

**PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS, LABA OPERASIONAL,
DAN BIAYA MODAL TERHADAP NILAI PEMEGANG SAHAM
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI
BEI**

***THE INFLUENCE OF FREE CASH FLOW, OPERATING
PROFIT, AND COST OF CAPITAL ON SHAREHOLDER VALUE
OF MANUFACTURING COMPANY LISTED IN BEI***

**SRI LESTARI
8335119104**



Penelitian ini ditulis untuk memenuhi salah satu persyaratan mendapatkan Gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta

**PROGRAM STUDI S1 AKUNTANSI ALIH PROGRAM
JURUSAN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA
2013**

ABSTRAK

Sri Lestari. *Pengaruh Aliran Kas Bebas, Laba Operasional, dan Biaya Modal Terhadap Nilai Pemegang Saham Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI*. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Jakarta. 2013

Penelitian ini bertujuan untuk mendeskripsikan aliran kas bebas, laba operasional, biaya modal, nilai pemegang saham, dan menguji pengaruh yang terjadi pada aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Penelitian ini menggunakan metodologi kuantitatif. Pengamatan dilakukan menggunakan data sekunder, yaitu data-data yang diperoleh dari situs resmi BEI. Untuk metode analisis data menggunakan statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji hipotesis. Hasil analisis yang telah dilakukan pada penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial seluruh variabel independen yang digunakan memiliki pengaruh terhadap variabel dependen, namun terdapat terdapat perbedaan pada masing-masing variabel tersebut. Untuk variabel aliran kas bebas, pengaruh yang dihasilkan terhadap nilai pemegang saham tidak signifikan tetapi positif. Pengaruh yang terjadi pada variabel laba operasional menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dan juga positif. Sedangkan untuk variabel biaya modal, pengaruh yang dihasilkan signifikan namun negatif. Untuk pengaruh yang dihasilkan secara simultan, variabel-variabel independen yang digunakan pada penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Kata kunci: Aliran Kas Bebas, Laba Operasional, Biaya Modal, dan Nilai Pemegang Saham

ABSTRACT

Sri Lestari. *The Influence of Free Cash Flow, Operating Profit, and Cost of Capital on Shareholder Value of Manufacturing Company Listed in BEI. State University of Jakarta, Faculty of Economic.* 2013

The research aimed to describe the free cash flow, operating income, cost of capital, shareholder value, and examine the effect that occurs in free cash flow, operating profit, and the cost of capital to the shareholder value in companies listed on the Stock Exchange. The research used a quantitative methodology. Observations were carried out using secondary data, that is data obtained from the official website of BEI. The method of data analysis using descriptive statistics, the classical assumption, and hypothesis testing. Results of the analysis conducted in the research showed that partially all independent variables used have an influence on the dependent variable, but there are differences in each of these variables. For free cash flow variables, the resulting effect on shareholder value is not significant but positive. The influence of difference variables, operating income indicates that is significant and also positive. As for the variable cost of capital, influence the resulting significant but negative. To the effects produced simultaneously, the independent variables used in this research have a significant effect on the dependent variable.

Keyword: Free Cash Flow, Operating Profit, Cost of Capital, and Shareholder Value

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

PENANGGUNG JAWAB
DEKAN FAKULTAS EKONOMI



Dra. Nurahma Hajat, M.Si
NIP. 19531002 198503 2 001

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
1. <u>Nuramalia Hasanah, SE, M.Ak</u> NIP. 19770617 200812 2 001	Ketua Penguji	.....	.....
2. <u>Rida Prihatni, SE, Akt., M.Si</u> NIP. 19760425 200112 2 002	Sekretaris	.....	.....
3. <u>Dra. Etty Gurendrawati, M.Si</u> NIP. 19680314 199203 2 002	Penguji Ahli	.....	.....
4. <u>Tresna Ekajaya, SE, M.Ak</u> NIP. 19741105 200604 1 001	Pembimbing I	.....	.....
5. <u>Unggul Purwohedi, SE, M.Si, Ph. D</u> NIP. 19790814 200604 1 002	Pembimbing II	.....	.....

