupa *Economic Value Added* (EVA) dimana laporan keuangan yang digunakan adalah laporan laba rugi untuk mengetahui laba bersih setelah pajak atau *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT). Sementara informasi lain yakni biaya modal rata-rata (WACC) dan jumlah modal yang ditanamkan, diperoleh dari Catatan Atas Laporan Keuangan (CALK), laporan arus kas dan laporan neraca.

D. Populasi dan *Sampling*

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2016 yang berjumlah sebanyak 144 perusahaan yang bergerak pada 19 sub-sektor yang berbeda. Dari populasi tersebut, peneliti mengambil sampel untuk menjadi objek dalam penelitian. Pemilihan sampel

dikumpulkan dengan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan tertentu (Suharyadi dan Purwanto, 2009:17). Kriteria yang menjadi pertimbangan pemilihan sampel untuk penelitian ini adalah:

1. Perusahaan manufaktur mempublikasikan laporan keuangan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir setiap tanggal 31 Desember pada periode pengamatan 2014-2016.
2. Perusahaan tidak menggunakan mata uang asing untuk menghindari terjadinya perbedaan pengukuran.
3. Perusahaan tidak memiliki saldo ekuitas negatif dan membukukan keuntungan selama periode pengamatan berlangsung.
4. Perusahaan memiliki nilai *Economic Value Added* (EVA) yang positif pada periode pengamatan 2014-2016.

Berdasarkan kriteria tersebut, peneliti melakukan seleksi untuk memilih sampel yang akan digunakan. Proses pemilihan tersebut disajikan sebagai berikut:

Tabel III.1
Proses pemilihan sampel penelitian

No.	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1	Populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	144
2	Perusahaan manufaktur mempublikasikan laporan keuangan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir setiap tanggal 31 Desember pada periode pengamatan 2014-2016.	136
3	Perusahaan yang tidak menggunakan mata uang asing	124

4	Perusahaan tidak memiliki saldo ekuitas negatif dan membukukan keuntungan selama periode pengamatan berlangsung	50
5	Perusahaan memiliki nilai <i>Economic Value Added</i> (EVA) yang positif pada periode pengamatan 2014-2016.	28
	Jumlah Sampel (n)	84

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, peneliti memilih 84 sampel sebagai objek observasi. Sampel-sampel tersebut terbentuk dari 28 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2014-2016.

E. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel independen yang dipilih untuk penelitian ini adalah arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Untuk variabel dependen yang dipilih adalah nilai pemegang saham.

Peneliti mengumpulkan data dari situs BEI dan situs resmi perusahaan untuk memperoleh laporan keuangan yang dibutuhkan sebagai objek penelitian. Berikut ini adalah penjelasan mengenai variabel-variabel penelitian:

1. Variabel dependen

Variabel dependen adalah variabel yang menjadi pusat dari sebuah penelitian yang diduga terpengaruh oleh manipulasi terhadap variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai pemegang saham. Berikut akan dijelaskan terkait definisi dan proksi yang digunakan untuk nilai pemegang saham dalam penelitian ini.

1.1. Definisi konseptual

Nilai pemegang saham adalah nilai yang menunjukkan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh pemegang saham, sebagai ukuran keberhasilan kinerja suatu perusahaan.

1.2. Definisi operasional

Proksi yang digunakan untuk menghitung nilai pemegang saham adalah EVA, alasannya adalah karena metode ini cocok untuk mengilustrasikan pertambahan nilai ekonomis yang dihasilkan oleh perusahaan pada suatu periode tertentu (Suripto, 2015:2).

Penelitian ini ingin melihat nilai pemegang saham pada tahun tertentu dan bukan dari awal mula perusahaan, karena alasan tersebut metode MVA tidak dipilih. Metode perhitungan rasio keuangan konvensional juga kurang cocok untuk mengukur nilai pemegang saham.

Peneliti memilih metode EVA atas pertimbangan tersebut. Rumus dari EVA nilai laba bersih setelah pajak dikurangi dengan biaya modal rata-rata tertimbang dikalikan modal ditanamkan tahun sebelumnya.

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Invested\ Capital)$$

Keterangan:

NOPAT: *Net Operating Profit After Tax* (Nilai laba bersih setelah pajak)

WACC: *Weighted Average Capital Cost* (Biaya modal rata-rata tertimbang)

Invested Capital: Jumlah modal yang ditanamkan pada suatu periode

WACC atau biaya modal rata-rata tertimbang, terbagi atas komponen-komponen pembiayaan modal berupa proporsi pembiayaan dari utang dan dari ekuitas. Proporsi pembiayaan ekuitas bisa dihitung dengan menggunakan

capital asset pricing model (CAPM), sedangkan pembiayaan utang dapat dihitung dengan mengalikan tingkat biaya bunga terhadap penyesuaian tingkat pajak (Suripto, 2015:18). Berikut ini adalah rumus dari perhitungan tersebut:

$$\mathbf{Liabilities\ Cost\ (Kd) = Interest\ Rate \times (1 - Tax\ Rate)}$$

Keterangan:

Interest Rate : Tingkat bunga

Tax Rate : Tingkat pajak

Tingkat bunga perusahaan dapat diketahui dengan membagi biaya bunga terhadap jumlah penjualan. Tingkat pajak dapat diketahui dengan membagi biaya beban utang terhadap jumlah laba sebelum pajak. Informasi tersebut dapat dijumpai pada laporan laba rugi perusahaan.

$$\mathbf{Cost\ of\ Equity\ (Ke) = (Rf + Beta) \times (Rm - Rf)}$$

Keterangan:

Rf : Tingkat bunga bebas risiko (Suku bunga Bank Indonesia/SBI)

Rm : Tingkat bunga investasi dari keseluruhan harga saham

Tingkat suku bunga bebas risiko dapat dilihat melalui tingkat suku bunga yang diterapkan Bank sentral, dalam hal ini Bank Indonesia, pada satu periode. Informasi tersebut dapat diperoleh dari situs resmi Bank Indonesia (<http://www.bi.go.id/id/moneter/operasi/suku-bunga-sbi>). Untuk perhitungan tingkat bunga investasi diperoleh dari perhitungan persentase kenaikan atau penurunan indeks harga saham dari periode sebelumnya.

Informasi nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) perusahaan-perusahaan manufaktur dari periode 2014-2016 diperoleh dari situs *Yahoo Finance* (www.finance.yahoo.com). Setelah informasi Kd dan Ke diperoleh maka WACC dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$WACC = \left[\left(\frac{L}{V} \times Kd \right) + \left(\frac{E}{V} \times Ke \right) \right] \times (1-d)$$

Keterangan:

L : Total Liabilitas

E : Total Ekuitas

V: Proporsi Liabilitas/Ekuitas

d : Tingkat pajak

2. Variabel independen

Variabel independen adalah variabel yang memberikan pengaruh terhadap variabel dependen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini ada empat, yakni: arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Berikut akan dijelaskan definisi dari masing-masing variabel tersebut dan proksi yang digunakan untuk mengukurnya.

2.1. Arus kas bebas

2.1.1. Definisi konseptual

Arus kas bebas adalah jumlah kas perusahaan yang berlebih yang dapat digunakan oleh manajer untuk melakukan investasi, membayar utang, atau menyalurkannya kepada pemegang saham. Arus kas bebas menunjukkan keleluasaan yang dimiliki perusahaan. Proksi yang digunakan untuk

menghitung arus kas bebas adalah dengan metode yang dikemukakan oleh Wild (2005:557), untuk mengetahui besarnya arus kas bebas.

2.1.2. Definisi operasional

Rumus perhitungan arus kas bebas adalah:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Cash from Operating Activity} - \text{Capital Expenditure}$$

Keterangan:

<i>Free cash flow</i>	: Arus kas bebas
<i>Cash from operating activity</i>	: Kas dari aktivitas operasi
<i>Capital expenditure</i>	: Pengeluaran modal

Informasi yang dibutuhkan untuk menghitung arus kas bebas dapat diperoleh pada laporan arus kas yakni arus kas dari aktivitas operasi dan biaya pengeluaran modal dari laporan arus kas dari aktivitas pendanaan.

2.2. Keputusan pendanaan

2.2.1. Definisi konseptual

Keputusan pendanaan adalah terkait sumber dana yang hendak dipergunakan oleh perusahaan. Sumber tersebut bisa bersumber dari pihak internal (laba ditahan) atau bersumber dari pihak eksternal, yakni berupa utang kepada pihak ketiga (Suripto, 2015:7).

Keputusan pendanaan dapat dipandang dari sejumlah faktor, seperti proporsi penggunaan utang lancar, proporsi aset utang terhadap modal dan proporsi utang terhadap aset. Untuk itu peneliti melakukan pengukuran dengan beberapa proksi untuk melihat berbagai aspek dari variabel ini.

Proksi yang pertama adalah *debt to equity ratio* (DER). Alasan pemilihan metode ini sebagai proksi adalah untuk memungkinkan peneliti untuk mengetahui besarnya rasio utang terhadap ekuitas perusahaan pada suatu periode (Subramanyam dan Wild, 2009). Dengan cara ini dapat diketahui apa perusahaan cenderung lebih banyak menggunakan dana eksternal ketimbang dana internal.

Proksi yang kedua adalah *debt to asset ratio* (DAR). DAR adalah metode yang digunakan untuk mengukur seberapa besar penggunaan utang oleh perusahaan terhadap jumlah total aset yang dimilikinya. Lewat proksi ini, peneliti dapat mengetahui jumlah jaminan aset perusahaan untuk kegiatan peminjaman yang dilakukan perusahaan.

Proksi yang ketiga adalah *current ratio* (CR), yang merupakan metode yang berfungsi untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar utang lancar sebagai jaminan untuk aset yang dimilikinya. Semakin besar nilai *current ratio*, berarti semakin baik kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya, sehingga kesempatan untuk menggunakan biaya utang sebagai pendanaan juga menjadi lebih besar, karena kepercayaan yang diperoleh oleh kinerja perusahaan tersebut.

2.2.2. Definisi operasional

Rumus yang digunakan untuk menghitung *debt to equity ratio* adalah:

$$\text{Debt to Equity Ratio} : \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Keterangan:

Total Debt : Total utang yang dimiliki perusahaan
Total Equity : Total ekuitas yang dimiliki perusahaan

Rumus yang digunakan untuk menghitung *debt to asset ratio* adalah:

$$\text{Debt to Asset Ratio} : \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Keterangan:

Total Debt : Total utang yang dimiliki perusahaan
Total Asset : Total aset yang dimiliki perusahaan

Rumus yang digunakan untuk menghitung *current ratio* adalah

$$\text{Current Ratio} : \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liability}}$$

Keterangan:

Current Asset : Aset lancar
Current Liability : Utang lancar

2.3. Profitabilitas

2.3.1. Definisi konseptual

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Hal ini menjadi dasar bagi investor untuk menentukan apakah suatu perusahaan pantas untuk dibeli sahamnya. Terdapat sejumlah cara untuk mengukur profitabilitas, seperti *net profit margin*, *gross profit margin*, *earning per-share* dan lain-lain.

Untuk perhitungan profitabilitas dalam penelitian ini, peneliti memilih dua proksi, yakni *net profit margin* dan *return on equity*, alasannya karena metode tersebut memungkinkan peneliti untuk mengetahui perbandingan besarnya

laba bersih yang dihasilkan terhadap total pendapatan (Wild, 2005:556) dan juga mengetahui kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan modal yang dimilikinya.

Peneliti memilih dua proksi agar dapat memperoleh hasil yang lebih mewakili dari profitabilitas. Hal ini karena masing-masing pengukuran metode profitabilitas mewakili aspek yang berbeda dari pengukuran kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba.

2.3.2. Definisi operasional

Rumus yang digunakan untuk menghitung *net profit margin* adalah

$$\text{Net Profit Margin} : \frac{\text{NOPAT}}{\text{Total Revenue}}$$

Keterangan:

NOPAT : *Net Operating Profit After Tax* (Laba bersih setelah pajak)

Total Revenue : Total pendapatan yang dihasilkan perusahaan

Rumus yang digunakan untuk menghitung *return on equity* adalah

$$\text{Return on Equity} : \frac{\text{NOPAT}}{\text{Total Equity}}$$

Keterangan:

NOPAT : *Net Operating Profit After Tax* (Laba bersih setelah pajak)

Total Equity : Total ekuitas perusahaan

2.4. Pertumbuhan perusahaan

2.4.1. Definisi konseptual

Pertumbuhan perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk terus berkembang dan memperluas skala usahanya serta kemampuan produksinya.

Perusahaan perlu tumbuh dan berkembang agar dapat bertahan atau merebut posisi di pasar.

Untuk mengetahui besarnya pertumbuhan perusahaan dari tahun ke tahun, peneliti menghitung tingkat pertumbuhan aset perusahaan, sesuai pendapat yang dikemukakan Sunarto dan Budi (2009), terkait pengukuran pertumbuhan perusahaan melalui perhitungan pertumbuhan aset. Melalui perhitungan tersebut, peneliti dapat mengetahui seberapa besar pertumbuhan yang dialami perusahaan dari tahun ke tahun.

2.4.2. Definisi operasional

Tingkat pertumbuhan aset perusahaan:

$$\frac{(\text{Current Year Total Assets} - \text{Last Year Total Assets})}{\text{Last Year Total Assets}} \times 100\%$$

Informasi jumlah total aset perusahaan diperoleh dari laporan neraca.

F. Teknik Analisis Data

Penelitian ini akan menggunakan analisis regresi linier berganda (*multiple regression analysis*). Regresi linier berganda adalah regresi di mana variabel dependen (EVA) dihubungkan/dijelaskan lebih dari satu variabel bebas, namun masih menunjukkan diagram hubungan yang linear (Hasan, 2011:269) Model regresi linier yang digunakan untuk penelitian ini adalah:

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 FD_{it} + \beta_3 Pr_{it} + \beta_4 CG_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

EVA = *Economic Value Added*

β = Konstanta

$\beta_1 FCF$ = *Free Cash Flow*

β_2 FD	= <i>Financing Decision</i>
β_3 Pr	= <i>Profit Margin</i>
β_4 CG	= <i>Company Growth</i>
e	= <i>error</i>
i	= Periode penelitian (2014-2016)
t	= Jenis perusahaan (manufaktur)

Beberapa variabel diukur dengan lebih dari satu proksi untuk bisa memperoleh pengukuran terkait aspek yang berbeda dari variabel tersebut. Oleh karena itu peneliti terlebih dahulu melakukan analisis faktor. Menurut Widarjono (2015:189), analisis faktor adalah teknik yang digunakan untuk mencari faktor-faktor yang mampu menjelaskan hubungan atau korelasi antara berbagai variabel independen yang diobservasi.

Tujuan dari analisis faktor adalah mengidentifikasi sejumlah faktor umum yang dibutuhkan untuk menjelaskan korelasi antar variabel. Melalui analisis ini, peneliti menggunakan prinsip penyederhanaan model untuk mengidentifikasi jumlah faktor umum yang seminimal mungkin.

Menurut Widarjono (2015:194-195), langkah pertama dalam analisis faktor adalah mencari korelasi matrik antara variabel-variabel yang diobservasi. Ada beberapa ukuran yang bisa digunakan untuk syarat kecukupan data, yaitu:

1. Korelasi matrik antar variabel

Tingginya korelasi antar variabel mengindikasikan bahwa variabel-variabel tersebut dapat dikelompokkan ke dalam sebuah variabel yang bersifat homogen sehingga setiap variabel mampu membentuk faktor umum.

2. Korelasi parsial

Metode ini berguna untuk mencari korelasi satu variabel dengan variabel lain dengan mengontrol variabel lain. Korelasi parsial ini disebut dengan *negative anti-image correlations*. Untuk dapat dimasukkan dalam analisis faktor maka korelasi parsial ini harus bernilai sekecil mungkin.

3. Kaiser-Meyer Olkin (KMO)

Metode KMO berguna untuk melihat syarat kecukupan data untuk analisis faktor dengan mengukur kecukupan *sampling* secara menyeluruh dan mengukur kecukupan *sampling* untuk setiap variabel. Metode ini mengukur homogenitas variabel. Nilai KMO dianggap mencukupi jika lebih dari 0,5.

4. Bartlett's test of sphericity

Uji Bartlett merupakan uji statistik untuk mengukur signifikansi menyeluruh dari semua korelasi dalam matrik korelasi. Peneliti menguji hipotesis nol bahwa data yang diobservasi merupakan sampel dari distribusi populasi normal multivariat yang mana semua koefisien korelasi besarnya nol. Uji Bartlett dikatakan memenuhi syarat bila nilai signifikansi di bawah 0,05.

Setelah syarat kecukupan data terpenuhi maka tahap selanjutnya adalah ekstraksi faktor (*extraction*). Ekstraksi faktor adalah metode yang digunakan untuk mereduksi data dari beberapa variabel untuk menghasilkan faktor yang lebih sedikit yang mampu menjelaskan korelasi antar variabel yang diobservasi. Ada beberapa metode yang bisa digunakan, yang paling umum adalah *Principal Components Analysis*.

Metode ini membentuk kombinasi linier dari variabel yang diobservasi. Komponen utama yang pertama adalah kombinasi yang menjelaskan jumlah varian paling besar dari sampel. Selanjutnya, komponen utama yang kedua menjelaskan jumlah varian terbesar kedua dan tidak berhubungan dengan komponen utama yang pertama, dan begitu seterusnya.

Langkah berikutnya dari analisis faktor adalah rotasi faktor. Rotasi faktor diperlukan jika metode ekstraksi faktor belum menghasilkan komponen faktor utama yang jelas. Tujuannya adalah untuk memperoleh struktur faktor yang lebih sederhana agar mudah diinterpretasikan. Metode-metode rotasi faktor antara lain:

1. Varimax Method

Berfungsi untuk meminimalkan jumlah variabel yang mempunyai *factor loading* yang tinggi.

2. Quartimax Method

Berfungsi untuk meminimalkan jumlah faktor yang digunakan untuk menjelaskan variabel.

3. Equamax Method

Merupakan metode gabungan antara *varimax method* yang meminimalkan variabel dan *quartimax method* yang meminimalkan faktor.

Setelah melakukan analisis faktor, peneliti akan masuk pada tahap pengujian. Tahapan pengujian yang akan dilakukan dalam penelitian ini berupa uji statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji hipotesis.

1. Uji Statistik Deskriptif

Menurut Hasan (2011:6), statistika deskriptif adalah bagian dari statistik yang mempelajari cara pengumpulan dan penyajian data sehingga mudah dipahami. Statistika deskriptif berfungsi menerangkan keadaan, gejala atau persoalan.

Menurut Sugiyono (2012:29), statistika deskriptif adalah suatu statistik yang berfungsi untuk mendeskripsikan atau memberi gambaran terhadap objek yang diteliti melalui data sampel atau populasi sebagaimana adanya. Statistika deskriptif bertujuan untuk mengelola, meringkas dan meyajikan data secara informatif (Lind, et al, 2014:6).

Gambaran dari data tersebut bisa didapatkan dengan melihat nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis dan *skewness* (kemencengan distribusi) dari data tersebut. Penyajian data dari statistik deskriptif dilakukan melalui tabel, grafik, diagram lingkaran dan *pictogram* (Sugiyono, 2012:30).

2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis penelitian terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik yang bertujuan untuk memperoleh model regresi yang bisa dipertanggungjawabkan. Perhitungan uji asumsi klasik dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan aplikasi SPSS 24. Uji asumsi klasik yang dimaksud adalah uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heterokedastisitas, dan uji autokorelasi.

a. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk melihat apakah nilai residual terdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki nilai residual yang terdistribusi normal. Jadi uji normalitas bukan dilakukan pada masing-masing variabel tetapi pada nilai residualnya. Uji normalitas dapat dilakukan dengan uji histogram, uji *Kolmogorov-Smirnov*, uji *Shapiro-Wilk*, uji *Chi Square*, dan uji *P Plot of Regression Standardized Residual* (Yamin, et al, 2011:32).

Uji histogram memperlihatkan distribusi data dalam bentuk diagram batang. Apabila distribusi bersifat normal, maka akan terbentuk kurva berbentuk bel. Sementara uji normal *P Plot of Regression Standardized Residual* berupa diagram *scatterplot*.

Data dikatakan memiliki distribusi normal jika pancaran data terletak di garis lurus miring melintang. Bentuk pengujian yang lainnya adalah uji Kolmogorov-Smirnov dan uji Shapiro Wilk. Apabila hasil dari kedua pengujian tersebut lebih dari 5% (0,05), maka distribusi data dikatakan normal. (Yamin, et al, 2011:32-33).

b. Uji Heterokedastisitas

Dalam persamaan regresi berganda perlu diuji mengenai sama atau tidak varians dari residual dari observasi yang satu dengan observasi lainnya. Jika residual mempunyai varians yang sama, disebut homoskedastisitas. dan jika variansnya tidak sama disebut terjadi heterokedastisitas.

Deteksi heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan metode scatter plot dengan memplotkan nilai ZPRED (nilai prediksi) dengan SRESID (nilai residualnya). Model yang baik didapatkan jika tidak terdapat pola tertentu pada grafik, seperti mengumpul di tengah, menyempit kemudian melebar atau sebaliknya melebar kemudian menyempit.

Uji statistik lain yang dapat digunakan untuk menguji heteroskedastisitas adalah uji *Glejser*. Taraf kesalahan untuk pengujian-pengujian tersebut adalah 5% (Yamin, et al, 2011:36).

c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah untuk melihat apakah terjadi korelasi antara suatu periode t dengan periode sebelumnya ($t-1$). Secara sederhana adalah bahwa analisis regresi adalah untuk melihat pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat, jadi tidak boleh ada korelasi antara observasi dengan data observasi sebelumnya.

Uji autokorelasi hanya dilakukan untuk data yang berupa *time series* (runtut waktu) dan tidak perlu dilakukan pada data *cross section* seperti pada kuesioner di mana pengukuran semua variabel dilakukan secara serempak pada saat yang bersamaan. Penelitian ini yang dilakukan dengan data dari Bursa Efek Indonesia dan periode lebih dari satu tahun, memerlukan uji autokorelasi.

Untuk mengetahui ada tidaknya masalah autokorelasi, dapat dilakukan uji Durbin Watson (Yamin, et al, 2011:34-35). Uji Durbin Watson diterima apabila nilainya lebih besar daripada nilai Durbin

Watson batas bawah (dL) yang berarti terdapat autokorelasi positif. Hipotesis yang diambil adalah, apabila H_0 terbukti, maka tidak ada autokorelasi positif atau negatif sedangkan untuk H_1 maka terdapat autokorelasi positif atau negatif.

Menurut Yamin et al. (2011:34-35), H_0 ditolak bila nilai d hitung atau nilai *Durbin Watson Model* lebih besar daripada nilai *Durbin Watson* tabel batas bawah (dL), yang berarti terdapat masalah autokorelasi positif ($d < dL$), atau ketika nilai d hitung atau nilai *Durbin Watson Model* terletak di antara nilai ($4 - dL < d < 4$). H_0 diterima bila nilai d hitung atau nilai *Durbin Watson* lebih besar dari nilai *Durbin Watson* tabel batas atas (DU) dan apabila nilai tabel batas atas lebih kecil dari $4 - DW$.

Apabila hasil dari uji *Durbin Watson* tidak dapat disimpulkan, maka nilai autokorelasi dapat diuji dengan uji run. Data dikatakan tidak memiliki masalah autokorelasi apabila nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05.

d. Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas adalah untuk melihat ada atau tidaknya korelasi yang tinggi antara variabel-variabel bebas dalam suatu model regresi linear berganda. Jika ada korelasi yang tinggi di antara variabel-variabel bebasnya, maka hubungan antara variabel bebas terhadap variabel terikatnya menjadi terganggu.

Alat statistik yang sering dipergunakan untuk menguji gangguan multikolinieritas adalah dengan *variance inflation factor* (VIF) dan nilai *tolerance*. Gejala multikolinieritas ditemukan apabila nilai VIF lebih besar dari 10 dan nilai CI lebih besar dari 30 (Yamin, et al, 2011:36).

3. Pengujian Koefisien Determinasi (R^2)

Apabila asumsi regresi telah terpenuhi, maka langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian atas model regresi yang telah dibentuk. Uji R^2 atau uji determinasi merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi, karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi.

Besar angka yang diperoleh dari uji R^2 dapat menunjukkan besar kemampuan dari variabel bebas dalam menjelaskan varians dari variabel terikat. Varians sendiri merupakan jumlah kuadrat semua deviasi nilai-nilai individual terhadap rata-rata kelompok.

Menurut Yamin, et al. (2011:215-216), terdapat beberapa kriteria yang dapat digunakan untuk melakukan interpretasi hubungan antara variabel. Kriteria tersebut diantaranya:

- a. Apabila nilai R^2 menunjukkan angka 0, maka variabel tidak mempunyai hubungan.
- b. Apabila nilai R^2 mendekati angka satu, maka variabel memiliki hubungan yang semakin kuat.
- c. Apabila nilai R^2 mendekati angka 0, maka variabel memiliki hubungan yang semakin lemah.

- d. Apabila nilai R^2 menunjukkan angka satu, maka variabel memiliki hubungan linier sempurna positif.
- e. Jika nilai R^2 menunjukkan angka -1, maka variabel memiliki hubungan linier sempurna negatif.

Korelasi yang bernilai positif menunjukkan bahwa perubahan terhadap variabel yang satu akan diikuti ke arah yang sama oleh variabel yang lain. Korelasi yang bernilai negatif berarti perubahan pada satu variabel akan diikuti oleh perubahan variabel yang lain ke arah yang berlawanan.

4. Pengujian Hipotesis

Hipotesis adalah pernyataan mengenai populasi yang perlu diuji kebenarannya, sementara pengujian hipotesis adalah prosedur yang didasarkan pada bukti sampel yang dipakai untuk menentukan apakah hipotesis merupakan suatu pernyataan yang wajar dan oleh karenanya tidak ditolak atau hipotesis tersebut tidak wajar dan oleh karena itu harus ditolak (Suharyadi dan Purwanto, 2009:82).

Pengujian hipotesis dapat memberikan dua hasil yakni hipotesis nol (H_0) ditolak dan hipotesis alternatif (H_a) diterima atau sebaliknya dimana hipotesis nol diterima dan hipotesis alternatif ditolak (Suharyadi dan Purwanto, 2009:84). Hipotesis nol menyatakan bahwa variabel independen (X) tidak memiliki pengaruh apa-apa terhadap variabel dependen (Y). Sementara hipotesis alternatif menyatakan bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Hasil pengujian hipotesis dapat dilihat dari beberapa penilaian, yaitu uji F (*goodness of fit*) yang merupakan uji model secara keseluruhan, uji t (uji hipotesis) untuk menunjukkan pengaruh satu variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Berikut ini adalah penjelasan mengenai perhitungan yang perlu dilakukan untuk menguji hipotesis penelitian:

a. Uji F

Uji F dikenal juga dengan uji serentak atau uji model, yaitu pengujian yang dilakukan untuk melihat bagaimanakah pengaruh semua variabel independen secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependen.

Uji F digunakan ketika kita ingin menguji apakah sampel dari dua populasi memiliki varians yang sama dan ketika kita ingin menguji beberapa populasi pada saat bersamaan, analisis perbandingan secara bersamaan ini disebut sebagai *Analysis of Variance* atau ANOVA.

Uji F dapat dilakukan dengan membandingkan F_{hitung} dengan F_{tabel} . Jika F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} , maka hipotesis alternatif diterima dan hipotesis nol ditolak. Batas uji F yang ditetapkan pada umumnya berkisar antara 5-10%. Untuk penelitian ini batas kesalahan yang digunakan untuk uji F adalah sebesar 5%.

Menurut Yamin, et.al. (2011:36-37), pengujian secara keseluruhan dilakukan dengan hipotesis berikut:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0$$

$$H_1 : \text{Minimal terdapat } \beta_1 \neq 0$$

Apabila dari hasil pengujian $F < 0,05$ maka H_0 dapat ditolak, yang berarti bahwa secara bersama-sama variabel arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham.

b. Uji t

Uji t dikenal juga sebagai uji parsial, berfungsi untuk menguji bagaimana pengaruh masing-masing variabel bebas dalam penelitian secara tersendiri/parsial terhadap variabel terikat dalam penelitian.

Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan besar dari t_{hitung} terhadap t_{tabel} atau dengan melihat kolom signifikansi pada masing-masing t_{hitung} . Seperti uji F, besar taraf kesalahan uji t yang digunakan untuk penelitian ini adalah sebesar 5%. Menurut Yamin, et.al. (2011:37-38), uji t mengambil hipotesis sebagai berikut:

$H_0 : \beta_1 = 0$, atau kehadiran variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

$H_1 : \beta_1 \neq 0$, atau kehadiran variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Apabila dari uji t, diperoleh hasil $p\text{-value} < 0,05$, maka kehadiran dari salah satu variabel independen secara terpisah, baik itu arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas atau pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham. Dengan demikian H_0 dapat ditolak.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Data

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Objek yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Peneliti menggunakan aplikasi SPSS 23 untuk pengolahan data.

Data yang digunakan oleh peneliti berupa data sekunder yakni laporan keuangan perusahaan yang menjadi sampel penelitian, yang diperoleh dari situs BEI dan situs resmi masing-masing perusahaan. Teknik pengambilan sampel untuk penelitian ini dilakukan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan tujuan untuk memilih sampel berdasarkan kriteria tertentu yang dibutuhkan. Kriteria yang digunakan untuk penelitian ini adalah:

1. Perusahaan manufaktur mempublikasikan laporan keuangan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir setiap tanggal 31 Desember pada periode pengamatan 2014-2016.
2. Perusahaan tidak menggunakan mata uang asing untuk menghindari terjadinya perbedaan pengukuran.
3. Perusahaan tidak memiliki saldo ekuitas negatif dan membukukan keuntungan selama periode pengamatan berlangsung.

4. Perusahaan memiliki nilai *Economic Value Added* (EVA) yang positif pada periode pengamatan 2014-2016.

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, peneliti memilih 28 perusahaan manufaktur dari periode 2014-2016, sehingga terdapat 84 sampel yang akan diobservasi oleh peneliti. Dari situ, peneliti melakukan uji statistik deskriptif untuk mengetahui karakteristik data yang diteliti. Data deskriptif untuk variabel penelitian ini antara lain jumlah sampel, gejala pemusatan (rata-rata), nilai maksimum, nilai minimum, penyebaran data (deviasi standar) dan varian. Hasil uji dari SPSS dapat dilihat pada tabel IV.1.

Tabel IV.1
Statistik deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EVA	84	19736.93	12567055.42	1685109.33	2552742.43
FCF	84	-17447251	41599763	1660983.73	7834938.47
DER	84	.074	3.029	.7149	.5698
DAR	84	.070	.750	.3638	.1632
NPM	84	.014	.331	.1234	.0696
CG	84	-.105	.467	.1071	.1079
CR	84	.51	10.25	2.8483	1.9560
ROE	84	.03	1.44	.2630	.2877
Valid N (listwise)	84				

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Berdasarkan uji deskriptif, dapat diketahui bahwa total sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 84 sampel. Variabel dependen, yakni nilai pemegang saham diwakili oleh EVA. Nilai minimum sebesar Rp 19.736,93 bersumber dari PT Argha Karya Prima Industry Tbk. pada tahun 2015.

Sementara nilai maksimum sebesar Rp 12.567.055,42 bersumber dari PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. pada tahun 2016. Besar kecilnya nilai EVA

tergantungan pada besar laba dan pengeluaran yang diperlukan untuk biaya modal. Nilai rata-rata EVA sebesar Rp 1.685.109,33 dan standar deviasi sebesar 2.552.742,43.

Nilai minimum FCF (arus kas bebas) sebesar Rp -17.447.251,00 bersumber dari PT Indofood Sukses Makmur Tbk pada tahun 2016, sementara nilai maksimum sebesar Rp 41.599.763 bersumber dari PT Unilever Indonesia Tbk. pada tahun 2016. Besar kecilnya nilai FCF tergantung pada nilai arus kas dari aktivitas operasi dan biaya pengeluaran modal. Besar rata-rata nilai FCF adalah Rp 1.660.983,73 dan standar deviasinya sebesar 7.834.938,47.

Nilai minimum DER (*Debt to Equity Ratio*) sebesar 0,074 bersumber dari PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. pada tahun 2014 dan nilai maksimum sebesar 3,029 bersumber dari PT Multi Bintang Indonesia Tbk. pada tahun 2014. Semakin besar nilai DER berarti semakin besar proporsi utang terhadap ekuitas. Nilai rata-rata DER adalah 0,7149 dan standar deviasinya 0,5698.

Nilai minimum DAR (*Debt to Asset Ratio*) sebesar 0,070 bersumber dari PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. pada tahun 2015 dan nilai maksimum sebesar 0,750 bersumber dari PT Multi Bintang Indonesia Tbk. pada tahun 2014. Semakin besar nilai DAR menunjukkan semakin baik kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya lewat jaminan aset. Nilai rata-rata DAR adalah 0,3638 dan standar deviasinya adalah 0,1632.

Nilai minimum NPM (*Net Profit Margin*) sebesar 0,014 bersumber dari PT Argha Karya Prima Industry Tbk. pada tahun 2015 dan nilai maksimum sebesar

0,331 bersumber dari PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. pada tahun 2014. Semakin besar nilai NPM semakin tinggi kenaikan laba bersih perusahaan dibandingkan periode sebelumnya. Nilai rata-rata NPM adalah 0,1234 dan standar deviasinya adalah 0,0696.

Nilai minimum CG (*Company Growth*) sebesar -0,105 bersumber dari PT Indofood Sukses Makmur Tbk pada tahun 2016 dan nilai maksimum sebesar 0,467 bersumber dari PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. pada tahun 2014. Semakin besar nilai CG semakin tinggi pula persentase pertumbuhan perusahaan dari tahun ke tahun. Nilai rata-rata CG adalah 0,1071 dan standar deviasinya adalah 0,1079.

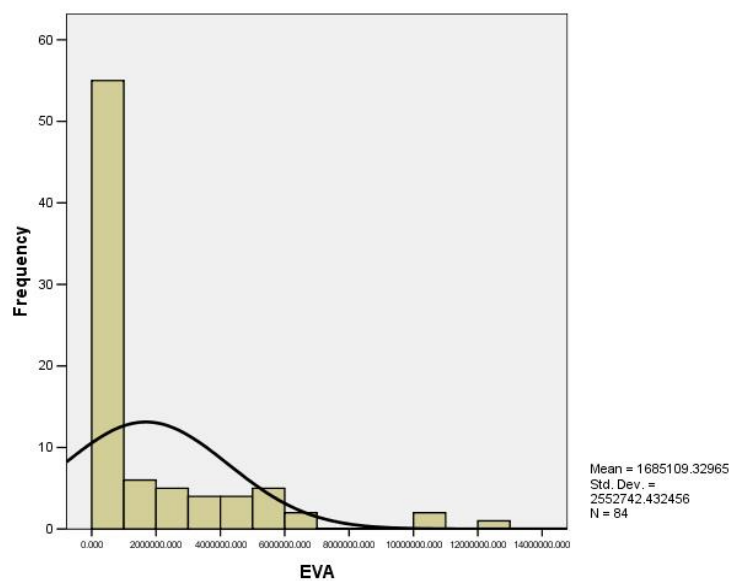
Nilai minimum CR (*current ratio*) sebesar 0,51 bersumber dari PT Multi Bintang Indonesia Tbk. pada tahun 2014 dan nilai maksimum sebesar 10,25 bersumber dari PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. pada tahun 2014. Nilai CR yang besar menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menjaminkan utang lancar yang dimilikinya dengan aset lancarnya. Nilai rata-rata CR adalah 2,8483 dan standar deviasinya adalah 1,9560.

Nilai minimum ROE (*Return on Equity*) sebesar 0,03 bersumber dari PT Argha Karya Prima Industry Tbk. pada tahun 2015 dan nilai maksimum sebesar 1,44 bersumber dari PT Multi Bintang Indonesia Tbk. pada tahun 2014. ROE yang semakin besar menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan ekuitas yang dimilikinya. Semakin besar nilai ROE, semakin besar pula laba perusahaan. Nilai rata-rata dari ROE adalah 0,2630 dan standar deviasinya adalah 0,2877.

Peneliti melakukan uji histogram untuk mengetahui ada tidaknya kemencengan (*skewness*) yang terjadi pada masing-masing variabel. Apabila hal tersebut ditemukan, maka data perlu ditransformasi agar memiliki distribusi yang normal supaya proses pengujian dapat dilanjutkan.

Metode ini disebut sebagai metode *double log*, dimana variabel Y dan X ditransformasikan karena tidak dapat membentuk hubungan linier (Widarjono, 2015:148-149). Kondisi ini umumnya disebabkan karena perbedaan satuan antar variabel. Transformasi dapat dilakukan pada semua variabel dalam penelitian atau dilakukan secara parsial.

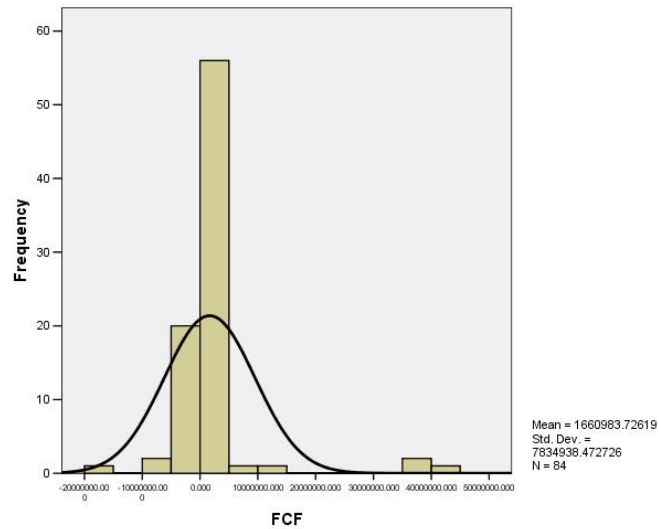
Gambar IV.1
Histogram EVA



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Gambar IV.1 menunjukkan bahwa distribusi data EVA memiliki kemencengan ke kiri yang besar. Oleh karena itu data ditransformasi dengan menggunakan metode logaritma natural (Ln).

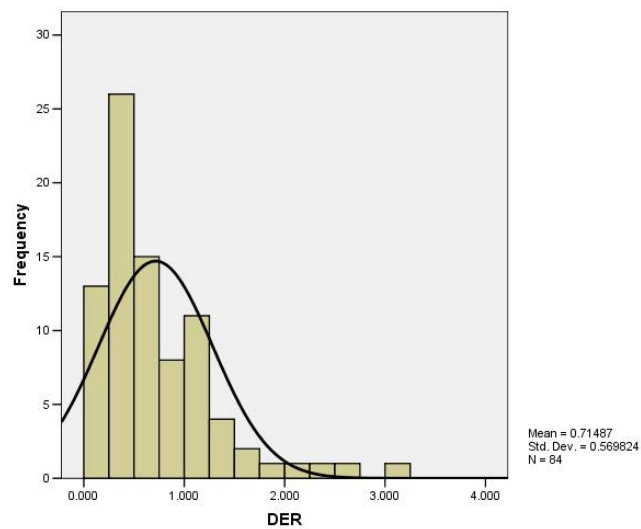
Gambar IV.2
Histogram FCF



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Gambar IV.2 menunjukkan bahwa distribusi data FCF memiliki kemencengan ke kiri yang besar. Oleh karena itu data ditransformasi dengan menggunakan metode logaritma natural (Ln).

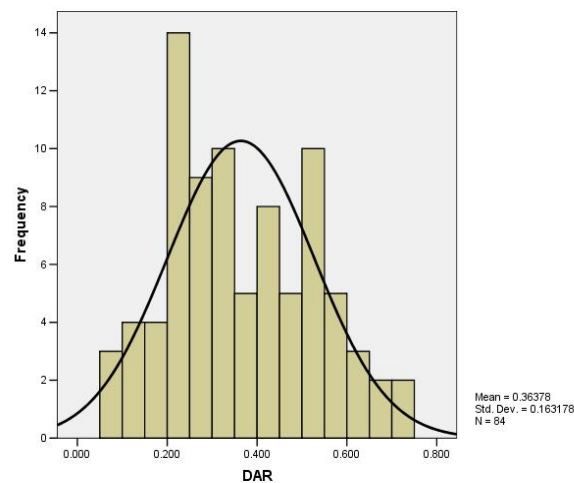
Gambar IV.3
Histogram DER



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Gambar IV.3 menunjukkan bahwa distribusi data DER memiliki kemencengan ke kiri. Oleh karena itu data ditransformasi dengan menggunakan metode logaritma natural (Ln).

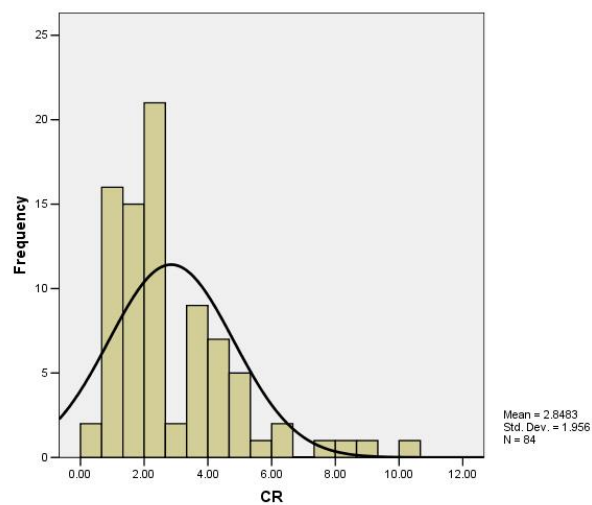
Gambar IV.4
Histogram DAR



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Gambar IV.4 menunjukkan bahwa distribusi data DAR bersifat normal. Oleh karena itu data tidak memerlukan proses transformasi tertentu.