Tanggal Lulus : 20 Juni 2013

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 lain.
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, Juni 2013

Yang membuat pernyataan



Sri Lestari

No. Reg. 8335119104

KATA PENGANTAR

Segala puji kepada Allah SWT atas rahmat dan karunia – Nya serta dukungan berbagai pihak, penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul: ***Pengaruh Aliran Kas Bebas, Laba Operasional, dan Biaya Modal terhadap Nilai Pemegang Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI.***

Skripsi ini dibuat dalam rangka memenuhi salah satu mata kuliah skripsi dan syarat kelulusan dalam memperoleh gelar Sarjana pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta (UNJ). Penulis menyadari masih banyak kekurangan dan keterbatasan terutama pada hal kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki. Skripsi ini mungkin tidak akan terselesaikan tanpa bantuan dan dorongan dari berbagai pihak sehingga penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Allah SWT.
2. Kedua orang tua, adik, dan seluruh keluarga yang telah memberikan bantuan moral dan materiil, serta semangat bagi penulis.
3. Ibu Dra. Nurahma Hajat, M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi UNJ.
4. Bapak Tresna Ekajaya, SE, M.Ak selaku Dosen Pembimbing Pertama Penulisan Skripsi yang telah memberikan arahan, bimbingan, dan petunjuk dalam penyusunan skripsi.
5. Bapak Unggul Purwohedhi, SE, M. Si, Ph. D selaku Dosen Pembimbing Kedua Skripsi yang telah memberikan bimbingan dan saran selama proses penyelesaian skripsi dan juga sebagai Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi UNJ.

6. Ibu Nuramalia Hasanah, SE, M.Ak selaku Ketua Program studi S1 Akuntansi Fakultas Ekonomi UNJ.
7. Rekan-rekan mahasiswa S1 Akuntansi Alih Program 2011 yang telah banyak memberikan bantuan dan motivasi dalam penulisan skripsi.
8. Semua pihak yang tidak bisa di sebutkan satu persatu yang telah membantu praktikan dalam menyelesaikan penulisan skripsi ini.

Dalam penulisan skripsi ini penulis menyadari masih banyak kekurangan karena keterbatasan pengetahuan yang penulis miliki. Untuk itu penulis mengharapkan saran dan kritikan konstruktif. Semoga penulisan skripsi ini dapat bermanfaat, baik bagi penulis maupun pembaca.

Jakarta, Juni 2013

Sri Lestari

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	ii
ABSTRACT	iii
LEMBAR PERSETUJUAN UJIAN SKRIPSI	iv
PERNYATAAN ORISINALITAS	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR LAMPIRAN	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR TABEL	xii
 BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Manfaat Penelitian	8
 BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS	
2.1 Kajian Pustaka	9
2.2 <i>Review</i> Penelitian Relevan	24
2.3 Kerangka Pemikiran	25
2.4 Hipotesis	27
 BAB III OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN	
3.1 Objek dan Ruang Lingkup Penelitian	28
3.2 Metodologi Penelitian	28
3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian	29
3.4 Metodologi Penentuan Populasi atau Sampel	31
3.5 Prosedur Pengumpulan Data	31
3.6 Metode Analisis	32

BAB IV PEMBAHASAN	
4.1 Deskripsi Unit Analisis	37
4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan	38
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan	59
5.2 Saran	63
DAFTAR PUSTAKA	64
LAMPIRAN	65
DAFTAR RIWAYAT HIDUP	79

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Daftar Sampel	68
Lampiran 2 Hasil Perhitungan Nilai Pemegang Saham	69
Lampiran 3 Hasil Perhitungan Aliran Kas Bebas	71
Lampiran 4 Hasil Perhitungan Laba Operasional	73
Lampiran 5 Hasil Perhitungan Biaya Modal	75
Lampiran 6 Hasil Perhitungan Keseluruhan Variabel	77