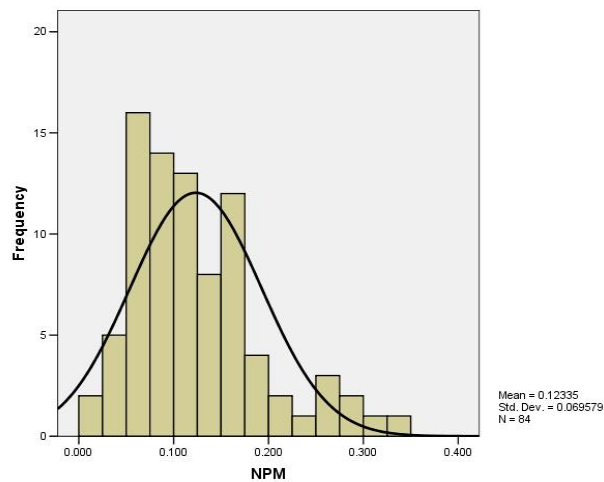
Gambar IV.5
Histogram CR



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Gambar IV.5 menunjukkan bahwa distribusi data *Current Ratio* (CR) memiliki kemencengan ke kiri. Oleh karena itu data ditransformasi dengan menggunakan metode logaritma natural (Ln).

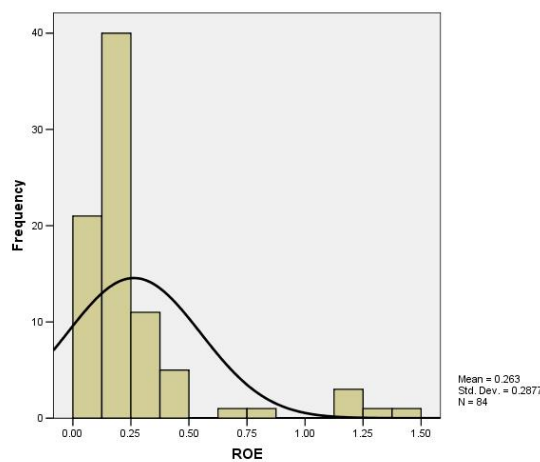
Gambar IV.6
Histogram NPM



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Gambar IV.6 menunjukkan bahwa distribusi data *Net Profit Margin* (NPM) memiliki kemencengan ke kiri. Oleh karena itu data ditransformasi dengan menggunakan metode logaritma natural (Ln).

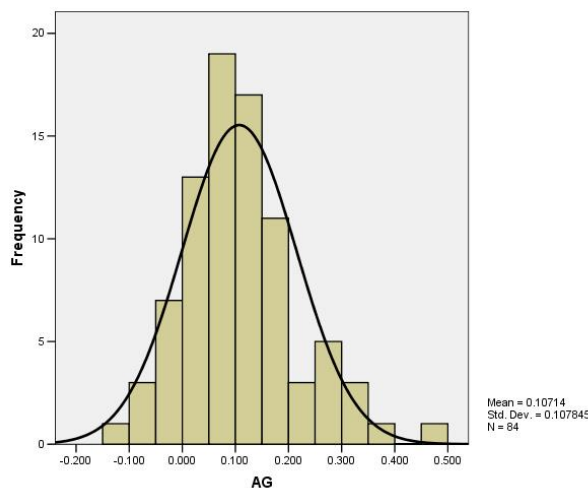
Gambar IV.7
Histogram ROE



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Gambar IV.7 menunjukkan bahwa distribusi data ROE memiliki kemencengan ke kiri yang besar. Oleh karena itu data ditransformasi dengan menggunakan metode logaritma natural (Ln).

Gambar IV.8
Histogram AG



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Gambar IV.8 menunjukkan bahwa distribusi data *Asset Growth* (AG) bersifat normal. Oleh karena itu data tidak memerlukan proses transformasi tertentu.

B. Analisis Faktor

Keputusan pendanaan dan profitabilitas diukur oleh masing-masing tiga dan dua proksi. Kelima proksi ini tidak dapat diuji secara bersamaan karena berpotensi menimbulkan masalah korelasi (Lin dan Zhilin, 2008). Alasannya karena keputusan pendanaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sehingga berpotensi menimbulkan masalah korelasi pada saat pengujian. Oleh karena itu, peneliti perlu mengelompokkan kelima proksi tersebut kedalam variabel umum untuk memperoleh hasil yang akurat dan menggunakan nilai yang tercipta untuk analisis regresi.

Dari analisis faktor yang dijalankan pada program SPSS, peneliti menemukan bahwa hasil nilai uji KMO *Measure of Sampling Adequacy* sebesar 0,604 yang berarti telah lolos dari batas nilai signifikansi sebesar 0,50. Sedangkan hasil dari uji Bartlett sebesar 498,594 sehingga data dikatakan lolos dari batas nilai signifikansi yakni 0,05. Hal tersebut dapat dilihat pada tabel IV.2.

Tabel IV.2
Uji KMO-MSA dan uji Bartlett

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.604
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	498.594
	df	10
	Sig.	.000

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Tahap selanjutnya yang dilakukan peneliti adalah memeriksa nilai *communalities* individual dari masing-masing variabel. Nilai tersebut menjelaskan seberapa besar masing-masing variabel dapat menjelaskan sebuah faktor. Besar persentase pengaruh dapat dilihat pada tabel *communalities* pada bagian *extraction*.

Pengujian yang dilakukan peneliti menunjukkan bahwa kelima variabel memiliki pengaruh masing-masing diatas 50% terhadap faktor, yakni DER sebesar 97,0%, DAR sebesar 94,4%, *net profit margin* sebesar 93,8%, *current ratio* sebesar 82,8% dan ROE sebesar 94,2%. Hasilnya dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel IV.3
Nilai *communalities*

	Initial	Extraction
DER	1.000	.970
DAR	1.000	.944
NPM	1.000	.938

CR	1.000	.828
ROE	1.000	.942
Extraction Method: Principal Component Analysis.		

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Berikutnya peneliti memeriksa tabel *Total Variance Explained*, yang menunjukkan jumlah variabel umum yang dapat terbentuk. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat dua variabel umum yang dapat dibentuk lewat kelima proksi yang diuji. Kedua variabel ini yang akan dikelompokkan kedalam variabel keputusan pendanaan dan profitabilitas. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel IV.4.

Tabel IV.4
Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.882	57.633	57.633	2.866	57.324	57.324
2	1.740	34.810	92.443	1.756	35.118	92.443
3	.246	4.913	97.356			
4	.118	2.364	99.719			
5	.014	.281	100.000			
Extraction Method: Principal Component Analysis.						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Penentuan variabel umum diperoleh dari kolom *initial eigenvalues*. Untuk membentuk variabel umum dibutuhkan nilai yang lebih besar dari nilai *eigenvalues* sebesar satu. Berdasarkan pengujian ini, peneliti memperoleh dua variabel umum yang masing-masing menjadi keputusan pendanaan dan profitabilitas perusahaan.

Menurut tabel *rotated component matrix*, variabel satu yakni keputusan pendanaan dibentuk dari DER (dengan skor 0,983), DAR (dengan skor 0,966) dan

current ratio (dengan skor 0,905). Sementara itu variabel yang kedua, yakni profitabilitas terbentuk dari *net profit margin* (dengan skor 0,965) dan ROE (dengan skor 0,886). Hasil tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel IV.5
Tabel *Rotated Component Matrix*

	Component	
	1	2
DER	.983	.065
DAR	.966	.102
CR	-.905	-.094
ROE	.102	.965
NPM	-.390	.886
Extraction Method: Principal Component Analysis.		
a 2 components extracted.		

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Melalui pengujian analisis faktor peneliti memperoleh dua variabel umum, yakni keputusan pendanaan (*financing decision*/FD) dan profitabilitas (*profitability*/Pr). Sehingga penelitian dapat berlanjut pada pengujian asumsi klasik atas sampel.

C. Pengujian Hipotesis

1. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi linier yang digunakan dalam penelitian dapat dipertanggungjawabkan. Pengujian asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heterokedastisitas, dan uji autokorelasi. Data-data yang digunakan perlu melewati keempat pengujian tersebut untuk dapat dikatakan layak digunakan sebagai bahan penelitian.

a. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk memastikan bahwa data yang digunakan untuk model regresi memiliki persebaran yang normal. Untuk melakukan uji normalitas dibutuhkan paling tidak lebih dari 30 data untuk memastikan keabsahan hasil pengujian tersebut.

Normalitas persebaran data dapat mempengaruhi signifikan atau tidaknya hasil pengujian variabel pada model regresi. Terdapat sejumlah cara untuk melakukan uji normalitas, seperti metode *chi square*, uji *liliefors*, uji histogram metode *P Plot of Regression Standardized Residual*, uji *Kolmogorov-Smirnov* dan uji *Shapiro-Wilk*. Penelitian ini menggunakan uji *liliefors*, histogram dan uji *P Plot*.

Sebelumnya, peneliti melakukan uji *outlier* untuk mengetahui data yang berpotensi menimbulkan distribusi tidak normal. Hal tersebut dapat diketahui dengan pengujian *casewise diagnostics*. Pengujian ini memilih sampel-sampel yang memiliki nilai standar residu yang lebih besar dari 2,5 dan lebih kecil dari 2,5. Pemisahan sampel *outlier* dilakukan untuk mencegah terjadinya bias pada data yang berakibat pada kegagalan pengujian. Hasil pengujian *casewise diagnostics* dapat dilihat pada tabel IV.6.

Tabel IV.6
Tabel *Casewise Diagnostics*

Case Number	Std. Residual	EVA	Predicted Value	Residual
5	2.690	15.556	13.28206	2.27360
17	3.351	16.148	12.11956	4.02846
21	2.679	15.196	12.93107	2.26444
64	-2.526	10.501	13.53797	-3.03677

76	2.746	15.195	11.15307	4.28980
78	2.753	15.323	13.11789	4.15045
80	-2.545	9.890	12.94931	-3.05906
a Dependent Variable: EVA				

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Uji *outlier* menunjukkan sampel dari PT Gudang Garam Tbk. pada tahun 2015, PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. pada tahun 2015, PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk. pada tahun 2016, PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. pada tahun 2014, PT Indofood Sukses Makmur Tbk. pada tahun 2014 dan 2016, serta PT Argha Karya Prima Industry Tbk. pada tahun 2015. Sampel-sampel tersebut menunjukkan nilai yang ekstrim sehingga harus dikeluarkan dari perhitungan.

Sebagai konsekuensi dari kondisi tersebut, peneliti perlu menghapus data dari keenam sampel tersebut. Kondisi tersebut mengurangi jumlah perusahaan yang diobservasi menjadi 22 perusahaan dengan jumlah sampel sebanyak 66 sampel. Setelah uji *outlier* selesai dilaksanakan, peneliti dapat melakukan uji normalitas atas sampel yang ada.

Untuk membuktikan normalitas data, peneliti melakukan uji *liliefors* dengan tingkat kepercayaan sebesar 5% (0,05). Apabila dari pengujian tersebut diperoleh nilai signifikansi lebih dari 0,05, maka distribusi data dikatakan normal, sebaliknya bila nilai signifikansi yang diperoleh kurang dari 0,05 maka distribusi data tidak normal. Hasil pengujian dari data penelitian dengan metode tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel IV.7
Uji *lilliefors*

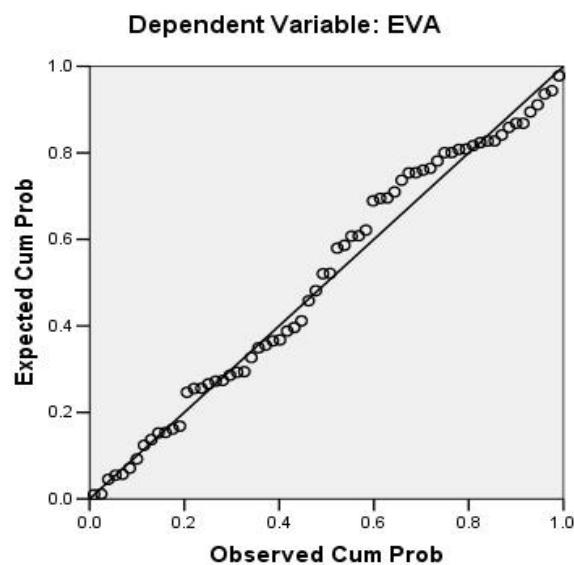
	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	.104	66	.075	.976	66	.238
a Lilliefors Significance Correction						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa nilai uji *Kolmogorov-Smirnov* memiliki signifikansi sebesar 0,075 dan uji *Shapiro-Wilk* sebesar 0,238. Kedua pengujian tersebut sama-sama memiliki nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05, sehingga distribusi data dikatakan normal.

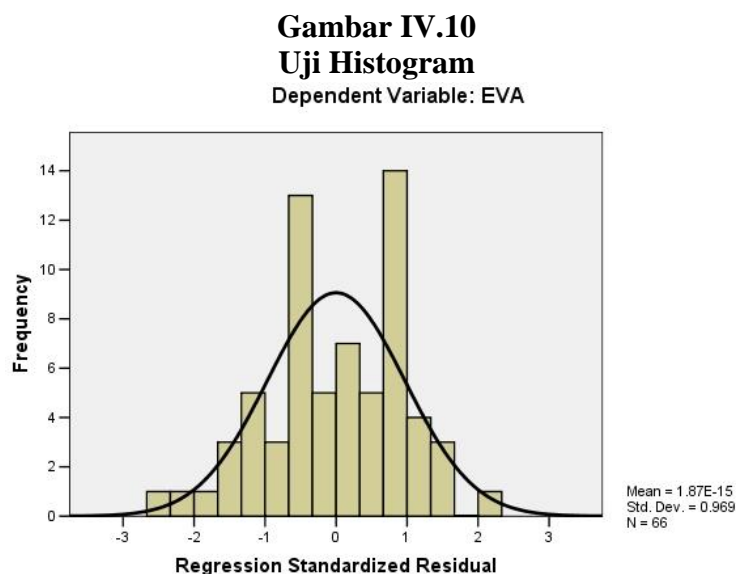
Peneliti juga melakukan pengujian dengan grafik histogram dan uji P-Plot pada SPSS untuk memastikan kenormalan distribusi data. Hasil dari uji P-Plot menunjukkan bahwa sebaran data mengikuti garis diagonal dan mengikuti arah garis tersebut ke atas.

Gambar IV.9
Uji P-Plot



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Hasil dari uji histogram menunjukkan bahwa persebaran sampel sebagian besar mengikuti bentuk kurva normal dan tidak menunjukkan kemencengan ke arah kiri atau kanan yang berlebih. Hal tersebut membuktikan bahwa data memiliki distribusi yang normal.



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

b. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dilakukan untuk menguji apakah terdapat kesamaan varians dari residual observasi yang satu dengan yang lain. Kesamaan varians residual disebut sebagai homokedastisitas dan perbedaan varians residual disebut sebagai heterokedastisitas. Pada model regresi diharapkan tidak terjadi heterokedastisitas.

Terjadinya heterokedastisitas dapat mengganggu efisiensi dan akurasi dari model regresi linier berganda yang digunakan dalam penelitian. Hal ini dikarenakan timbulnya kesulitan untuk mengukur standar deviasi yang sebenarnya sehingga tingkat kepercayaan atas model regresi linier berganda

menurun. Terdapat beberapa metode yang dapat digunakan untuk melakukan uji multikolinieritas, yakni uji *glejser*, uji koefisien korelasi *Spearman*, uji pola *scatterplots*. Peneliti menggunakan uji *glejser* untuk membuktikan tidak terjadi masalah heterokedastisitas pada data.

Tabel IV.8
Uji *glejser*

Coefficients(a)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.757	.424		1.787	.079
	FCF	-.012	.066	-.023	-.175	.861
	FD	.049	.052	.125	.940	.351
	Pr	-.038	.052	-.096	-.726	.471
	CG	-.599	.485	-.164	-1.236	.221
a Dependent Variable: RES_2						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Hasil uji *glejser* menunjukkan tidak adanya kesamaan varians dari residual variabel. Semua hasil menunjukkan nilai yang lebih besar dari 5% (0,05). FCF memiliki nilai 86,1% (0,861), FD memiliki nilai 35,1% (0,351), Pr memiliki nilai 47,1% (0,471) dan CG bernilai 22,1% (0,221).

c. Uji Autokorelasi

Pengujian tahap berikutnya adalah uji autokorelasi. Pengujian ini berfungsi untuk mengetahui adanya korelasi dari masing-masing variabel. Masalah autokorelasi muncul disebabkan oleh penelitian yang dilakukan secara berurutan berkaitan satu dengan yang lainnya.

Untuk pengujian autokorelasi, penelitian menggunakan uji *Durbin-Watson* (DW Test). Nilai DW perlu lebih besar nilai DW tabel atas (DU) dan nilai DU sendiri perlu lebih kecil dari nilai 4-DW, untuk dapat dikatakan

tidak terjadi masalah autokorelasi. Berikut adalah hasil dari pengujian oleh peneliti.

Tabel IV.9
Uji Durbin-Watson

Model Summary(b)					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.806(a)	.649	.626	.758935	1.761
a Predictors: (Constant), CG, FCF, Pr, FD					
b Dependent Variable: EVA					

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Hasil dari uji *Durbin-Watson* menunjukkan bahwa D hitung memiliki nilai yang lebih besar D batas atas (DU), yakni sebesar 1,761 terhadap DU sebesar 1,697. Hal ini membuktikan bahwa tidak terdapat autokorelasi positif pada data. Autokorelasi negatif juga tidak ditemukan karena nilai dari DU lebih besar dari 4-DW ($4 - 1,761 = 2,239 > 1,697$). Dengan demikian data terbukti bebas dari masalah autokorelasi.

d. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi diantara variabel-variabel independen yang digunakan dalam suatu penelitian. Model regresi yang baik tidak memiliki korelasi yang besar antar variabel independen.

Keberadaan korelasi antara variabel independen dapat dilihat pada nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Apabila nilai *tolerance* lebih besar dari 10% (0,10) maka tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen, sebaliknya bila nilai *tolerance* lebih kecil dari angka tersebut maka terjadi multikolinieritas antar variabel independen.

Sementara itu gejala multikolinieritas pada VIF dapat ditemukan apabila nilai VIF menunjukkan angka yang lebih besar dari 10. Berikut adalah hasil pengujian multikolinieritas yang dilakukan oleh peneliti.

Tabel IV.10
Uji multikolinieritas

Coefficients(a)			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FCF	.891	1.122
	FD	.892	1.121
	Pr	.904	1.107
	CG	.900	1.111
a Dependent Variable: EVA			

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Berdasarkan tabel IV.10, dapat diketahui bahwa FCF memiliki nilai *tolerance* sebesar 0,891, FD sebesar 0,892, Pr sebesar 0,904 dan CG sebesar 0,900. Keempat variabel tersebut memiliki tingkat toleransi diatas 0,10 (10%).

Terkait nilai VIF, FCF memiliki nilai sebesar 1,122, FD sebesar 1,121, Pr sebesar 1,107 dan CG sebesar 1,111. Semua variabel memiliki nilai VIF kurang dari 10. Dengan demikian data telah berhasil melewati uji multikolinieritas tanpa ditemukan masalah.

2. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji R^2 menunjukkan persentase besar kemampuan dari variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. Nilai dari R^2 berada diantara nol hingga satu (100%). Semakin besar nilai R^2 dapat diartikan bahwa variabel independen yang ada memiliki kemampuan yang besar dalam

menjelaskan variabel dependen. Hasil pengujian peneliti disajikan pada tabel IV.11.

Tabel IV.11
Uji Koefisien Determinasi

Model Summary(b)				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.806(a)	.649	.626	.758935
a Predictors: (Constant), CG, FCF, Pr, FD				
b Dependent Variable: EVA				

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Berdasarkan tabel IV.11, nilai *adjusted R Square* adalah sebesar 0,626 atau 62,6%. Angka ini berarti, keempat variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini, yakni arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan; berpengaruh sebesar 62,6% terhadap nilai pemegang saham. Sementara itu 37,4% lainnya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini.

Angka *Std. Error of the Estimate* (SEE) sebesar 0,758935, merupakan besarnya tingkat kesalahan dalam prediksi nilai pemegang saham. Dengan tingkat kesalahan yang relatif kecil dan pengaruh yang terbukti, maka model regresi dikatakan layak untuk digunakan dalam penelitian ini.

3. Uji Hipotesis

a. Model Regresi Linier Berganda

Setelah memenuhi persyaratan dari uji asumsi klasik, peneliti dapat menguji pengaruh dari variabel dependen terhadap variabel independen melalui regresi. Berikut ini adalah persamaan yang dihasilkan dari data yang digunakan peneliti.