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran	28
Gambar 4.1 Uji Normalitas	43

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 <i>Review</i> Penelitian Relevan	25
Tabel 4.1 Proses Seleksi Sampel Penelitian	39
Tabel 4.2 Deskriptif Statistik	40
Tabel 4.3 Uji Normalitas	44
Tabel 4.4 Uji Multikolinearitas	44
Tabel 4.5 Uji Autokolerasi	46
Tabel 4.6 Uji Heterokedastisitas	47
Tabel 4.7 Uji Hipotesis	48
Tabel 4.8 Uji Parsial (t)	49
Tabel 4.9 Uji Simultan (F)	51
Tabel 4.10 Uji Koefisien Determinasi	52

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan merupakan suatu organisasi yang didirikan untuk menghasilkan barang atau jasa dan memiliki tujuan utama untuk memperoleh laba sebesar-besarnya. Laba merupakan keuntungan yang diperoleh dari hasil kegiatan penjualan barang atau jasa yang dihasilkan perusahaan tersebut.

Banyak bermunculannya perusahaan-perusahaan baru akan menimbulkan persaingan. Persaingan tersebut dilakukan untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Banyak cara yang dapat dilakukan untuk dapat bersaing. Cara yang dapat ditempuh sebuah perusahaan agar dapat bersaing yaitu dengan mengembangkan perusahaan tersebut. Namun dalam upaya tersebut, terkadang perusahaan mengalami kendala dalam pendanaan.

Untuk mengantisipasi masalah pendanaan yang dialami, perusahaan dapat melakukan pinjaman kepada kreditur dan juga melakukan penjualan saham kepada masyarakat. Efni *et al* (2012) menyatakan bahwa keputusan pendanaan berkaitan dengan perusahaan dalam mencari dana untuk membiayai investasi dan menentukan komposisi sumber pendanaan. Pendanaan perusahaan dapat dikelompokkan berdasarkan sumber dananya yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal merupakan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan yaitu laba ditahan, sedangkan pendanaan eksternal merupakan pendapatan hutang (*debt*

financing), ekuitas (*equity financing*), dan *hybrid securities*. Nur Azlina (2009) juga menyebutkan bahwa saham dapat didefinisikan sebagai salah satu sumber dan baru yang berasal dari pemilik modal dengan konsekuensi perusahaan harus memberikan kontra prestasi terhadap modal tersebut dalam bentuk deviden dan apresiasi harga saham.

Sebelum menjual sahamnya kepada masyarakat, perusahaan harus terdaftar di Bursa Efek dan juga menaati ketentuan serta prosedur yang telah ditetapkan oleh Badan Pengawas Pasar Modal. Ketentuan dan prosedur tersebut diantaranya perusahaan tersebut harus menyampaikan laporan keuangan.

Laporan keuangan mempunyai peran yang penting dalam proses pengambilan keputusan. Manajemen, pemegang saham, pemerintah, dan kreditor memiliki kepentingan terhadap laporan keuangan. Untuk itu, laporan keuangan dibuat agar dapat memenuhi kebutuhan semua pihak.

Setelah melihat laporan keuangan dan memutuskan membeli saham pada perusahaan yang menjual sahamnya, masyarakat mengharapkan imbalan atas investasi yang telah mereka lakukan pada perusahaan tersebut dan dapat dikatakan sebagai investor. Tita Deitiana (2011) menyatakan, deviden merupakan pembagian laba perusahaan yang telah ditetapkan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) kepada para pemegang saham secara proporsional sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki masing-masing pemegang saham tersebut dan dibagikan secara teratur dalam interval waktu yang tetap.