Tabel IV.12
Uji Regresi

Coefficients(a)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6.005	.808		7.430	.000
	FCF	1.109	.125	.710	8.842	.000
	FD	-.045	.100	-.036	-.448	.656
	Pr	.307	.099	.248	3.104	.003
	CG	.299	.925	.026	.323	.748

a Dependent Variable: EVA

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Berdasarkan angka yang diperoleh dari tabel maka model regresi dapat dijabarkan sebagai berikut:

$$\text{LnEVA}_{it} = 6,005 + 1,109 \text{ LnFCF}_{it} - 0,45 \text{ FD}_{it} + 0,307 \text{ Pr}_{it} + 0,299 \text{ CG}_{it} + e$$

Keterangan:

LnEVA : *Economic Value Added* (Nilai Pemegang Saham)

LnFCF : *Free Cash Flow* (Arus Kas Bebas)

FD : *Financing Decision* (Keputusan Pendanaan)

Pr : *Profitability* (Profitabilitas)

CG : *Company Growth* (Pertumbuhan Perusahaan)

e : *error*

it : Industri dan Tahun

Konstanta (a) sebesar 6,005 berarti jika variabel independen dalam penelitian ini, yaitu: arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan; dalam model regresi bernilai konstan (nol), variabel dependen yakni nilai pemegang saham akan mengalami kenaikan sebesar 6,005.

Koefisien regresi arus kas bebas bernilai 1,109. Hal ini berarti jika semua variabel lain bernilai tetap, sementara arus kas bebas mengalami peningkatan nilai sebesar satu, maka akan direspon oleh nilai pemegang saham dengan kenaikan sebesar 1,109.

Koefisien regresi keputusan pendanaan memiliki nilai -0,45. Hal ini berarti jika semua variabel lain bernilai tetap, sementara keputusan pendanaan mengalami peningkatan nilai sebesar satu, maka akan direspon oleh nilai pemegang saham dengan penurunan sebesar 0,45.

Koefisien regresi profitabilitas bernilai 0,307. Hal ini berarti jika semua variabel lain bernilai tetap, sementara profitabilitas mengalami peningkatan nilai sebesar satu, maka akan direspon oleh nilai pemegang saham dengan kenaikan sebesar 0,307.

Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan bernilai 0,299. Hal ini berarti jika semua variabel lain bernilai tetap, sementara pertumbuhan perusahaan meningkat nilainya sebesar satu, maka akan direspon oleh nilai pemegang saham dengan kenaikan sebesar 0,299.

b. Uji F

Uji F dilakukan untuk membuktikan bahwa arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan; memiliki pengaruh secara simultan terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2016. Peneliti menguji apakah nilai dari F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} dan membuktikan signifikansi dibawah 5% (0,05). Hasil dari uji F terdapat pada tabel IV.13.

Tabel IV.13
Uji F

ANOVA(b)						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	65.004	4	16.251	28.214	.000(a)
	Residual	35.135	61	.576		
	Total	100.138	65			
a Predictors: (Constant), CG, FCF, Pr, FD						
b Dependent Variable: EVA						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Hasil uji F menunjukkan bahwa F_{hitung} sebesar 28,214. Angka tersebut lebih besar dari F_{tabel} yakni 2,51. Sementara itu tingkat signifikansi menunjukkan angka 0,000 sehingga lebih kecil dari 0,05. Hasil pengujian membuktikan bahwa arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh secara simultan terhadap nilai pemegang saham perusahaan manufaktur periode 2014-2016.

c. Uji t

Uji t atau uji parsial dilakukan oleh peneliti untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Uji t dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} terhadap t_{tabel} dan melihat nilai signifikansi dari masing-masing variabel yang memiliki batas nilai 5% (0,05).

Nilai t_{tabel} sendiri diketahui dengan melihat pada tabel uji t. Peneliti mengurangi jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian terhadap jumlah variabel penelitian ($n-k = 66 - 4 = 62$) dan melihat nilai pada kolom dengan signifikansi 0,05. Hasilnya diketahui bahwa t_{tabel} bernilai sebesar 1,6698. Hasil dari uji t disajikan pada tabel berikut ini.

Tabel IV.14
Uji t

Coefficients(a)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6.005	.808		7.430	.000
	FCF	1.109	.125	.710	8.842	.000
	FD	-.045	.100	-.036	-.448	.656
	Pr	.307	.099	.248	3.104	.003
	CG	.299	.925	.026	.323	.748

a Dependent Variable: EVA

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Berikut adalah penjelasan hasil dari uji t:

- 1) **Arus Kas Bebas (FCF)** memiliki nilai t_{hitung} sebesar 8,842, lebih besar dibanding t_{tabel} sebesar 1,6698 dan nilai signifikansi sebesar 0,000 sehingga lebih kecil dari 0,05. Berdasarkan nilai signifikansi dan koefisien positif 1,109, arus kas bebas memiliki pengaruh positif yang terhadap nilai pemegang saham.
- 2) **Keputusan Pendanaan (FD)** memiliki nilai t_{hitung} sebesar -0,448, lebih kecil dibanding t_{tabel} sebesar 1,6698 dan nilai signifikansi sebesar 0,656 sehingga lebih besar dari 0,05. Berdasarkan nilai signifikansi dan koefisien negatif -0,45, keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham.
- 3) **Profitabilitas (Pr)** memiliki nilai t_{hitung} sebesar 3,104, lebih besar dibanding t_{tabel} sebesar 1,6698 dan nilai signifikansi sebesar 0,003 sehingga lebih kecil dari 0,05. Berdasarkan nilai signifikansi dan koefisien

positif 0,307, profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham.

- 4) **Pertumbuhan Perusahaan (CG)** memiliki nilai t_{hitung} sebesar 0,323, lebih kecil dibanding t_{tabel} sebesar 1,6698 dan nilai signifikansi sebesar 0,748 sehingga lebih besar dari 0,05. Berdasarkan nilai signifikansi dan koefisien positif 0,299, pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham.

D. Pembahasan Hasil Penelitian

1. Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham

Arus kas bebas terbukti memiliki pengaruh positif yang signifikan dalam penelitian ini. Hal ini terbukti dari koefisien regresinya yang bernilai positif sebesar 1,109, nilai signifikansi dibawah 0,05 dan nilai t_{hitung} yang lebih besar dibandingkan dengan t_{tabel} ($8,842 > 1,6698$).

Arus kas bebas tercipta dari selisih antara arus kas yang dihasilkan oleh aktivitas operasi terhadap pengeluaran modal perusahaan pada suatu periode. Periode penelitian yang diambil oleh peneliti, yakni 2014-2016 menunjukkan bahwa cukup banyak perusahaan manufaktur yang memiliki nilai arus kas bebas. Hal ini dimungkinkan bila sebuah perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga memastikan adanya pemasukan dari aktivitas operasi.

Sementara itu, pengeluaran modal tercipta dari dorongan manager untuk melakukan investasi yang diharapkan dapat memperluas skala dan keuntungan perusahaan. Namun investasi ini dapat direspon negatif oleh pemegang saham. Hal ini karena pemegang saham tidak ingin dana mereka

tersimpan terlalu lama pada satu wadah, dalam hal ini perusahaan. Mereka menginginkan agar dana yang mereka tanamkan bisa dialirkan kembali kepada mereka dalam bentuk dividen.

Arus kas bebas yang tinggi menunjukkan bahwa manajer cenderung membatasi diri dalam menggunakan kelebihan dana yang mereka miliki. Hal ini berarti ada kesempatan lebih besar bagi pemegang saham untuk memperoleh dana yang berlebih tersebut dalam bentuk dividen, laba ditahan dan lain-lain; karena pemegang saham memiliki tanggung jawab untuk memprioritaskan kepentingan mereka.

Arus kas bebas yang tinggi juga merupakan pertanda kinerja yang baik dari sebuah perusahaan. Kondisi ini berarti, perusahaan memiliki manajemen yang mampu meningkatkan pemasukan dana dari aktivitas operasional mereka dan juga memiliki fleksibilitas yang lebih tinggi untuk menggunakan kelebihan dana yang dimilikinya. Hal tersebut juga direspon positif oleh para pemegang saham.

Terkait dengan teori agensi, keberadaan arus kas bebas memiliki potensi menciptakan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Hal tersebut dapat dihindari selama manajer menempatkan kepentingan pemegang saham sebagai prioritas yang perlu dipenuhi. Konflik kepentingan dapat dicegah selama baik itu manajer maupun pemegang saham memiliki visi yang sama yang hendak dicapai.

Dalam penelitian ini, pengaruh positif arus kas bebas dapat diartikan bahwa manajer perusahaan dapat memenuhi kepentingan pemegang saham

dengan baik, yang berarti potensi konflik kepentingan akibat arus kas bebas pada perusahaan-perusahaan manufaktur dalam periode 2014-2016 cenderung rendah atau dapat dihindari.

Hasil observasi yang dilakukan peneliti menunjukkan bahwa banyak perusahaan manufaktur pada periode 2014-2016 memiliki arus kas bebas yang bernilai positif. Meski demikian, tidak semua hasil arus kas bebas dari penelitian ini memiliki nilai positif. Sejumlah perusahaan memiliki biaya pengeluaran modal yang cukup besar sehingga tak dapat ditutupi oleh arus kas yang dihasilkan oleh aktivitas operasi perusahaan.

Hasil yang ditemukan dari pengujian ini sama dengan temuan yang dihasilkan oleh Wardani dan Siregar (2009) yang juga menyatakan bahwa arus kas bebas memberikan pengaruh positif dan signifikan. Tetapi disaat yang sama hasil ini juga berbeda dengan temuan dari Arieska dan Gunawan (2011) yang menyatakan bahwa arus kas bebas pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Sasongko et.al. (2012) juga memberikan hasil yang berbeda, yakni arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Perbedaan hasil ini dapat dijelaskan karena perbedaan waktu penelitian antara peneliti dengan Arieska dan Gunawan. Peneliti melakukan penelitian pada periode 2014-2016 sementara Arieska dan Gunawan melakukan penelitian pada periode 2005-2009 dan Sasongko et. al melakukan penelitian pada periode 2003-2010.

Perusahaan-perusahaan yang diteliti dapat mengalami kenaikan atau penurunan kinerja pada periode yang berbeda tergantung pada geliat pasar dan intensitas kegiatannya pada saat tersebut. Selain itu peneliti melakukan penelitian atas perusahaan manufaktur, sementara Sasongko et. al. meneliti perusahaan non-keuangan. Kegiatan bidang usaha yang berbeda dapat turut mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan.

Dari hasil yang ditemukan peneliti, dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi cenderung dapat meningkatkan nilai pemegang sahamnya. Hal ini disebabkan karena semakin besar pula potensi kas yang dialirkan kepada pemegang saham, sehingga hal tersebut akan semakin menguntungkan bagi mereka.

2. Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Keputusan pendanaan terbukti memiliki pengaruh yang tidak signifikan dalam penelitian ini. Hal ini terbukti dari koefisien regresinya yang bernilai positif sebesar 0,656, nilai signifikansi diatas 0,05 dan nilai t_{hitung} yang lebih kecil dibandingkan dengan t_{tabel} ($-0,448 < 1,6698$).

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini adalah terkait kecenderungan manajer perusahaan untuk menggunakan modal yang bersumber dari pihak eksternal, yakni utang. Penggunaan utang berpotensi menjadi pedang bermata dua bagi sebuah perusahaan. Apabila perusahaan mampu menggunakan utang untuk meningkatkan kinerjanya dan memiliki cukup aset untuk menjamin pembayaran utang, maka penggunaan utang berdampak positif.

Akan tetapi penggunaan utang yang terlalu besar juga memiliki risiko yang cukup berbahaya bagi kelangsungan hidup perusahaan. Ada kalanya dimana perusahaan tidak mampu menggunakan dana yang dipinjam tersebut dengan baik, karena kurang cakupnya manajer atau karena kondisi ekonomi yang kurang baik sehingga menurunkan kinerja. Kondisi tersebut berpotensi menimbulkan risiko gagal bayar.

Manajer perusahaan perlu memiliki strategi pendanaan yang baik agar dapat menghindari risiko yang timbul akibat penggunaan utang dan di saat yang sama tidak terbebani dengan penggunaan modal sendiri yang terlalu besar. Apabila manajer tak dapat melakukan hal tersebut, sentimen dari pemegang saham pun akan menjadi buruk.

Pemegang saham tentunya berinvestasi dengan harapan untuk memperoleh keuntungan dari kegiatan perusahaan. Manajer memiliki tanggung jawab yang patut dipenuhi kepada pemegang saham yang merupakan salah satu *shareholder*. Manajer perlu mempertimbangkan bahwa risiko yang diambilnya juga akan ditanggung oleh para pemegang saham yang mempercayakan dana mereka kepadanya.

Terkait teori agensi, keputusan pendanaan diharapkan dapat meminimalisir potensi konflik kepentingan dengan cara menambah jumlah utang yang digunakan perusahaan. Hal ini akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan untuk menghindari potensi risiko seperti kegagalan pembayaran utang. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan-perusahaan yang diobservasi tidak

memberikan dampak yang besar terhadap potensi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Peningkatan penggunaan utang dapat menurunkan nilai pemegang saham apabila rasio jumlah utang terhadap jumlah modal terlalu besar, karena turut meningkatkan potensi risiko gagal bayar. Hasil observasi yang dilakukan oleh peneliti menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan tidak menggunakan utang dalam jumlah yang secara proporsional terlalu besar dibandingkan dengan ekuitas meskipun beberapa menjadikannya sumber pendanaan yang lebih besar dari ekuitas sendiri.

Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang diobservasi cenderung mempraktikkan kehati-hatian dan menghindari risiko gagal bayar. Oleh karena itu, keputusan pendanaan juga tidak dapat memberikan pengaruh yang terlalu besar terhadap peningkatan atau penurunan nilai pemegang saham.

Temuan dari peneliti sejalan dengan hasil temuan dari Arieska dan Gunawan (2011) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hasil ini bertentangan dengan yang ditemukan oleh Lin dan Zhilin (2008) dan Sasongko, et.al. (2012) Mereka menemukan bahwa keputusan pendanaan (struktur modal) memiliki pengaruh signifikan yang positif.

Perbedaan temuan ini dapat dijelaskan dari perbedaan lokasi, periode dan jenis perusahaan yang diobservasi peneliti bila dibandingkan dengan Lin dan Zhilin. Peneliti mengobservasi perusahaan-perusahaan manufaktur di

Indonesia yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016. Sementara itu Lin dan Zhilin mengobservasi perusahaan-perusahaan China yang terdaftar di bursa efek Shenzhen dan Shanghai.

Penjelasan lainnya adalah karena perusahaan-perusahaan yang diobservasi Lin dan Zhilin memiliki proporsi ekuitas yang lebih besar dibanding utang. Hal ini juga mereka sampaikan dalam temuan mereka, dimana perusahaan dengan rasio utang yang tinggi akan membuat investor berhati-hati sebelum menanamkan modalnya, karena potensi risiko yang lebih besar turut menyertai.

Sementara itu perbedaan hasil temuan dengan Sasongko et. al. bisa disebabkan karena perbedaan jenis perusahaan yang diobservasi dan perbedaan waktu periode observasi. Perusahaan pada bidang yang berbeda memiliki persepsi investor yang berbeda pula terkait penggunaan utang. Beberapa investor merasa bahwa penggunaan utang justru dapat mengendalikan potensi konflik agensi dengan manajer yang dapat menimbulkan biaya agensi.

Dari hasil yang ditemukan peneliti, keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham apabila tidak ada kecenderungan dimana rasio utang atau rasio ekuitas memiliki nilai lebih besar, sehingga mempengaruhi penilaian pemegang saham atas tingkat risiko berinvestasi pada suatu perusahaan.

3. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Pemegang Saham

Profitabilitas terbukti memiliki pengaruh positif yang signifikan dalam penelitian ini. Hal ini terbukti dari koefisien regresinya yang bernilai positif

sebesar 0,307, nilai signifikansi dibawah 0,05 dan nilai t_{hitung} yang lebih besar dibandingkan dengan t_{tabel} ($3,104 < 1,6698$).

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada suatu periode. Perusahaan dengan kemampuan menghasilkan laba yang tinggi menunjukkan kinerja yang baik dan potensi kegagalan yang lebih kecil. Hal ini menjadi patokan utama bagi seorang pemegang saham dalam menentukan di perusahaan mana ia hendak berinvestasi.

Pemegang saham akan memilih perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi, karena mereka percaya bahwa manajemen perusahaan tersebut dapat menggunakan modal yang diinvestasikan dengan baik dan memberikan keuntungan yang memuaskan dari penggunaan modal tersebut.

Profitabilitas yang tinggi juga berguna untuk menutupi berbagai pengeluaran biaya yang harus dilakukan oleh perusahaan saat melakukan penjualan. Pada saat melakukan penjualan, perusahaan harus membayarkan sejumlah biaya seperti harga pokok penjualan (HPP), beban operasional dan beban pajak. Apabila laba yang dihasilkan tidak cukup besar, maka perusahaan justru akan mengalami kerugian.

Hasil observasi dari peneliti menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan dapat menutupi berbagai pengeluaran yang dilakukan perusahaan dan menambahkan nilai pemegang saham. Hal ini dikarenakan modal yang telah mereka investasikan dapat digunakan dengan baik oleh manajer untuk menghasilkan *return* (dividen, modal ditahan, *gain*) yang akan semakin memperkaya para pemegang saham tersebut.

Kondisi tersebut dapat dijelaskan melalui teori *stakeholder*, yakni bahwa manajer perusahaan memiliki tanggung jawab untuk memenuhi kepentingan *stakeholder*, dalam hal ini pemegang saham. Dengan menghasilkan laba bagi perusahaan, manajer telah memenuhi kepercayaan pemegang saham atas dana yang mereka tempatkan pada perusahaan tersebut. Kondisi tersebut dapat meningkatkan nilai pemegang saham.

Temuan ini sejalan dengan yang dihasilkan oleh Lin dan Zhilin (2008) dan Fitriasari (2011). Mereka juga menemukan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Berdasarkan temuan peneliti, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham, karena menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan modal yang telah ditanamkan pemegang saham dengan baik dan mampu menutupi segala pengeluaran yang terjadi saat melakukan penjualan.

4. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Pertumbuhan perusahaan terbukti memiliki pengaruh yang tidak signifikan dalam penelitian ini. Hal ini terbukti dari koefisien regresinya yang bernilai positif sebesar 0,299, nilai signifikansi di atas 0,05 dan nilai t_{hitung} yang lebih kecil dibandingkan dengan t_{tabel} ($0,323 < 1,6698$).

Pertumbuhan perusahaan dilakukan untuk memperluas skala usaha dan meningkatkan laba yang dapat diperoleh oleh suatu perusahaan. Untuk dapat melakukan pertumbuhan, sebuah perusahaan perlu melakukan investasi.

Kegiatan investasi ini tentunya memakan biaya yang cukup besar apabila perusahaan memiliki rencana jangka panjang terkait target pertumbuhan perusahaan yang hendak dicapai.

Tetapi dengan memfokuskan pada perluasan skala perusahaan, manajer berpotensi mengurangi *return* yang diterima pemegang saham. Hal ini karena pendanaan yang dimiliki perusahaan dialihkan untuk kegiatan investasi untuk pertumbuhan perusahaan. Selain itu terdapat potensi ketidakmampuan perusahaan untuk mampu menyeimbangkan antara profitabilitas dan pertumbuhan perusahaannya. Hal ini dikarenakan perusahaan terlalu fokus dalam memperluas skala usahanya tetapi tidak mempertimbangkan berbagai penambahan biaya, baik itu biaya operasional, penjualan dan lain-lain; yang akan timbul seiring dengan semakin besarnya perusahaan.

Idealnya pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan keuntungan perusahaan dan dengan demikian nilai pemegang saham, karena penambahan potensi yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Hasil observasi dari peneliti menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Kondisi ini dapat dijelaskan karena perusahaan cenderung membatasi tingkat pertumbuhan perusahaan dari periode ke periode untuk mencegah pengeluaran biaya modal yang terlalu besar. Peningkatan pengeluaran biaya modal untuk investasi akan berpengaruh terhadap turunnya nilai pemegang saham yang diukur oleh EVA.

Manajer perusahaan juga mempertimbangkan terkait berbagai penambahan dan perbaikan atas sistem operasional yang sudah ada dan komponen-komponen pendukung lainnya dari suatu perusahaan, agar dapat menyesuaikan profitabilitas perusahaan dengan pertumbuhan perusahaan. Untuk melakukan hal tersebut dibutuhkan perencanaan yang matang dan tak dapat dilaksanakan begitu saja. Pertumbuhan perusahaan dalam tingkat yang cukup besar yang terjadi semata-mata karena peningkatan kinerja pada suatu periode, jarang terjadi.