Namun terdapat perbedaan pada pelaksanaannya, para pemegang saham, kreditor, dan manajerial memiliki perbedaan kepentingan dan perspektif berkenaan dengan perusahaan. Pemegang saham cenderung ingin perusahaan memaksimalkan nilai saham dan bertindak sesuai dengan kepentingan dan berada di bawah pengawasan mereka. Di sisi lain, kreditor juga ingin melindungi investasi mereka pada perusahaan dengan jaminan dan peraturan yang ketat juga. Begitu juga dengan para manajer, mereka juga memiliki kepentingan pribadi tanpa memikirkan untuk memaksimalkan nilai para pemegang saham. Hal ini dapat menimbulkan konflik yang berkelanjutan jika manajer bertindak untuk kepentingan sendiri demi memperoleh keuntungan sebesar-besarnya tanpa memikirkan nilai dari para pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara investor dengan manajerial yang terjadi disebut juga *agency problem*.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Fitriasari (2011), asumsi dasar dari konsep nilai pemegang saham adalah bahwa nilai suatu bisnis/perusahaan merupakan nilai sekarang bersih dari aliran kasnya di masa mendatang pada suatu waktu tertentu yang didiskontokan dengan biaya modal untuk biaya bisnis.

Penelitian yang dilakukan oleh Vogt dan Vu (2000) dan Fernandez (2007) dalam Sasongko, *et al* (2012) membuktikan bahwa arus kas bebas merupakan determinan yang menciptakan nilai perusahaan. Sasongko, *et al* (2012) juga berpendapat bahwa nilai perusahaan ditunjukkan melalui nilai pasar ekuitas

dan utang, sedangkan nilai pemegang saham adalah nilai ekuitas itu sendiri. Kedua nilai ini berbasis sama, yaitu nilai pasar (*market value*).

Bentuk pengukuran kinerja keuangan dijabarkan melalui *Economic Value Added* (EVA) yang disebutkan oleh Dierks dan Patel (1997) dalam Puspitawati (2011) dengan mengkombinasikan antara konsep umum pendapatan bersih dengan prinsip-prinsip yang ada pada keuangan modern dimana secara khusus menyatakan bahwa seluruh modal menghasilkan biaya dan pendapatan yang melebihi biaya modal (*cost of capital*) akan menciptakan nilai bagi para pemegang saham.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan, hal ini dapat dilakukan dengan meningkatkan nilai pemegang saham. Menurut Jensen (2001) dalam Efni *et al* (2012) dalam *Stakeholder Theory* mengemukakan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan merupakan *trade off* dari memaksimalkan nilai perusahaan yang diterima *stakeholder* dalam jangka panjang. Sedangkan Hardjo (2012) pada okezone.com juga menyebutkan bahwa *shareholder value analysis* (SVA) adalah salah satu metode dalam perhitungan *financial ratio*. SVA mengukur nilai kepemilikan pemegang saham dengan memperkirakan nilai bersih perusahaan dengan membagi nilai bersih perusahaan baik berdasarkan aliran dana (*cash flow*) sekarang dan yang akan datang dengan nilai saham.

Hasil akhirnya adalah sebuah indikasi nilai kepemilikan pemegang saham (NKPS). Prinsip utama dari NKPS yaitu apabila perusahaan memberikan

tambahan nilai atau nilai tambah, dengan kembalinya nilai ekuitas yang melampaui atau melebihi biaya untuk mempertahankan ekuitas.

Telah dilakukan penelitian-penelitian sebelumnya mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai pemegang saham. Berikut ini merupakan penelitian-penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai pemegang saham. Suriawinata (2004) dalam Fitriasisari (2011) menggunakan lima indikator dari *value driver* yaitu pertumbuhan penjualan, laba operasi, investasi aktiva tetap, investasi modal, dan biaya modal. Merujuk penelitian dari Suriawinata, Fika Fitriasisari juga menggunakan kelima indikator dari *value driver* tersebut. Kedua peneliti ini memiliki kesamaan dalam hasil penelitian, yaitu dari kelima indikator tersebut memiliki pengaruh terhadap nilai pemegang saham kecuali biaya modal. *Value driver* sendiri merupakan model penghitungan nilai pemegang saham yang diperkenalkan oleh Rappaport.

Penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Gunawan (2011) menggunakan aliran kas bebas dan keputusan pendanaan sebagai faktor yang mempengaruhi nilai pemegang saham. Selain itu, pada penelitian ini terdapat variabel moderasi yaitu set kesempatan investai dan dividen. Sasongko *et al* (2012) juga melakukan pengujian terhadap nilai pemegang saham dengan indikator aliran kas bebas positif dan negatif, dividen dan *leverage*. Hasil penelitiannya menunjukkan aliran kas bebas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Penelitian terbaru dilakukan oleh Marc Bertoneche dan Cornis Van Der Lugt (2013) yang menggunakan indikator *financial value driver* sebagai indikator yang digunakan untuk mempertahankan keberlangsungan dari sebuah perusahaan yang tentunya dapat mempengaruhi nilai pemegang saham. Berdasarkan hasil penelitian tersebut penerapan *financial value driver* dalam pelaksanaan kegiatan perusahaan membuat perusahaan dapat bertahan.

Berdasarkan uraian di atas, penulis akan melakukan penelitian mengenai masalah yang dirumuskan dalam judul "***Pengaruh Aliran Kas Bebas, Laba Operasional, dan Biaya Modal Terhadap Nilai Pemegang Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI***".

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang pada penelitian ini, penulis merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 - 2011?
2. Apakah terdapat pengaruh laba operasi terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 - 2011?
3. Apakah terdapat pengaruh biaya modal terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 - 2011?

4. Apakah terdapat pengaruh aliran kas bebas, laba operasi, dan biaya modal terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 - 2011?

1.3. Tujuan Penelitian

1. Mengetahui pengaruh dari aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 - 2011.
2. Mengetahui pengaruh dari laba operasional terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 - 2011.
3. Mengetahui pengaruh dari biaya modal terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 - 2011.
4. Mengetahui pengaruh dari aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 - 2011.

1.4. Manfaat Penelitian

1. Kegunaan teoretis

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu referensi dalam kegiatan belajar mengajar terkait dengan materi aliran kas bebas, laba operasional, biaya modal, dan juga nilai pemegang saham.

2. Kegunaan praktis

Penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan sebagai referensi dalam mempertibangkan para calon investor dalam melakukan investasi. Selain itu, penelitian ini juga diharap dapat membantu manajerial perusahaan dalam pengambilan keputusan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan suatu bentuk pemilihan atas sumber dana yang akan digunakan oleh perusahaan dalam membiayai investasi dan juga membiayai kegiatan operasional yang akan mereka lakukan. Banyak sumber-sumber dana yang dapat digunakan perusahaan. Namun perusahaan harus pandai dalam memilih sumber dana mana yang akan mereka pilih yang sesuai dengan investasi dan kegiatan operasional yang akan mereka lakukan. Berikut ini beberapa penjelasan mengenai keputusan pendanaan.

Riyanto (2001:10) berpendapat bahwa keputusan pendanaan memiliki pengertian yaitu keputusan yang berkaitan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan penentuan pertimbangan pembelanjaan yang terbaik atau penentuan struktur modal yang optimal. Fungsi penentuan kebutuhan dana atau fungsi pendanaan harus dilakukan secara efisien. Manajer keuangan harus mengusahakan agar perusahaan memperoleh dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal dan syarat-syarat yang paling menguntungkan. Manajer keuangan harus mempertimbangkan sifat dan biaya dari masing-masing sumber dana memiliki konsekuensi yang berbeda.

Menurut Brealey, Myers, dan Marcus (2008:6) keputusan pendanaan merupakan tanggung jawab utama kedua manajer keuangan untuk

menggalang dana yang dibutuhkan perusahaan untuk investasi dan operasinya. Ketika suatu perusahaan perlu mendapatkan dana, perusahaan itu bisa mengundang para investor untuk menanamkan uang kas sebagai ganti bagian laba di masa depan, atau menjanjikan untuk melunasi kas investor itu plus tingkat bunga tetap.