Terkait teori *stakeholder*, manajer perusahaan memiliki tanggung jawab untuk memenuhi kepentingan *stakeholder* (pemegang saham). Dengan menempatkan pertumbuhan perusahaan sebagai prioritas, ada kemungkinan manajer mengesampingkan tanggung jawabnya kepada pemegang saham, yakni melalui pemberian *return*. Apabila manajer tak dapat mengatur tingkat pertumbuhan perusahaan pada *level* yang bisa dikendalikan, maka hal tersebut dapat berakibat pada penurunan kinerja perusahaan.

Hasil temuan ini sejalan dengan temuan Ramezani (2002) terkait bagaimana pertumbuhan perusahaan yang terlalu cepat justru dapat menurunkan nilai pemegang saham, karena ketidakmampuan perusahaan untuk menjaga profitabilitas agar setara dengan tingkat pertumbuhan perusahaan.

Temuan ini bertentangan dengan hasil yang diperoleh oleh Lin dan Zhilin (2008) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan. Perbedaan hasil penelitian ini dapat dijelaskan dari

perbedaan waktu observasi, dimana Lin dan Zhilin melakukan observasi pada perusahaan non-keuangan di China pada satu periode saja, yakni tahun 2002. Sementara peneliti melakukan observasi terhadap tiga periode, yakni 2014-2016. Perluasan waktu observasi dapat menimbulkan hasil yang berbeda.

Berdasarkan hasil temuan peneliti dapat disimpulkan bahwa, pertumbuhan perusahaan dapat menambah potensi perusahaan namun disaat yang sama, manajer cenderung mengontrol tingkat pertumbuhan perusahaan agar pertumbuhan tidak terjadi terlalu cepat dan mengakibatkan ketidakseimbangan antara skala kegiatan usaha dengan berbagai komponen pendukung yang menjalankan perusahaan.

Peneliti menyadari bahwa penelitian ini masih belum sempurna dan masih memiliki sejumlah keterbatasan yang dapat diperbaiki pada penelitian selanjutnya yang masih terkait dengan topik yang sama. Beberapa keterbatasan yang dijumpai peneliti dalam penelitian ini antara lain:

1. Variabel yang diteliti masih terbatas

Dari hasil uji koefisien determinasi diketahui bahwa keempat variabel independen yang dipilih, yakni: arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan; baru menjelaskan 62,6% variasi nilai pemegang saham. Hal ini berarti masih terdapat sejumlah variabel lain yang dapat memberikan pengaruh terhadap nilai pemegang saham yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini.

Berdasarkan penelitian terdahulu, beberapa contoh variabel yang tidak diikutsertakan seperti: pembagian dividen (Sasongko, et. al, 2012; Arieska

dan Gunawan, 2011; Wardani dan Siregar, 2009), set kesempatan investasi (Wardani dan Siregar, 2009; Ariessa dan Gunawan, 2011; Fitriyasi, 2011), ukuran perusahaan (Lin dan Zhilin, 2008; Ariessa dan Gunawan, 2011), aset tidak berwujud (Lin dan Zhilin, 2008) dan pertumbuhan penjualan (Fitriyasi, 2011).

Alasan variabel-variabel ini tidak diikutsertakan adalah karena keterbatasan waktu yang dimiliki peneliti dan potensi korelasi yang cukup besar untuk beberapa variabel sehingga untuk memastikan akurasi data, peneliti tidak mengikutsertakan faktor-faktor tersebut.

2. Jumlah sampel penelitian masih terbatas

Peneliti menggunakan 66 sampel penelitian, karena terdapat sejumlah data *outlier*. Pengurangan jumlah observasi dapat membuat informasi yang diperoleh kurang akurat, sehingga penelitian selanjutnya perlu mengikutsertakan lebih banyak perusahaan untuk memastikan keakuratan informasi meskipun ditemukannya sejumlah data yang bernilai ekstrim yang perlu untuk disingkirkan.

3. Keterbatasan jangkauan periode penelitian

Peneliti mengobservasi data dari periode 2014-2016. Variabel-variabel yang terlibat dalam penelitian ini berubah-ubah seiring waktu, sehingga pengaruh dari suatu variabel juga dapat berbeda seiring dengan jangkauan periode yang diobservasi oleh peneliti.

BAB V

KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN SARAN

A. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai pemegang saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016. Berdasarkan pengujian yang dilakukan oleh peneliti, kesimpulan yang dapat diambil antara lain sebagai berikut:

1. Arus kas bebas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini diketahui lewat uji t dimana arus kas bebas memiliki nilai t_{hitung} sebesar $8,842 > t_{tabel}$ sebesar $1,6698$ dan nilai signifikansi sebesar $0,000$ sehingga lebih kecil dari $0,05$. Arus kas bebas memiliki nilai koefisien sebesar $1,109$. Peningkatan arus kas bebas akan berpengaruh pada peningkatan nilai pemegang saham.
2. Keputusan pendanaan memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini diketahui lewat uji t dimana keputusan pendanaan memiliki nilai t_{hitung} sebesar $-0,448 < t_{tabel}$ sebesar $1,6698$ dan nilai signifikansi sebesar $0,656$ sehingga lebih besar dari $0,05$. Keputusan pendanaan memiliki nilai koefisien sebesar $-0,45$.
3. Profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini diketahui dari uji t dimana profitabilitas memiliki nilai t_{hitung} sebesar $3,104 > t_{tabel}$ sebesar $1,6698$ dan nilai signifikansi sebesar

0,003 sehingga lebih kecil dari 0,05. Profitabilitas memiliki nilai koefisien sebesar 0,307. Peningkatan profitabilitas akan diikuti juga oleh peningkatan nilai pemegang saham.

4. Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini diketahui dari uji t dimana pertumbuhan perusahaan memiliki nilai t_{hitung} sebesar $0,323 < t_{tabel}$ sebesar 1,6698 dan nilai signifikansi sebesar 0,748 sehingga lebih besar dari 0,05. Pertumbuhan perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar 0,299.
5. Arus kas bebas, keputusan pendanaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham secara simultan. Hasil uji F membuktikan bahwa F_{hitung} 28,214 $>$ F_{tabel} 2,51 dan nilai signifikansi uji simultan 0,000.

B. Implikasi

Berdasarkan hasil pengujian yang diperoleh arus kas bebas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini berarti peningkatan terhadap besar arus kas bebas perusahaan, akan meningkatkan nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2014-2016.

Perbedaan dengan temuan dari peneliti lain seperti Arieska dan Gunawan (2011) dan Sasongko, et. al. (2012), disebabkan adanya perbedaan persepsi dari pemegang saham atas keberadaan arus kas bebas pada periode waktu yang berbeda. Pemegang saham pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi

cenderung menanggapi positif keberadaan arus kas bebas sebagai bukti kinerja yang baik dari sebuah perusahaan.

Keputusan pendanaan memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini berarti keputusan pendanaan dimana perusahaan berpotensi menurunkan nilai pemegang saham, khususnya ketika sumber pendanaan bersumber dari pihak eksternal.

Akan tetapi pengaruh yang ditimbulkan pada perusahaan-perusahaan manufaktur pada periode 2014-2016 tidak cukup besar untuk menciptakan perubahan yang signifikan terhadap nilai pemegang saham. Perusahaan-perusahaan yang diobservasi juga cenderung tidak memiliki perbedaan proporsi utang dan modal sendiri yang besar, sehingga tidak berpotensi menimbulkan kekhawatiran pemegang saham.

Profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba akan turut meningkatkan nilai pemegang saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur pada periode 2014-2016. Profitabilitas dipandang sebagai pengukur baik buruknya prospek sebuah perusahaan untuk berinvestasi. Hal tersebut sejalan dengan penelitian terdahulu oleh Lin dan Zhilin (2008) dan Fitriyani (2011).

Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal tersebut berarti tingkat pertumbuhan perusahaan berpotensi meningkatkan nilai pemegang saham, namun pengaruh yang ditimbulkannya tidak terlalu besar. Hal ini dikarenakan adanya kekhawatiran

bahwa manajer perusahaan terlalu fokus memperluas skala usaha, sehingga tidak menempatkan kepentingan pemegang saham sebagai prioritas. Untuk mencegah hal tersebut, manajer perlu mengatur tingkat pertumbuhan perusahaan dalam *level* yang dapat dikendalikan tanpa harus mengorbankan kepentingan pemegang saham.

C. Saran

Mengingat sejumlah keterbatasan yang terjadi dalam penelitian ini, peneliti memberikan saran terkait penelitian lebih lanjut:

1. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah lebih banyak sampel atau mencakup jangkauan periode yang lebih luas untuk mendapat hasil yang lebih akurat dari pengujian.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mencari variabel-variabel dependen lain yang dapat mempengaruhi nilai pemegang saham.
3. Penelitian selanjutnya diharapkan lebih spesifik dalam penghitungan komponen-komponen proksi, khususnya terkait keputusan pendanaan dimana dalam penelitian ini, peneliti memasukkan keseluruhan jumlah utang dibandingkan pada jumlah ekuitas. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat lebih memfokuskan pada utang jangka panjang atau modal saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Arieska, Metha dan Barbara Gunawan. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. **Jurnal Akuntansi dan Keuangan Volume 13**. Mei 2011, 1, hal. 13-23.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Buku 1*. Edisi 11. Terjemahan Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat, 2013.
- Bodhanwala, Ruzbeh J. *Financial Management Using Excel Spreadsheet With CD*. 3rd ed. New Delhi: Taxmann Publications, 2009.
- Deegan, Craig dan Jeffrey Unerman. *Financial Accounting Theory: European Edition*. Australia: McGraw – Hill Australia Pty Ltd., 2006.
- Fitriasari, Fika. Value Drivers terhadap Nilai Pemegang Saham Perusahaan yang Hedging di Derivatif Valuta Asing. **Jurnal Manajemen Bisnis Volume 1**, April 2011, 1, hal. 89-101.
- Freeman, R. Edward. Stakeholder Theory of the Modern Corporation. **Perspectives in Business Ethics Sie Volume 3**. November 2001, hal. 144.
- Freeman, R. Edward, et al. *Stakeholder Theory: The State of the Art*. New York: Cambridge University Press, 2010.
- Hajat, Nurahma. *Pedoman Penulisan Skripsi Sarjana*. Jakarta: Fakultas Ekonomi UNJ, 2012.
- Hanafi, Mamduh M. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE UGM, 2004.
- Hasan, M. Iqbal. *Pokok-Pokok Materi Statistik 1 (Statistik Deskriptif)*. Edisi 2. Jakarta: PT Bumi Aksara, 2011.

- _____. *Pokok-Pokok Materi Statistik 2 (Statistik Deskriptif)*. Edisi 2. Jakarta: PT Bumi Aksara, 2008.
- Husnan, S. dan Enny Pudjiastuti. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 5. Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2006.
- Horngren, Charles T. dan Walter T. Harrison. *Akuntansi Jilid 2*. Edisi 7. Terjemahan Gina Gania dan Danti Pujianti. Jakarta: Penerbit Erlangga, 2007.
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics Vol. 3**. July 1976, 4, hal. 305-360.
- Keown, Arthur J., et al . *Manajemen Keuangan Jild 2*. Edisi 10. Terjemahan Chaerul D. Djakmandan dan Dwi Sulistyorini. Jakarta: Indeks, 2010.
- Lin, Chen dan Qiao Zhilin. What Influence the Company's Economic Value Added (Empirical Evidence from China's Securities Market). **Management Science and Engineering Volume 2**. Maret 2008, 1, hal. 66-76.
- Lind, Douglas A., William G. Marchal dan Samuel A. Watchen. *Teknik-Teknik Statistika dalam Bisnis dan Ekonomi Buku 1*. Edisi 15. Terjemahan Romi Bhakti Hartarto. Jakarta: Salemba Empat, 2014.
- Mamun, Abdullah Al dan Shazali Abu Mansor. EVA as Superior Performance Measurement Tool. **Modern Economy Vol. 3**. May 2012, 3, hal. 310-318.
- Musthafa. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: Penerbit Andi, 2017.
- Ramezani, Cyrus A., Luc Soenen, dan Alan Jung. Growth, Corporate Profitability, and Value Creation. **Financial Analysts Journal Volume 58**. November-Desember 2002, 6, hal. 56-67.
- Rodoni, Ahmad dan Herni Ali. *Manajemen Keuangan Modern*. Jakarta: Mitra Wacana Media, 2014.

Sasongko, Hendro, et al. Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividen dan Leverage Terhadap Nilai Pemegang Saham (Studi Kasus: Perusahaan Non-Kuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2010). **Jurnal Ilmiah Ranggagading Volume 12**. April 2012, 1, hal. 72-81.

Sugiyono. *Statistika Untuk Penelitian*. Bandung: Penerbit Alfabeta, 2012.

_____. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Penerbit Alfabeta, 2011.

Suharyadi dan Purwanto SK. *Statistika: Untuk Ekonomi dan Keuangan Modern Buku 2*. Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat, 2009.

Sunarto dan Budi, A.P. Pengaruh Leverage, Ukuran dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas. **Jurnal Ilmiah Telaah Manajemen Vol. 6**, Maret 2009, 1, hal. 86-103.

Suripto. *Manajemen Keuangan; Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan Melalui Pendekatan Economic Value Added*. Jakarta: Graha Ilmu, 2015.

Subramanyam, KR. dan Wild, JJ. *Financial Statement Analysis*. 10th ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2009.

Suwardjono. *Teori Akuntansi: Perencanaan Laporan Keuangan*. Edisi 3. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta, 2016.

Tortella, Bartolomé Deyá dan Sandro Brusco. The Economic Value Added (EVA): An Analysis Of Market Reaction. **Advances in Accounting Vol. 20**, January 2003, hal. 265-290

Trandafir, Raluca Andreea. The Factorial Analysis Of The Economic Value Added (EVA) Within A Company From The Romanian Seaside Hotel Industry. **Economy Series Volume 2**. Februari 2015, 1, hal. 79-83.

- Utari, D., Ari Purwanti, dan Darsono Praworinegoro. *Manajemen Keuangan: Edisi Revisi (Kajian Praktik dan Teori dalam Mengelola Keuangan Organisasi Perusahaan)*. Jakarta: Mitra Wacana Media, 2014.
- Wardani, Rima Aguatania Kusuma dan Baldric Siregar. Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderator. **Jurnal Akuntansi dan Manajemen Volume 20**. Desember 2009, 3, hal. 157-174.
- Wahidahwati. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency, **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 5**, Januari 2002, 1, hal. 1-16.
- Weygandt, Jerry J., Donald E. Kieso, dan Paul D. Kimmel. *Accounting Principles*. USA: John Wiley and Sons Inc. Publishing, 2007.
- Widarjono, Agus. *Analisis Multivariat Terapan: Dengan Program SPSS, AMOS, dan SMARTPLS*. Edisi II. Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2015.
- Wild, John J. *Financial Accounting*. 3rd ed. New York: McGraw Hill, 2005.
- Yamin, Sofyan, Lien A. Rachmach dan Heri Kurniawan. *Regresi dan Korelasi dalam Genggaman Anda*. Jakarta: Salemba Empat, 2011.

LAMPIRAN-LAMPIRAN

Lampiran 1:
Nama-Nama Perusahaan yang Dipilih Sebagai Sampel Penelitian

No.	Nama Perusahaan
1	PT Kalbe Farma Tbk.
2	PT Gudang Garam Tbk.
3	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk.
4	PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.
5	PT Mayora Indah Tbk.
6	PT HM Sampoerna Tbk.
7	PT Indocement Tunggul Perkasa Tbk.
8	PT Semen Indonesia Tbk.
9	PT Astra Otoparts Tbk.
10	PT Asahimas Flat Glass Tbk.
11	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk.
12	PT Impack Pratama Industri Tbk.
13	PT Selamat Sempurna Tbk.
14	PT Surya Toto Indonesia Tbk.
15	PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.
16	PT Delta Djakarta Tbk.
17	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
18	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk.
19	PT Kimia Farma Tbk.
20	PT Merck Tbk.
21	PT Multi Bintang Indonesia Tbk.
22	PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk.
23	PT Siantar Top Tbk.
24	PT Tempo Scan Pacific Tbk.
25	PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk.
26	PT Unilever Indonesia Tbk.
27	PT Indofood Sukses Makmur Tbk.
28	PT Argha Karya Prima Industry Tbk.

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 2: Perhitungan Economic Value Added (EVA)

KODE	NOPAT	WACC	LONG TERM LIABILITY	CAPITAL STOCK	INVESTED CAPITAL	EVA	Ln EVA
KLBF	Rp 2,122,677	5.78%	Rp 289,246	Rp 468,751	Rp 757,997	Rp 2,078,845	14.547
KLBF	Rp 2,057,694	7.35%	Rp 392,250	Rp 468,751	Rp 861,001	Rp 1,994,414	14.506
KLBF	Rp 2,350,884	5.40%	Rp 445,000	Rp 468,751	Rp 913,751	Rp 2,301,566	14.649
GGRM	Rp 5,395,293	37.36%	Rp 1,208,746	Rp 962,044	Rp 2,170,790	Rp 4,584,191	15.338
GGRM	Rp 6,452,834	31.25%	Rp 1,452,418	Rp 962,044	Rp 2,414,462	Rp 5,698,216	15.556
GGRM	Rp 6,672,682	22.41%	Rp 1,748,841	Rp 962,044	Rp 2,710,885	Rp 6,065,280	15.618
ROTI	Rp 298,628	4.51%	Rp 881,702	Rp 101,236	Rp 982,938	Rp 254,321	12.446
ROTI	Rp 270,538	5.19%	Rp 1,121,868	Rp 101,236	Rp 1,223,104	Rp 207,000	12.240
ROTI	Rp 279,777	4.82%	Rp 1,156,387	Rp 101,236	Rp 1,257,623	Rp 219,179	12.298
SIDO	Rp 417,511	4.87%	Rp 13,662	Rp 1,500,000	Rp 1,513,662	Rp 343,822	12.748
SIDO	Rp 437,475	4.45%	Rp 13,737	Rp 1,500,000	Rp 1,513,737	Rp 370,185	12.822
SIDO	Rp 480,525	4.49%	Rp 14,043	Rp 1,500,000	Rp 1,514,043	Rp 412,587	12.930
MYOR	Rp 409,618	8.09%	Rp 3,106,623	Rp 447,173	Rp 3,553,796	Rp 122,088	11.713
MYOR	Rp 1,250,233	6.31%	Rp 2,996,760	Rp 447,173	Rp 3,443,933	Rp 1,033,072	13.848
MYOR	Rp 1,388,676	11.96%	Rp 2,773,114	Rp 447,173	Rp 3,220,287	Rp 1,003,661	13.819
HMSP	Rp 10,181,083	3.44%	Rp 1,282,286	Rp 465,272	Rp 1,747,558	Rp 10,120,928	16.130
HMSP	Rp 10,363,308	3.10%	Rp 1,455,990	Rp 465,272	Rp 1,921,262	Rp 10,303,835	16.148
HMSP	Rp 12,762,229	8.23%	Rp 1,904,785	Rp 465,272	Rp 2,370,057	Rp 12,567,055	16.347
INTP	Rp 5,293,416	3.75%	Rp 1,047,063	Rp 1,840,616	Rp 2,887,679	Rp 5,185,028	15.461
INTP	Rp 4,356,661	5.28%	Rp 1,084,667	Rp 1,840,616	Rp 2,925,283	Rp 4,202,062	15.251
INTP	Rp 3,870,319	8.77%	Rp 824,135	Rp 1,840,616	Rp 2,664,751	Rp 3,636,634	15.107
SMGR	Rp 5,567,659	6.60%	Rp 4,054,815	Rp 593,152	Rp 4,647,967	Rp 5,260,731	15.476
SMGR	Rp 4,525,441	8.84%	Rp 4,113,130	Rp 593,152	Rp 4,706,282	Rp 4,109,240	15.229
SMGR	Rp 4,535,036	9.19%	Rp 5,500,831	Rp 593,152	Rp 6,093,983	Rp 3,974,897	15.196
AUTO	Rp 954,086	12.70%	Rp 387,053	Rp 481,973	Rp 869,026	Rp 843,703	13.646
AUTO	Rp 322,701	19.03%	Rp 569,777	Rp 481,973	Rp 1,051,750	Rp 122,602	11.717
AUTO	Rp 483,421	7.67%	Rp 817,570	Rp 481,973	Rp 1,299,543	Rp 383,762	12.858

AMFG	Rp	464,152	5.79%	Rp	446,447	Rp	217,000	Rp	663,447	Rp	425,764	12.962
AMFG	Rp	341,346	7.22%	Rp	400,676	Rp	217,000	Rp	617,676	Rp	296,741	12.601
AMFG	Rp	260,444	5.34%	Rp	1,020,540	Rp	217,000	Rp	1,237,540	Rp	194,377	12.178
CPIN	Rp	1,745,724	6.56%	Rp	5,375,370	Rp	163,980	Rp	5,539,350	Rp	1,382,387	14.139
CPIN	Rp	1,832,598	9.79%	Rp	6,426,152	Rp	163,980	Rp	6,590,132	Rp	1,187,236	13.987
CPIN	Rp	2,225,402	6.38%	Rp	4,497,494	Rp	163,980	Rp	4,661,474	Rp	1,928,082	14.472
IMPC	Rp	290,018	6.91%	Rp	185,200	Rp	48,335	Rp	233,535	Rp	273,888	12.520
IMPC	Rp	129,759	10.52%	Rp	183,084	Rp	48,335	Rp	231,419	Rp	105,425	11.566
IMPC	Rp	125,823	2.63%	Rp	715,852	Rp	48,335	Rp	764,187	Rp	105,714	11.568
SMSM	Rp	421,095	18.48%	Rp	98,714	Rp	143,967	Rp	242,681	Rp	376,253	12.838
SMSM	Rp	461,307	5.49%	Rp	208,148	Rp	143,967	Rp	352,115	Rp	441,959	12.999
SMSM	Rp	502,192	7.09%	Rp	166,203	Rp	143,967	Rp	310,170	Rp	480,212	13.082
TOTO	Rp	295,861	2.87%	Rp	407,674	Rp	51,600	Rp	459,274	Rp	282,694	12.552
TOTO	Rp	285,236	2.55%	Rp	387,878	Rp	51,600	Rp	439,478	Rp	274,027	12.521
TOTO	Rp	168,564	12.26%	Rp	468,416	Rp	51,600	Rp	520,016	Rp	104,813	11.560
AISA	Rp	377,911	2.42%	Rp	2,294,624	Rp	684,220	Rp	2,978,844	Rp	305,938	12.631
AISA	Rp	373,750	8.34%	Rp	2,343,616	Rp	684,220	Rp	3,027,836	Rp	121,368	11.707
AISA	Rp	719,228	5.32%	Rp	2,485,809	Rp	684,220	Rp	3,170,029	Rp	550,647	13.219
DLTA	Rp	288,499	12.00%	Rp	41,957	Rp	16,013	Rp	57,970	Rp	281,544	12.548
DLTA	Rp	192,045	11.88%	Rp	48,280	Rp	16,013	Rp	64,293	Rp	184,406	12.125
DLTA	Rp	254,509	8.74%	Rp	47,580	Rp	16,013	Rp	63,593	Rp	248,948	12.425
ICBP	Rp	2,574,172	3.69%	Rp	4,237,041	Rp	583,095	Rp	4,820,136	Rp	2,396,089	14.689
ICBP	Rp	2,923,148	4.10%	Rp	4,171,369	Rp	583,095	Rp	4,754,464	Rp	2,728,006	14.819
ICBP	Rp	3,631,301	4.85%	Rp	3,931,340	Rp	583,095	Rp	4,514,435	Rp	3,412,319	15.043
DVLA	Rp	81,597	12.00%	Rp	105,487	Rp	280,000	Rp	385,487	Rp	35,330	10.472
DVLA	Rp	107,894	15.17%	Rp	106,462	Rp	280,000	Rp	386,462	Rp	49,267	10.805
DVLA	Rp	152,083	10.60%	Rp	77,358	Rp	280,000	Rp	357,358	Rp	114,199	11.646
KAFF	Rp	257,836	1.74%	Rp	436,888	Rp	555,400	Rp	992,288	Rp	240,592	12.391
KAFF	Rp	265,549	11.87%	Rp	285,695	Rp	555,400	Rp	841,095	Rp	165,676	12.018
KAFF	Rp	271,597	-1.35%	Rp	644,946	Rp	555,400	Rp	1,200,346	Rp	287,743	12.570
MERK	Rp	151,050	5.18%	Rp	36,991	Rp	22,400	Rp	59,391	Rp	147,975	11.905

MERK	Rp	142,545	5.28%	Rp	35,667	Rp	22,400	Rp	58,067	Rp	139,481	11.846
MERK	Rp	153,842	6.37%	Rp	40,640	Rp	22,400	Rp	63,040	Rp	149,829	11.917
MLBI	Rp	794,883	19.50%	Rp	88,453	Rp	21,070	Rp	109,523	Rp	773,531	13.559
MLBI	Rp	496,909	24.50%	Rp	119,146	Rp	21,070	Rp	140,216	Rp	462,554	13.045
MLBI	Rp	982,129	18.65%	Rp	128,137	Rp	21,070	Rp	149,207	Rp	954,302	13.769
SQBB	Rp	164,808	13.12%	Rp	6,756	Rp	972,000	Rp	978,756	Rp	36,359	10.501
SQBB	Rp	150,207	12.15%	Rp	7,703	Rp	972,000	Rp	979,703	Rp	31,200	10.348
SQBB	Rp	165,195	12.28%	Rp	10,405	Rp	972,000	Rp	982,405	Rp	44,557	10.705
STTP	Rp	123,635	5.55%	Rp	346,061	Rp	131,000	Rp	477,061	Rp	97,181	11.484
STTP	Rp	185,705	7.11%	Rp	356,267	Rp	131,000	Rp	487,267	Rp	151,053	11.925
STTP	Rp	174,176	5.23%	Rp	611,147	Rp	131,000	Rp	742,147	Rp	135,332	11.815
TSPC	Rp	585,790	5.23%	Rp	290,096	Rp	225,000	Rp	515,096	Rp	558,859	13.234
TSPC	Rp	529,218	6.65%	Rp	251,101	Rp	225,000	Rp	476,101	Rp	497,545	13.117
TSPC	Rp	545,493	4.18%	Rp	297,120	Rp	225,000	Rp	522,120	Rp	523,686	13.169
ULTJ	Rp	283,061	3.38%	Rp	153,860	Rp	577,676	Rp	731,536	Rp	258,343	12.462
ULTJ	Rp	523,100	2.29%	Rp	180,862	Rp	577,676	Rp	758,538	Rp	505,713	13.134
ULTJ	Rp	709,825	2.30%	Rp	156,440	Rp	577,676	Rp	734,116	Rp	692,914	13.449
UNVR	Rp	5,926,720	7.94%	Rp	669,914	Rp	76,300	Rp	746,214	Rp	5,867,455	15.585
UNVR	Rp	5,851,805	7.35%	Rp	775,043	Rp	76,300	Rp	851,343	Rp	5,789,236	15.572
UNVR	Rp	6,390,672	5.76%	Rp	1,163,363	Rp	76,300	Rp	1,239,663	Rp	6,319,329	15.659
INDF	Rp	5,229,489	0.0523	Rp	23,144,218	Rp	878,043	Rp	24,022,261	Rp	3,973,122	15.195
INDF	Rp	3,709,501	0.0512	Rp	23,602,395	Rp	878,043	Rp	24,480,438	Rp	2,455,905	14.714
INDF	Rp	5,266,906	0.0379	Rp	19,013,651	Rp	878,043	Rp	19,891,694	Rp	4,513,443	15.323
AKPI	Rp	34,659	0.84%	Rp	382,560	Rp	340,000	Rp	722,560	Rp	28,586	10.261
AKPI	Rp	27,644	0.70%	Rp	789,951	Rp	340,000	Rp	1,129,951	Rp	19,737	9.890
AKPI	Rp	52,393	1.03%	Rp	724,986	Rp	340,000	Rp	1,064,986	Rp	41,405	10.631

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 3: Perhitungan *Free Cash Flow* (FCF)

Kode	Cash from Operating Activity	Capital Expenditures	Free Cash Flow
KLBF	Rp 2,316,125	Rp 750,705	Rp 1,565,420
KLBF	Rp 2,427,641	Rp 903,742	Rp 1,523,899
KLBF	Rp 2,159,833	Rp 1,039,051	Rp 1,120,782
GGRM	Rp 1,657,776	Rp 5,116,093	Rp (3,458,317)
GGRM	Rp 3,200,820	Rp 2,923,422	Rp 277,398
GGRM	Rp 6,937,650	Rp 2,335,396	Rp 4,602,254
ROTI	Rp 364,975	Rp 396,074	Rp (31,099)
ROTI	Rp 555,511	Rp 241,515	Rp 313,996
ROTI	Rp 414,702	Rp 174,207	Rp 240,495
SIDO	Rp 369,322	Rp 300,228	Rp 69,094
SIDO	Rp 432,896	Rp 196,701	Rp 236,195
SIDO	Rp 464,748	Rp 175,715	Rp 289,033
MYOR	Rp (862,339)	Rp 853,430	Rp (1,715,769)
MYOR	Rp 2,336,785	Rp 551,307	Rp 1,785,478
MYOR	Rp 659,314	Rp 765,202	Rp (105,888)
HMSP	Rp 11,103,195	Rp 1,493,001	Rp 9,610,194
HMSP	Rp 811,163	Rp 832,984	Rp (21,821)
HMSP	Rp 14,076,579	Rp 1,050,240	Rp 13,026,339
INTP	Rp 5,346,841	Rp 3,459,061	Rp 1,887,780
INTP	Rp 5,049,117	Rp 2,670,307	Rp 2,378,810
INTP	Rp 3,546,113	Rp 910,334	Rp 2,635,779
SMGR	Rp 6,245,841	Rp 2,581,062	Rp 3,664,779
SMGR	Rp 7,288,586	Rp 5,168,035	Rp 2,120,551
SMGR	Rp 5,180,010	Rp 5,065,208	Rp 114,802
AUTO	Rp 264,565	Rp 1,004,524	Rp (739,959)
AUTO	Rp 866,768	Rp 791,845	Rp 74,923
AUTO	Rp 1,059,369	Rp 481,110	Rp 578,259
AMFG	Rp 684,914	Rp 317,351	Rp 367,563
AMFG	Rp 481,376	Rp 532,204	Rp (50,828)
AMFG	Rp 451,924	Rp 1,604,690	Rp (1,152,766)
CPIN	Rp 462,975	Rp 2,105,972	Rp (1,642,997)
CPIN	Rp 1,782,400	Rp 2,742,421	Rp (960,021)
CPIN	Rp 4,157,137	Rp 664,857	Rp 3,492,280
IMPC	Rp 97,776	Rp 197,197	Rp (99,421)
IMPC	Rp 117,482	Rp 192,083	Rp (74,601)
IMPC	Rp 164,657	Rp 208,328	Rp (43,671)
SMSM	Rp 449,864	Rp 113,324	Rp 336,540
SMSM	Rp 531,987	Rp 100,498	Rp 431,489
SMSM	Rp 582,843	Rp 74,008	Rp 508,835
TOTO	Rp 307,708	Rp 320,505	Rp (12,797)
TOTO	Rp 239,811	Rp 160,020	Rp 79,791
TOTO	Rp 305,802	Rp 90,447	Rp 215,355
AISA	Rp 353,530	Rp 444,158	Rp (90,628)
AISA	Rp 399,185	Rp 805,064	Rp (405,879)

AISA	Rp	463,580	Rp	604,429	Rp	(140,849)
DLTA	Rp	164,246	Rp	38,017	Rp	126,229
DLTA	Rp	246,625	Rp	10,690	Rp	235,935
DLTA	Rp	259,851	Rp	10,008	Rp	249,843
ICBP	Rp	3,860,843	Rp	1,542,880	Rp	2,317,963
ICBP	Rp	3,485,533	Rp	1,399,617	Rp	2,085,916
ICBP	Rp	4,584,964	Rp	1,064,643	Rp	3,520,321
DVLA	Rp	104,436	Rp	60,593	Rp	43,843
DVLA	Rp	214,166	Rp	36,953	Rp	177,213
DVLA	Rp	187,475	Rp	195,963	Rp	(8,488)
KAEF	Rp	286,309	Rp	102,577	Rp	183,732
KAEF	Rp	175,966	Rp	149,384	Rp	26,582
KAEF	Rp	198,050	Rp	371,721	Rp	(173,671)
MERK	Rp	232,826	Rp	23,412	Rp	209,414
MERK	Rp	160,700	Rp	59,152	Rp	101,548
MERK	Rp	43,799	Rp	25,488	Rp	18,311
MLBI	Rp	914,558	Rp	444,357	Rp	470,201
MLBI	Rp	919,232	Rp	181,257	Rp	737,975
MLBI	Rp	1,248,469	Rp	169,930	Rp	1,078,539
SQBB	Rp	160,898	Rp	13,913	Rp	146,985
SQBB	Rp	139,913	Rp	16,392	Rp	123,521
SQBB	Rp	179,485	Rp	10,118	Rp	169,367
STTP	Rp	279,424	Rp	232,345	Rp	47,079
STTP	Rp	298,265	Rp	195,584	Rp	102,681
STTP	Rp	256,761	Rp	154,848	Rp	101,913
TSPC	Rp	512,956	Rp	403,562	Rp	109,394
TSPC	Rp	778,361	Rp	262,333	Rp	516,028
TSPC	Rp	491,655	Rp	388,265	Rp	103,390
ULTJ	Rp	128,022	Rp	110,006	Rp	18,016
ULTJ	Rp	669,463	Rp	244,037	Rp	425,426
ULTJ	Rp	779,108	Rp	41,498	Rp	737,610
UNVR	Rp	37,489,026	Rp	1,125,906	Rp	36,363,120
UNVR	Rp	39,597,509	Rp	1,472,444	Rp	38,125,065
UNVR	Rp	43,386,819	Rp	1,787,056	Rp	41,599,763
INDF	Rp	9,269,318	Rp	(18,412,571)	Rp	(9,143,253)
INDF	Rp	4,213,613	Rp	(21,660,864)	Rp	(17,447,251)
INDF	Rp	7,175,603	Rp	(13,940,293)	Rp	(6,764,690)
AKPI	Rp	374,353	Rp	186,546	Rp	187,807
AKPI	Rp	(50,796)	Rp	482,335	Rp	(533,131)
AKPI	Rp	384,621	Rp	53,036	Rp	331,585

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 4: Perhitungan DER, DAR dan ROE

KODE	DER = Liability / Equity		DER	DAR = Liability / Asset		ROE = Income / Total Equity	
	LIABILITY	EQUITY		ASSET	DAR	NOPAT	ROE
KLBF	Rp 2,675,166	Rp 9,764,101	0.274	Rp 12,439,267	0.215	Rp 2,122,677	0.217
KLBF	Rp 2,758,131	Rp 10,938,285	0.252	Rp 13,696,417	0.201	Rp 2,057,694	0.188
KLBF	Rp 2,762,162	Rp 12,463,847	0.222	Rp 15,226,009	0.181	Rp 2,350,884	0.189
GGRM	Rp 24,991,880	Rp 33,228,720	0.752	Rp 58,220,600	0.429	Rp 5,395,293	0.162
GGRM	Rp 25,497,504	Rp 38,007,909	0.671	Rp 63,505,413	0.402	Rp 6,452,834	0.170
GGRM	Rp 23,387,406	Rp 39,564,228	0.591	Rp 62,951,634	0.372	Rp 6,672,682	0.169
ROTI	Rp 1,182,771	Rp 960,122	1.232	Rp 2,142,894	0.552	Rp 298,628	0.311
ROTI	Rp 1,517,788	Rp 1,188,534	1.277	Rp 2,706,323	0.561	Rp 270,538	0.228
ROTI	Rp 1,476,889	Rp 1,442,751	1.024	Rp 2,919,640	0.506	Rp 279,777	0.194
SIDO	Rp 195,093	Rp 2,625,180	0.074	Rp 2,820,273	0.069	Rp 417,511	0.159
SIDO	Rp 197,797	Rp 2,598,314	0.076	Rp 2,796,111	0.071	Rp 437,475	0.168
SIDO	Rp 229,729	Rp 2,757,885	0.083	Rp 2,987,614	0.077	Rp 480,525	0.174
MYOR	Rp 5,820,959	Rp 3,892,009	1.496	Rp 10,297,997	0.565	Rp 409,618	0.105
MYOR	Rp 6,148,255	Rp 5,194,459	1.184	Rp 11,342,715	0.542	Rp 1,250,233	0.241
MYOR	Rp 6,657,165	Rp 6,265,255	1.063	Rp 12,922,421	0.515	Rp 1,388,676	0.222
HMSP	Rp 14,882,516	Rp 13,498,114	1.103	Rp 28,380,630	0.524	Rp 10,181,083	0.754
HMSP	Rp 5,994,664	Rp 32,016,060	0.187	Rp 38,010,724	0.158	Rp 10,363,308	0.324
HMSP	Rp 8,333,263	Rp 34,175,014	0.244	Rp 42,508,277	0.196	Rp 12,762,229	0.373
INTP	Rp 4,307,622	Rp 24,577,013	0.175	Rp 28,884,635	0.149	Rp 5,293,416	0.215
INTP	Rp 3,772,410	Rp 23,865,950	0.158	Rp 27,638,360	0.136	Rp 4,356,661	0.183
INTP	Rp 4,011,877	Rp 26,138,703	0.153	Rp 30,150,580	0.133	Rp 3,870,319	0.148
SMGR	Rp 9,326,744	Rp 25,004,930	0.373	Rp 34,331,674	0.272	Rp 5,567,659	0.223
SMGR	Rp 10,712,320	Rp 27,440,798	0.390	Rp 38,153,118	0.281	Rp 4,525,441	0.165
SMGR	Rp 13,652,504	Rp 30,574,391	0.447	Rp 44,226,895	0.309	Rp 4,535,036	0.148
AUTO	Rp 4,244,862	Rp 10,142,706	0.419	Rp 14,387,568	0.295	Rp 954,086	0.094
AUTO	Rp 4,195,684	Rp 10,143,426	0.414	Rp 14,339,110	0.293	Rp 322,701	0.032

AUTO	Rp 4,075,716	Rp 10,536,558	0.387	Rp 14,612,274	0.279	Rp 483,421	0.046
AMFG	Rp 844,685	Rp 3,101,440	0.272	Rp 3,946,125	0.214	Rp 464,152	0.150
AMFG	Rp 880,052	Rp 3,390,223	0.260	Rp 4,270,275	0.206	Rp 341,346	0.101
AMFG	Rp 1,905,626	Rp 3,599,264	0.529	Rp 5,504,890	0.346	Rp 260,444	0.072
CPIN	Rp 9,842,611	Rp 11,240,393	0.876	Rp 21,083,004	0.467	Rp 1,745,724	0.155
CPIN	Rp 12,129,993	Rp 12,786,663	0.949	Rp 24,916,656	0.487	Rp 1,832,598	0.143
CPIN	Rp 10,047,751	Rp 14,157,243	0.710	Rp 24,204,994	0.415	Rp 2,225,402	0.157
IMPC	Rp 767,100	Rp 973,338	0.788	Rp 1,740,439	0.441	Rp 290,018	0.298
IMPC	Rp 578,352	Rp 1,096,879	0.527	Rp 1,675,232	0.345	Rp 129,759	0.118
IMPC	Rp 1,050,386	Rp 1,225,645	0.857	Rp 2,276,031	0.461	Rp 125,823	0.103
SMSM	Rp 635,514	Rp 1,122,120	0.566	Rp 1,757,634	0.362	Rp 421,095	0.375
SMSM	Rp 779,860	Rp 1,440,248	0.541	Rp 2,220,108	0.351	Rp 461,307	0.320
SMSM	Rp 674,685	Rp 1,580,055	0.427	Rp 2,254,740	0.299	Rp 502,192	0.318
TOTO	Rp 936,489	Rp 1,125,897	0.832	Rp 2,062,386	0.454	Rp 295,861	0.263
TOTO	Rp 947,997	Rp 1,491,542	0.636	Rp 2,439,540	0.389	Rp 285,236	0.191
TOTO	Rp 1,057,566	Rp 1,523,874	0.694	Rp 2,581,440	0.410	Rp 168,564	0.111
AISA	Rp 3,787,932	Rp 3,585,936	1.056	Rp 7,373,868	0.514	Rp 377,911	0.105
AISA	Rp 5,094,073	Rp 3,966,907	1.284	Rp 9,060,980	0.562	Rp 373,750	0.094
AISA	Rp 4,990,139	Rp 4,264,400	1.170	Rp 9,254,539	0.539	Rp 719,228	0.169
DLTA	Rp 237,047	Rp 760,396	0.312	Rp 997,443	0.238	Rp 288,499	0.379
DLTA	Rp 188,700	Rp 849,621	0.222	Rp 1,038,321	0.182	Rp 192,045	0.226
DLTA	Rp 185,422	Rp 1,012,374	0.183	Rp 1,197,796	0.155	Rp 254,509	0.251
ICBP	Rp 10,445,187	Rp 14,584,301	0.716	Rp 25,029,488	0.417	Rp 2,574,172	0.177
ICBP	Rp 10,173,713	Rp 16,386,911	0.621	Rp 26,560,624	0.383	Rp 2,923,148	0.178
ICBP	Rp 10,401,125	Rp 18,500,823	0.562	Rp 28,901,948	0.360	Rp 3,631,301	0.196
DVLA	Rp 293,785	Rp 947,454	0.310	Rp 1,241,239	0.237	Rp 81,597	0.086
DVLA	Rp 402,760	Rp 973,517	0.414	Rp 1,376,278	0.293	Rp 107,894	0.111
DVLA	Rp 451,785	Rp 1,079,579	0.418	Rp 1,531,365	0.295	Rp 152,083	0.141
KAEF	Rp 1,291,699	Rp 1,721,078	0.751	Rp 3,236,224	0.399	Rp 257,836	0.150
KAEF	Rp 1,378,319	Rp 2,056,559	0.670	Rp 3,434,879	0.401	Rp 265,549	0.129
KAEF	Rp 2,341,155	Rp 2,271,407	1.031	Rp 4,612,562	0.508	Rp 271,597	0.120

MERK	Rp	166,811	Rp	544,244	0.307	Rp	711,055	0.235	Rp	151,050	0.278
MERK	Rp	168,103	Rp	473,543	0.355	Rp	641,646	0.262	Rp	142,545	0.301
MERK	Rp	161,262	Rp	582,672	0.277	Rp	743,934	0.217	Rp	153,842	0.264
MLBI	Rp	1,677,254	Rp	553,797	3.029	Rp	2,231,051	0.752	Rp	794,883	1.435
MLBI	Rp	1,334,373	Rp	766,480	1.741	Rp	2,100,853	0.635	Rp	496,909	0.648
MLBI	Rp	1,454,398	Rp	820,640	1.772	Rp	2,275,038	0.639	Rp	982,129	1.197
SQBB	Rp	90,473	Rp	368,878	0.245	Rp	459,352	0.197	Rp	164,808	0.447
SQBB	Rp	109,974	Rp	354,053	0.311	Rp	464,027	0.237	Rp	150,207	0.424
SQBB	Rp	124,404	Rp	354,829	0.351	Rp	479,233	0.260	Rp	165,195	0.466
STTP	Rp	538,631	Rp	815,510	0.660	Rp	1,700,204	0.317	Rp	123,635	0.152
STTP	Rp	554,491	Rp	1,008,809	0.550	Rp	1,919,568	0.289	Rp	185,705	0.184
STTP	Rp	556,752	Rp	1,168,512	0.476	Rp	2,336,411	0.238	Rp	174,176	0.149
TSPC	Rp	1,527,428	Rp	4,082,127	0.374	Rp	5,609,556	0.272	Rp	585,790	0.144
TSPC	Rp	1,947,588	Rp	4,337,140	0.449	Rp	6,284,729	0.310	Rp	529,218	0.122
TSPC	Rp	1,950,534	Rp	4,635,273	0.421	Rp	6,585,807	0.296	Rp	545,493	0.118
ULTJ	Rp	644,827	Rp	2,273,306	0.284	Rp	2,918,133	0.221	Rp	283,061	0.125
ULTJ	Rp	742,490	Rp	2,797,505	0.265	Rp	3,539,995	0.210	Rp	523,100	0.187
ULTJ	Rp	749,966	Rp	3,489,233	0.215	Rp	4,239,199	0.177	Rp	709,825	0.203
UNVR	Rp	9,534,156	Rp	4,746,514	2.009	Rp	14,280,670	0.668	Rp	5,926,720	1.249
UNVR	Rp	10,902,585	Rp	4,827,360	2.258	Rp	15,729,945	0.693	Rp	5,851,805	1.212
UNVR	Rp	12,041,437	Rp	4,704,258	2.560	Rp	16,745,695	0.719	Rp	6,390,672	1.358
INDF	Rp	45,803,053	Rp	40,274,198	1.137	Rp	86,077,251	0.532	Rp	5,229,489	0.130
INDF	Rp	48,709,933	Rp	43,121,593	1.130	Rp	91,831,526	0.530	Rp	3,709,501	0.086
INDF	Rp	38,233,092	Rp	43,941,423	0.870	Rp	82,174,515	0.465	Rp	5,266,906	0.120
AKPI	Rp	1,195,437	Rp	1,031,605	1.159	Rp	2,227,042	0.537	Rp	34,659	0.034
AKPI	Rp	1,775,577	Rp	1,107,565	1.603	Rp	2,883,143	0.616	Rp	27,644	0.025
AKPI	Rp	1,495,874	Rp	1,120,035	1.336	Rp	2,615,909	0.572	Rp	52,393	0.047

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 5: Perhitungan *Asset Growth*

KODE	CURRENT YEAR TOTAL ASSETS	LAST YEAR TOTAL ASSETS	ASSET GROWTH
KLBF	Rp 12,439,267	Rp 11,319,399	0.099
KLBF	Rp 13,696,417	Rp 12,439,267	0.101
KLBF	Rp 15,226,009	Rp 13,696,417	0.112
GGRM	Rp 58,220,600	Rp 50,770,251	0.147
GGRM	Rp 63,505,413	Rp 58,220,600	0.091
GGRM	Rp 62,951,634	Rp 63,505,413	-0.009
ROTI	Rp 2,142,894	Rp 1,822,689	0.176
ROTI	Rp 2,706,323	Rp 2,142,894	0.263
ROTI	Rp 2,919,640	Rp 2,706,323	0.079
SIDO	Rp 2,820,273	Rp 2,955,458	-0.046
SIDO	Rp 2,796,111	Rp 2,820,273	-0.009
SIDO	Rp 2,987,614	Rp 2,796,111	0.068
MYOR	Rp 10,297,997	Rp 9,712,968	0.060
MYOR	Rp 11,342,715	Rp 10,297,997	0.101
MYOR	Rp 12,922,421	Rp 11,342,715	0.139
HMSP	Rp 28,380,630	Rp 27,404,594	0.036
HMSP	Rp 38,010,724	Rp 28,380,630	0.339
HMSP	Rp 42,508,277	Rp 38,010,724	0.118
INTP	Rp 28,884,635	Rp 26,610,663	0.085
INTP	Rp 27,638,360	Rp 28,884,635	-0.043
INTP	Rp 30,150,580	Rp 27,638,360	0.091
SMGR	Rp 34,331,674	Rp 30,833,102	0.113
SMGR	Rp 38,153,118	Rp 34,331,674	0.111
SMGR	Rp 44,226,895	Rp 38,153,118	0.159
AUTO	Rp 14,387,568	Rp 12,484,843	0.152
AUTO	Rp 14,339,110	Rp 14,387,568	-0.003
AUTO	Rp 14,612,274	Rp 14,339,110	0.019
AMFG	Rp 3,946,125	Rp 3,561,684	0.108
AMFG	Rp 4,270,275	Rp 3,946,125	0.082
AMFG	Rp 5,504,890	Rp 4,270,275	0.289
CPIN	Rp 21,083,004	Rp 15,704,502	0.342
CPIN	Rp 24,916,656	Rp 21,083,004	0.182
CPIN	Rp 24,204,994	Rp 24,916,656	-0.029
IMPC	Rp 1,740,439	Rp 1,647,304	0.057
IMPC	Rp 1,675,232	Rp 1,740,439	-0.037
IMPC	Rp 2,276,031	Rp 1,675,232	0.359
SMSM	Rp 1,757,634	Rp 1,717,857	0.023
SMSM	Rp 2,220,108	Rp 1,757,634	0.263
SMSM	Rp 2,254,740	Rp 2,220,108	0.016
TOTO	Rp 2,062,386	Rp 1,763,702	0.169
TOTO	Rp 2,439,540	Rp 2,062,386	0.183
TOTO	Rp 2,581,440	Rp 2,439,540	0.058
AISA	Rp 7,373,868	Rp 5,025,778	0.467
AISA	Rp 9,060,980	Rp 7,373,868	0.229

AISA	Rp	9,254,539	Rp	9,060,980	0.021
DLTA	Rp	997,443	Rp	872,682	0.143
DLTA	Rp	1,038,321	Rp	997,443	0.041
DLTA	Rp	1,197,796	Rp	1,038,321	0.154
ICBP	Rp	25,029,488	Rp	21,410,331	0.169
ICBP	Rp	26,560,624	Rp	25,029,488	0.061
ICBP	Rp	28,901,948	Rp	26,560,624	0.088
DVLA	Rp	1,241,239	Rp	1,195,106	0.039
DVLA	Rp	1,376,278	Rp	1,241,239	0.109
DVLA	Rp	1,531,365	Rp	1,376,278	0.113
KAEF	Rp	3,236,224	Rp	3,012,778	0.074
KAEF	Rp	3,434,879	Rp	3,236,224	0.061
KAEF	Rp	4,612,562	Rp	3,434,879	0.343
MERK	Rp	711,055	Rp	699,477	0.017
MERK	Rp	641,646	Rp	711,055	-0.098
MERK	Rp	743,934	Rp	641,646	0.159
MLBI	Rp	2,231,051	Rp	1,782,148	0.252
MLBI	Rp	2,100,853	Rp	2,231,051	-0.058
MLBI	Rp	2,275,038	Rp	2,100,853	0.083
SQBB	Rp	459,352	Rp	421,187	0.091
SQBB	Rp	464,027	Rp	459,352	0.010
SQBB	Rp	479,233	Rp	464,027	0.033
STTP	Rp	1,700,204	Rp	1,470,059	0.157
STTP	Rp	1,919,568	Rp	1,700,204	0.129
STTP	Rp	2,336,411	Rp	1,919,568	0.217
TSPC	Rp	5,609,556	Rp	5,417,059	0.036
TSPC	Rp	6,284,729	Rp	5,609,556	0.120
TSPC	Rp	6,585,807	Rp	6,284,729	0.048
ULTJ	Rp	2,918,133	Rp	2,812,056	0.038
ULTJ	Rp	3,539,995	Rp	2,918,133	0.213
ULTJ	Rp	4,239,199	Rp	3,539,995	0.198
UNVR	Rp	14,280,670	Rp	12,703,468	0.124
UNVR	Rp	15,729,945	Rp	14,280,670	0.101
UNVR	Rp	16,745,695	Rp	15,729,945	0.065
INDF	Rp	86,077,251	Rp	77,777,940	0.107
INDF	Rp	91,831,526	Rp	86,077,251	0.067
INDF	Rp	82,174,515	Rp	91,831,526	-0.105
AKPI	Rp	2,227,042	Rp	2,084,567	0.068
AKPI	Rp	2,883,143	Rp	2,227,042	0.295
AKPI	Rp	2,615,909	Rp	2,883,143	-0.093

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 6: Perhitungan *Current Ratio*

KODE	CURRENT ASSET	CURRENT LIABILITIES	CURRENT RATIO
KLBF	Rp 8,120,805	Rp 2,385,920	3.404
KLBF	Rp 8,745,465	Rp 2,365,880	3.696
KLBF	Rp 9,572,529	Rp 2,317,161	4.131
GGRM	Rp 38,532,600	Rp 23,783,134	1.620
GGRM	Rp 42,568,431	Rp 25,497,504	1.670
GGRM	Rp 41,933,173	Rp 23,387,406	1.793
ROTI	Rp 420,316	Rp 363,881	1.155
ROTI	Rp 812,990	Rp 420,316	1.934
ROTI	Rp 949,414	Rp 812,990	1.168
SIDO	Rp 1,860,438	Rp 181,431	10.254
SIDO	Rp 1,707,439	Rp 184,060	9.277
SIDO	Rp 1,794,125	Rp 215,686	8.318
MYOR	Rp 6,508,768	Rp 3,114,337	2.090
MYOR	Rp 7,454,347	Rp 3,151,495	2.365
MYOR	Rp 8,739,782	Rp 3,884,051	2.250
HMSP	Rp 20,777,514	Rp 13,600,230	1.528
HMSP	Rp 29,807,330	Rp 4,538,674	6.567
HMSP	Rp 33,647,496	Rp 6,428,478	5.234
INTP	Rp 16,087,370	Rp 3,260,559	4.934
INTP	Rp 13,133,854	Rp 2,687,743	4.887
INTP	Rp 14,424,622	Rp 3,187,742	4.525
SMGR	Rp 11,648,544	Rp 5,271,929	2.210
SMGR	Rp 10,538,703	Rp 6,599,189	1.597
SMGR	Rp 10,373,158	Rp 8,151,673	1.273
AUTO	Rp 5,138,080	Rp 3,857,809	1.332
AUTO	Rp 4,796,770	Rp 3,625,907	1.323
AUTO	Rp 4,903,902	Rp 3,258,146	1.505
AMFG	Rp 2,263,728	Rp 398,238	5.684
AMFG	Rp 2,231,181	Rp 479,376	4.654
AMFG	Rp 1,787,723	Rp 885,086	2.020
CPIN	Rp 10,052,471	Rp 4,467,241	2.250
CPIN	Rp 12,058,873	Rp 5,703,841	2.114
CPIN	Rp 12,059,433	Rp 5,550,257	2.173
IMPC	Rp 1,209,092	Rp 581,900	2.078
IMPC	Rp 897,761	Rp 395,268	2.271
IMPC	Rp 1,261,952	Rp 334,534	3.772
SMSM	Rp 1,133,730	Rp 1,108,057	1.023
SMSM	Rp 1,368,558	Rp 1,133,730	1.207
SMSM	Rp 1,454,387	Rp 1,368,558	1.063
TOTO	Rp 1,115,004	Rp 528,814	2.108
TOTO	Rp 1,348,062	Rp 560,119	2.407
TOTO	Rp 1,290,208	Rp 589,149	2.190
AISA	Rp 3,977,086	Rp 1,493,308	2.663
AISA	Rp 4,463,635	Rp 2,750,457	1.623

AISA	Rp	5,949,164	Rp	2,504,330	2.376
DLTA	Rp	858,313	Rp	195,089	4.400
DLTA	Rp	902,006	Rp	140,419	6.424
DLTA	Rp	1,048,133	Rp	137,842	7.604
ICBP	Rp	13,621,918	Rp	6,208,146	2.194
ICBP	Rp	13,961,500	Rp	6,002,344	2.326
ICBP	Rp	15,571,362	Rp	6,469,785	2.407
DVLA	Rp	925,293	Rp	188,297	4.914
DVLA	Rp	1,043,830	Rp	296,298	3.523
DVLA	Rp	1,068,967	Rp	374,427	2.855
KAEF	Rp	2,040,430	Rp	854,811	2.387
KAEF	Rp	2,100,921	Rp	1,092,623	1.923
KAEF	Rp	2,906,737	Rp	1,696,208	1.714
MERK	Rp	595,338	Rp	129,820	4.586
MERK	Rp	483,679	Rp	132,435	3.652
MERK	Rp	508,615	Rp	120,622	4.217
MLBI	Rp	816,494	Rp	1,588,801	0.514
MLBI	Rp	709,955	Rp	1,215,227	0.584
MLBI	Rp	901,258	Rp	1,326,261	0.680
SQBB	Rp	366,091	Rp	83,717	4.373
SQBB	Rp	365,466	Rp	102,270	3.574
SQBB	Rp	384,080	Rp	113,998	3.369
STTP	Rp	799,430	Rp	538,631	1.484
STTP	Rp	659,691	Rp	554,491	1.190
STTP	Rp	921,133	Rp	556,752	1.654
TSPC	Rp	3,714,700	Rp	1,237,332	3.002
TSPC	Rp	4,304,922	Rp	1,696,486	2.538
TSPC	Rp	4,385,083	Rp	1,653,413	2.652
ULTJ	Rp	1,642,101	Rp	490,967	3.345
ULTJ	Rp	2,103,565	Rp	561,628	3.745
ULTJ	Rp	2,874,821	Rp	593,525	4.844
UNVR	Rp	6,337,170	Rp	8,864,242	0.715
UNVR	Rp	9,106,831	Rp	10,127,542	0.899
UNVR	Rp	10,157,586	Rp	10,878,074	0.934
INDF	Rp	41,014,127	Rp	22,658,835	1.810
INDF	Rp	42,816,745	Rp	25,107,538	1.705
INDF	Rp	28,985,443	Rp	19,219,441	1.508
AKPI	Rp	920,128	Rp	812,876	1.132
AKPI	Rp	1,015,820	Rp	985,625	1.031
AKPI	Rp	870,146	Rp	770,887	1.129

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 7: Perhitungan Weighted Average Capital Cost (WACC)

KODE	Kd (COST OF DEBT)	Ke (COST OF EQUITY)	LIABILITY PROPORTION	EQUITY PROPORTION	Kd x PROPORSI	Ke x PROPORSI	WACC
KLBF	0.1380	0.0467	0.2151	0.7849	0.030	0.037	0.058
KLBF	0.0461	0.1063	0.2014	0.7986	0.009	0.085	0.073
KLBF	0.0560	0.0704	0.1814	0.8186	0.010	0.058	0.054
GGRM	0.8497	0.0208	0.4293	0.5707	0.365	0.012	0.374
GGRM	0.7356	0.0385	0.4015	0.5985	0.295	0.023	0.313
GGRM	0.5088	0.0747	0.3715	0.6285	0.189	0.047	0.224
ROTI	0.0596	0.0365	0.5520	0.4480	0.033	0.016	0.045
ROTI	0.0579	0.0621	0.5608	0.4392	0.032	0.027	0.052
ROTI	0.0600	0.0477	0.5058	0.4942	0.030	0.024	0.048
SIDO	0.0315	0.0657	0.0692	0.9308	0.002	0.061	0.049
SIDO	0.0029	0.0610	0.0707	0.9293	0.000	0.057	0.044
SIDO	0.0076	0.0628	0.0769	0.9231	0.001	0.058	0.045
MYOR	0.0893	0.0883	0.5993	0.4007	0.054	0.035	0.081
MYOR	0.0963	0.0311	0.5420	0.4580	0.052	0.014	0.063
MYOR	0.0968	0.1911	0.5152	0.4848	0.050	0.093	0.120
HMSP	0.0274	0.0567	0.5244	0.4756	0.014	0.027	0.034
HMSP	0.0707	0.0316	0.1577	0.8423	0.011	0.027	0.031
HMSP	0.0088	0.1337	0.1960	0.8040	0.002	0.107	0.082
INTP	0.0160	0.0532	0.1491	0.8509	0.002	0.045	0.038
INTP	0.0189	0.0754	0.1365	0.8635	0.003	0.065	0.053
INTP	0.0134	0.1061	0.1331	0.8669	0.002	0.092	0.088
SMGR	0.0743	0.0800	0.2717	0.7283	0.020	0.058	0.066
SMGR	0.0696	0.1238	0.2808	0.7192	0.020	0.089	0.088
SMGR	0.0589	0.1196	0.3087	0.6913	0.018	0.083	0.092
AUTO	0.2200	0.1007	0.2950	0.7050	0.065	0.071	0.127
AUTO	0.2260	0.2358	0.2926	0.7074	0.066	0.167	0.190
AUTO	0.1132	0.0840	0.2789	0.7211	0.032	0.061	0.077

AMFG	0.0627	0.0737	0.2141	0.7859	0.013	0.058	0.058
AMFG	0.0651	0.1007	0.2061	0.7939	0.013	0.080	0.072
AMFG	0.0286	0.0890	0.3462	0.6538	0.010	0.058	0.053
CPIN	0.0438	0.1021	0.4669	0.5331	0.020	0.054	0.066
CPIN	0.0794	0.1454	0.4868	0.5132	0.039	0.075	0.098
CPIN	0.0813	0.0908	0.4151	0.5849	0.034	0.053	0.064
IMPC	0.1522	0.0040	0.4408	0.5592	0.067	0.002	0.069
IMPC	0.2048	0.0597	0.3452	0.6548	0.071	0.039	0.105
IMPC	0.0481	0.0100	0.4615	0.5385	0.022	0.005	0.026
SMSM	0.2251	0.2075	0.3616	0.6384	0.081	0.132	0.185
SMSM	0.0965	0.0410	0.3513	0.6487	0.034	0.027	0.055
SMSM	0.0709	0.0929	0.2992	0.7008	0.021	0.065	0.071
TOTO	0.0296	0.0362	0.4541	0.5459	0.013	0.020	0.029
TOTO	0.0341	0.0268	0.3886	0.6114	0.013	0.016	0.026
TOTO	0.0259	0.2828	0.4097	0.5903	0.011	0.167	0.123
AISA	0.0061	0.0554	0.5137	0.4863	0.003	0.027	0.024
AISA	0.0500	0.1689	0.5622	0.4378	0.028	0.074	0.083
AISA	0.0732	0.0372	0.5392	0.4608	0.039	0.017	0.053
DLTA	0.4334	0.0293	0.2377	0.7623	0.103	0.022	0.120
DLTA	0.3707	0.0819	0.1817	0.8183	0.067	0.067	0.119
DLTA	0.4408	0.0292	0.1548	0.8452	0.068	0.025	0.087
ICBP	0.0375	0.0489	0.4173	0.5827	0.016	0.029	0.037
ICBP	0.0444	0.0535	0.3830	0.6170	0.017	0.033	0.041
ICBP	0.0327	0.0788	0.3599	0.6401	0.012	0.050	0.049
DVLA	0.1268	0.1543	0.2367	0.7633	0.030	0.118	0.120
DVLA	0.1043	0.2293	0.2926	0.7074	0.031	0.162	0.152
DVLA	0.1558	0.1201	0.2950	0.7050	0.046	0.085	0.106
KAFF	0.0374	0.0031	0.4287	0.5713	0.016	0.002	0.017
KAFF	0.0948	0.1798	0.4013	0.5987	0.038	0.108	0.119
KAFF	0.0690	-0.1388	0.5076	0.4924	0.035	-0.068	-0.013
MERK	0.0922	0.0537	0.2346	0.7654	0.022	0.041	0.052

MERK	0.0786	0.0593	0.2620	0.7380	0.021	0.044	0.053
MERK	0.0785	0.0832	0.2168	0.7832	0.017	0.065	0.064
MLBI	0.2454	0.0572	0.7518	0.2482	0.184	0.014	0.195
MLBI	0.3544	0.0742	0.6352	0.3648	0.225	0.027	0.245
MLBI	0.2791	0.0301	0.6393	0.3607	0.178	0.011	0.186
SQBB	0.0870	0.1898	0.1970	0.8030	0.017	0.152	0.131
SQBB	0.0824	0.1767	0.2370	0.7630	0.020	0.135	0.121
SQBB	0.0652	0.1903	0.2596	0.7404	0.017	0.141	0.123
STTP	0.1255	0.0124	0.3978	0.6022	0.050	0.007	0.055
STTP	0.1555	0.0309	0.3547	0.6453	0.055	0.020	0.071
STTP	0.1134	0.0291	0.3227	0.6773	0.037	0.020	0.052
TSPC	0.0267	0.0780	0.2723	0.7277	0.007	0.057	0.052
TSPC	0.0170	0.1186	0.3099	0.6901	0.005	0.082	0.067
TSPC	0.0194	0.0675	0.2962	0.7038	0.006	0.047	0.042
ULTJ	0.0142	0.0521	0.2210	0.7790	0.003	0.041	0.034
ULTJ	0.0096	0.0355	0.2097	0.7903	0.002	0.028	0.023
ULTJ	0.0099	0.0340	0.1769	0.8231	0.002	0.028	0.023
UNVR	0.0941	0.0669	0.6676	0.3324	0.063	0.022	0.079
UNVR	0.0835	0.0680	0.6931	0.3069	0.058	0.021	0.073
UNVR	0.0558	0.0831	0.7191	0.2809	0.040	0.023	0.058
INDF	0.0498	0.0780	0.5321	0.4679	0.026	0.037	0.052
INDF	0.0417	0.0951	0.5304	0.4696	0.022	0.045	0.051
INDF	0.0546	0.0356	0.4653	0.5347	0.025	0.019	0.038
AKPI	0.0029	0.0261	0.5368	0.4632	0.002	0.012	0.008
AKPI	0.0024	0.0266	0.6158	0.3842	0.001	0.010	0.007
AKPI	0.0028	0.0296	0.5718	0.4282	0.002	0.013	0.010

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 8: Perhitungan *Net Profit Margin*

KODE	NOPAT	TOTAL REVENUE	NET PROFIT MARGIN
KLBF	Rp 2,122,677	Rp 17,368,532	0.122
KLBF	Rp 2,057,694	Rp 17,887,464	0.115
KLBF	Rp 2,350,884	Rp 19,374,230	0.121
GGRM	Rp 5,395,293	Rp 65,185,850	0.083
GGRM	Rp 6,452,834	Rp 70,365,573	0.092
GGRM	Rp 6,672,682	Rp 76,274,147	0.087
ROTI	Rp 298,628	Rp 1,880,262	0.159
ROTI	Rp 270,538	Rp 2,174,501	0.124
ROTI	Rp 279,777	Rp 2,521,920	0.111
SIDO	Rp 417,511	Rp 2,197,907	0.190
SIDO	Rp 437,475	Rp 2,218,536	0.197
SIDO	Rp 480,525	Rp 2,561,806	0.188
MYOR	Rp 409,618	Rp 14,169,088	0.029
MYOR	Rp 1,250,233	Rp 14,818,730	0.084
MYOR	Rp 1,388,676	Rp 18,349,959	0.076
HMSP	Rp 10,181,083	Rp 80,690,139	0.126
HMSP	Rp 10,363,308	Rp 89,069,306	0.116
HMSP	Rp 12,762,229	Rp 95,466,657	0.134
INTP	Rp 5,293,416	Rp 19,996,264	0.265
INTP	Rp 4,356,661	Rp 17,798,055	0.245
INTP	Rp 3,870,319	Rp 15,361,894	0.252
SMGR	Rp 5,567,659	Rp 26,987,035	0.206
SMGR	Rp 4,525,441	Rp 26,948,004	0.168
SMGR	Rp 4,535,036	Rp 26,134,306	0.174
AUTO	Rp 954,086	Rp 12,255,427	0.078
AUTO	Rp 322,701	Rp 11,723,787	0.028
AUTO	Rp 483,421	Rp 12,806,867	0.038
AMFG	Rp 464,152	Rp 3,672,186	0.126
AMFG	Rp 341,346	Rp 3,665,989	0.093
AMFG	Rp 260,444	Rp 3,724,075	0.070
CPIN	Rp 1,745,724	Rp 29,150,275	0.060
CPIN	Rp 1,832,598	Rp 30,107,727	0.061
CPIN	Rp 2,225,402	Rp 38,256,857	0.058
IMPC	Rp 290,018	Rp 1,413,257	0.205
IMPC	Rp 129,759	Rp 1,147,838	0.113
IMPC	Rp 125,823	Rp 1,135,296	0.111
SMSM	Rp 421,095	Rp 2,632,860	0.160
SMSM	Rp 461,307	Rp 2,802,924	0.165
SMSM	Rp 502,192	Rp 2,879,876	0.174
TOTO	Rp 295,861	Rp 2,053,630	0.144
TOTO	Rp 285,236	Rp 2,278,673	0.125
TOTO	Rp 168,564	Rp 2,069,017	0.081
AISA	Rp 377,911	Rp 5,139,974	0.074
AISA	Rp 373,750	Rp 6,010,895	0.062

AISA	Rp	719,228	Rp	6,545,680	0.110
DLTA	Rp	288,499	Rp	2,111,639	0.137
DLTA	Rp	192,045	Rp	1,573,137	0.122
DLTA	Rp	254,509	Rp	1,658,618	0.153
ICBP	Rp	2,574,172	Rp	30,022,463	0.086
ICBP	Rp	2,923,148	Rp	31,741,094	0.092
ICBP	Rp	3,631,301	Rp	34,466,069	0.105
DVLA	Rp	81,597	Rp	1,103,821	0.074
DVLA	Rp	107,894	Rp	1,306,098	0.083
DVLA	Rp	152,083	Rp	1,451,356	0.105
KAEF	Rp	257,836	Rp	4,521,024	0.057
KAEF	Rp	265,549	Rp	4,860,371	0.055
KAEF	Rp	271,597	Rp	5,811,502	0.047
MERK	Rp	151,050	Rp	863,207	0.175
MERK	Rp	142,545	Rp	983,446	0.145
MERK	Rp	153,842	Rp	1,034,806	0.149
MLBI	Rp	794,883	Rp	2,988,501	0.266
MLBI	Rp	496,909	Rp	2,696,318	0.184
MLBI	Rp	982,129	Rp	3,263,311	0.301
SQBB	Rp	164,808	Rp	497,501	0.331
SQBB	Rp	150,207	Rp	514,708	0.292
SQBB	Rp	165,195	Rp	566,565	0.292
STTP	Rp	123,635	Rp	2,170,464	0.057
STTP	Rp	185,705	Rp	2,544,277	0.073
STTP	Rp	174,176	Rp	2,629,107	0.066
TSPC	Rp	585,790	Rp	7,512,115	0.078
TSPC	Rp	529,218	Rp	8,181,481	0.065
TSPC	Rp	545,493	Rp	9,138,238	0.060
ULTJ	Rp	283,061	Rp	3,916,789	0.072
ULTJ	Rp	523,100	Rp	4,393,932	0.119
ULTJ	Rp	709,825	Rp	4,685,987	0.151
UNVR	Rp	5,926,720	Rp	34,511,534	0.172
UNVR	Rp	5,851,805	Rp	36,484,030	0.160
UNVR	Rp	6,390,672	Rp	40,053,732	0.160
INDF	Rp	5,229,489	Rp	63,594,452	0.082
INDF	Rp	3,709,501	Rp	64,061,947	0.058
INDF	Rp	5,266,906	Rp	66,750,317	0.079
AKPI	Rp	34,659	Rp	1,945,383	0.018
AKPI	Rp	27,644	Rp	2,017,466	0.014
AKPI	Rp	52,393	Rp	2,047,218	0.026

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 9: Contoh Perhitungan FCF

PT KALBE FARMA Tbk. DAN ENTITAS ANAKNYA
LAPORAN ARUS KAS KONSOLIDASIAN
Untuk Tahun yang Berakhir pada Tanggal
31 Desember 2016
(Disajikan dalam Rupiah, kecuali dinyatakan lain)

PT KALBE FARMA Tbk. AND ITS SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENT OF CASH FLOWS
For the Year Ended December 31, 2016
(Expressed in Rupiah, unless otherwise stated)

	Tahun yang Berakhir pada Tanggal 31 Desember/ Year Ended December 31,			
	2016	Catatan/ Notes	2015	
ARUS KAS DARI AKTIVITAS OPERASI				CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES
Penerimaan kas dari pelanggan	20.992.766.084.488		19.591.104.625.300	Cash received from customers
Pembayaran kas ke pemasok	(9.963.536.354.184)		(9.165.898.157.510)	Cash paid to suppliers
Pembayaran kas ke karyawan	(2.286.813.695.656)		(2.102.625.288.722)	Cash paid to employees
Kas yang dihasilkan dari operasi	8.742.416.034.648		8.322.581.179.068	Cash provided by operations
Penerimaan tagihan restitusi pajak penghasilan	20.862.019.950	22	11.907.066.869	Receipts of claims for income tax refund
Pembayaran pajak penghasilan	(752.684.488.364)		(700.482.780.347)	Payments for income taxes
Pembayaran untuk beban operasi lainnya, neto	(5.850.760.285.058)		(5.206.363.933.440)	Payments for other operating expenses, net
Kas Neto Diperoleh dari Aktivitas Operasi	2.159.833.281.176		2.427.641.532.150	Net Cash Provided by Operating Activities
ARUS KAS DARI AKTIVITAS INVESTASI				CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES
Penerimaan penghasilan bunga	106.332.828.963		80.783.970.641	Interest income received
Penerimaan hasil penjualan aset tetap	11.889.719.365	14	16.062.916.980	Proceeds from sale of fixed assets
Penerimaan hasil penjualan aset keuangan lancar lainnya	11.499.415.320		248.809.394.341	Proceeds from sale of other current financial assets
Penerimaan dividen kas	5.012.000		8.109	Cash dividends received
Perolehan aset tetap	(1.039.051.354.604)		(903.742.633.914)	Acquisitions of fixed assets
Perolehan aset takberwujud	(59.842.208.598)		(26.575.438.412)	Acquisitions of intangible assets
Perolehan saham Entitas Anak				Acquisition of Subsidiary

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

*Free Cash Flow = Net Cash from Operating Activity – CAPEX**

Rp 2,159,833 – Rp 1,039,051 = Rp 1,120,782

*CAPEX merupakan penambahan dana untuk aset tetap atau investasi lainnya.

Lampiran 10: Contoh Perhitungan Rm, Tingkat Pajak dan Tingkat Bunga

$$\text{Perhitungan Rm} = [(IHS\text{G} - IHS\text{G}_{-1}) / IHS\text{G}_{-1}]$$

KLBf	2014		2015		2016	
	IHSG	RM	IHSG	RM	IHSG	RM
JAN	1,405	0.124	1,865	0.065714	1,335	0.011364
FEB	1,450	0.032028	1,805	-0.03217	1,300	-0.02622
MAR	1,465	0.010345	1,865	0.033241	1,445	0.111538
APR	1,545	0.054608	1,795	-0.03753	1,375	-0.04844
MEI	1,540	-0.00324	1,840	0.02507	1,430	0.04
JUN	1,660	0.077922	1,675	-0.08967	1,530	0.06993
JUL	1,730	0.042169	1,745	0.041791	1,675	0.094771
AGT	1,660	-0.04046	1,675	-0.04011	1,795	0.071642
SEP	1,700	0.024096	1,375	-0.1791	1,715	-0.04457
OCT	1,705	0.002941	1,430	0.04	1,740	0.014577
NOV	1,750	0.026393	1,335	-0.06643	1,500	-0.13793
DEC	1,830	0.045714	1,320	-0.01124	1,515	0.01
JUMLAH	19,440	0.396518	19,725	-0.25045	18,355	0.166663
MEAN	1,620	0.033043	1,643.75	-0.02087	1,529.583	0.013889

Sumber: Angka IHSG diperoleh dari situs Yahoo Finance (*finance.yahoo.com*) dan perhitungan diolah oleh peneliti, 2017

*Data yang digunakan adalah nilai rata-rata Rm pada masing-masing periode

Tingkat Pajak

LABA SEBELUM BEBAN PAJAK PENGHASILAN	3.091.188.460.230		2.720.881.244.459	INCOME BEFORE INCOME TAX EXPENSE
BEBAN PAJAK PENGHASILAN, Neto	(740.303.526.679)	21,2v,22,27	(663.186.962.586)	INCOME TAX EXPENSE, Net
LABA TAHUN BERJALAN	2.350.884.933.551		2.057.694.281.873	INCOME FOR THE YEAR

Sumber: Laporan laba rugi PT Kalbe Farma Tbk. tahun 2016

* Data tingkat pajak (*tax rate*) diperoleh dari laporan laba rugi:
 Tingkat pajak = (Rp 740,303 : Rp 3,091,188) x 100% = **23,95%**

Tingkat Bunga

Pembayaran utang bank	(890.627.320.090)		(890.627.320.090)	Payments of bank loans
Perusahaan	(11.382.702.555)		(16.081.220.533)	Company
Entitas anak	(714.214.638.591)		(631.364.242.764)	Subsidiaries
Pembayaran beban bunga	(32.783.760.014)		(24.541.106.919)	Payments of interest expense
Pembayaran utang sewa pembiayaan	(1.799.803.499)		-	Payments of finance lease payables

Sumber: Laporan arus kas PT Kalbe Farma Tbk. tahun 2016

Utang lain-lain jangka panjang Pihak ketiga	9.800.000.000	2u,40	-	Other long-term liability Third party
Total Liabilitas Jangka Panjang	445.000.282.472		392.250.905.307	Total Non-current Liabilities

Sumber: Laporan neraca PT Kalbe Farma Tbk. tahun 2016

* Data tingkat bunga (*interest rate*) diperoleh dari laporan arus kas dan laporan neraca:
 Tingkat bunga = (Rp 32,783 : Rp 445,000) x 100% = **7,37% (0,0737)**

Lampiran 11: Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EVA	84	19736.93	12567055.42	1685109.33	2552742.43
FCF	84	-17447251	41599763	1660983.73	7834938.47
DER	84	.074	3.029	.7149	.5698
DAR	84	.070	.750	.3638	.1632
NPM	84	.014	.331	.1234	.0696
CG	84	-.105	.467	.1071	.1079
CR	84	.51	10.25	2.8483	1.9560
ROE	84	.03	1.44	.2630	.2877
Valid N (listwise)	84				

Sumber: Data diolah oleh peneliti dengan SPSS 23, 2017

Lampiran 12: Hasil Analisis Faktor

Uji KMO-MSA dan uji Bartlett

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.604
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	498.594
	df	10
	Sig.	.000

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Nilai communalities

	Initial	Extraction
DER	1.000	.970
DAR	1.000	.944
NPM	1.000	.938
CR	1.000	.828
ROE	1.000	.942
Extraction Method: Principal Component Analysis.		

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.882	57.633	57.633	2.866	57.324	57.324
2	1.740	34.810	92.443	1.756	35.118	92.443
3	.246	4.913	97.356			
4	.118	2.364	99.719			
5	.014	.281	100.000			
Extraction Method: Principal Component Analysis.						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Tabel Rotated Component Matrix

	Component	
	1	2
DER	.983	.065
DAR	.966	.102
CR	-.905	-.094
ROE	.102	.965
NPM	-.390	.886
Extraction Method: Principal Component Analysis.		
a 2 components extracted.		

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 13: Data outlier*Casewise Diagnostics*

Case Number	Std. Residual	EVA	Predicted Value	Residual
5	2.690	15.556	13.28206	2.27360
17	3.351	16.148	12.11956	4.02846
21	2.679	15.196	12.93107	2.26444
64	-2.526	10.501	13.53797	-3.03677
76	2.746	15.195	11.15307	4.28980
78	2.753	15.323	13.11789	4.15045
80	-2.545	9.890	12.94931	-3.05906
a Dependent Variable: EVA				

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

*Standar deviasi yang ditetapkan sebesar 2,5.

Lampiran 14: Uji Normalitas

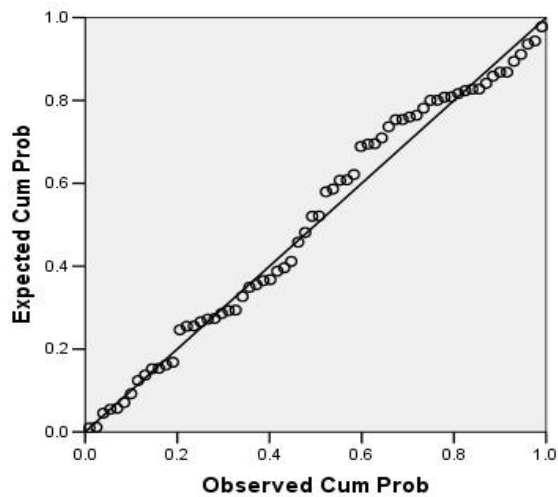
Uji lilliefors

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	.104	66	.075	.976	66	.238
a Lilliefors Significance Correction						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

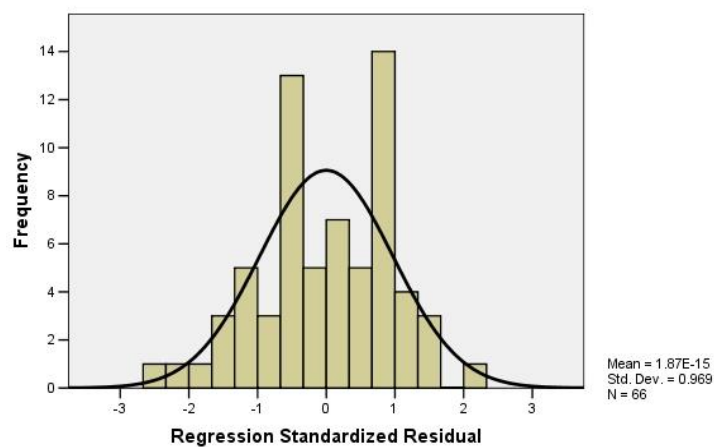
Uji P-Plot

Dependent Variable: EVA



Uji Histogram

Dependent Variable: EVA



Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 15: Uji glejser

Coefficients(a)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.757	.424		1.787	.079
	FCF	-.012	.066	-.023	-.175	.861
	FD	.049	.052	.125	.940	.351
	Pr	-.038	.052	-.096	-.726	.471
	CG	-.599	.485	-.164	-1.236	.221
a Dependent Variable: RES_2						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 16: Uji Autokorelasi dan Koefisien Determinasi

Model Summary(b)					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.806(a)	.649	.626	.758935	1.761
a Predictors: (Constant), CG, FCF, Pr, FD					
b Dependent Variable: EVA					

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 17: Uji multikolinieritas

Coefficients(a)			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FCF	.891	1.122
	FD	.892	1.121
	Pr	.904	1.107
	CG	.900	1.111
a Dependent Variable: EVA			

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Lampiran 18: Uji Hipotesis

Uji F

ANOVA(b)						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	65.004	4	16.251	28.214	.000(a)
	Residual	35.135	61	.576		
	Total	100.138	65			
a Predictors: (Constant), CG, FCF, Pr, FD						
b Dependent Variable: EVA						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

Uji t

Coefficients(a)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6.005	.808		7.430	.000
	FCF	1.109	.125	.710	8.842	.000
	FD	-.045	.100	-.036	-.448	.656
	Pr	.307	.099	.248	3.104	.003
	CG	.299	.925	.026	.323	.748
a Dependent Variable: EVA						

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2017

DAFTAR RIWAYAT HIDUP



Christanto, lahir sebagai anak tunggal di Jakarta pada 1 November 1995. Saat ini bertempat tinggal di Jalan Kramat Asem No. 29 RT 005 RW 004, Utan Kayu Selatan Matraman, Jakarta Timur. Pernah menempuh pendidikan formal di **SD St. Caroline** dari tahun 2001 hingga lulus pada tahun 2007, **SMP Saint John Bekasi** dari tahun 2007 hingga lulus pada tahun 2010, dilanjutkan ke **SMA Fons Vitae 1** mulai tahun 2010 dan lulus pada tahun 2013, dan menempuh perkuliahan di Fakultas Ekonomi **Universitas Negeri Jakarta** pada program studi S1 Akuntansi selama tahun 2013-2017. Pernah melaksanakan kegiatan praktik kerja lapangan (PKL) pada **PT. Pertamina Drilling Services Indonesia (PDSI)** pada tahun 2016.