Faktor-faktor yang berpengaruh dalam mengambil keputusan pendanaan yaitu stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberian pinjaman, dan lembaga penilai peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan (Brigham dan Houston, 2011:188).

Jika investasi sebagian besar didanai dengan *internal equity* maka akan mempengaruhi besarnya deviden yang dibagikan. Semakin besar investasi maka semakin berkurang deviden yang dibagikan. Dan apabila dana *internal equity* kurang mencukupi dari dana yang dibutuhkan untuk investasi maka bisa dipenuhi dari dana external khususnya dari utang. Perusahaan yang cenderung menggunakan sumber dana eksternal untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan deviden yang lebih besar (Efni, 2011).

Namun Miller dan Modigliani (1958) dalam Efni *et al* (2012) mengatakan bahwa keputusan pendanaan tidak relevan mempengaruhi nilai perusahaan yang memiliki makna bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh jumlah hutang yang dimilikinya. Selain itu, Modigliani dan Miller

(1963) dalam Efni *et al* (2012) juga mengemukakan bahwa penambahan hutang akan menaikkan nilai perusahaan yang tinggi.

Jika pendapat Efni (2011) banyak digunakan oleh perusahaan-perusahaan, maka akan menimbulkan konflik yang terjadi antara pihak manajerial dengan pihak pemegang saham. Konflik tersebut akan dijelaskan pada teori keagenan.

2.1.2. Agency Theory

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja sama antara pihak yang memberi wewenang (prinsipal) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama.

Kakabadse *et al* (2004) dalam Kampanje (2012) menyebutkan secara keseluruhan *agency theory* memprediksi bahwa pemisahan kepemilikan dan manajer menyebabkan manajer perusahaan mengambil tindakan yang tidak memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Tindakan tersebut diantaranya penggajian yang berlebihan bagi direksi yang tidak sesuai dengan kinerja atau menghancurkan nilai merger. Sigler (2009) dalam Kampanje (2012) juga menambahkan manajer sebagai pihak agensi akan sangat tertarik untuk memaksimalkan kekayaan mereka. Mereka mencapai tujuan ini melalui gaji mereka, bonus, konsumsi prasyarat, dan meningkatkan karir mereka sendiri sebagai jalan untuk memperoleh pekerjaan dan gaji yang lebih baik. Manajer

juga dapat memanfaatkan posisi mereka dengan menggunakan cara halus lainnya untuk menguntungkan diri sendiri, seperti tidak mendistribusikan kelebihan uang tunai.

Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan. Sedangkan para agen menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut.

Ariesta dan Gunawan (2011) berpendapat bahwa masalah keagenan dapat disebabkan oleh keberadaan aliran kas bebas. Hal tersebut dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahterannya sedangkan manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun investasi tersebut memberikan *net present value* negatif. Bagi pemegang saham, keputusan tersebut dinilai sebagai keputusan yang tidak berpihak kepada pemegang saham.

Perbedaan kepentingan antara pihak manajemen perusahaan dengan para investor disebut *agency problem*. Untuk mengatasi permasalahan tersebut dapat diminimalisasi dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyeimbangkan antara kepentingan manajemen perusahaan dengan kepentingan investor dalam perusahaan.

Pradessya (2006) dalam Efni (2011) menyebutkan, bahwa ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan (*agency problem*) dan biaya keagenan (*agency cost*) yaitu dengan:

1. meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen.
2. meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih atau *dividend payout ratio*, dengan demikian akan memperkecil jumlah aliran kas bebas atau *free cash flow* sehingga manajemen harus mencari sumber dana eksternal untuk membiayai investasi.
3. meningkatkan pendanaan dengan utang. Peningkatan utang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. Apabila perusahaan memerlukan kredit, maka harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan akan mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Disamping itu, utang juga dapat mengurangi kelebihan aliran kas bebas atau *excess cash flows* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

2.1.3. Laporan Keuangan

Laporan keuangan merupakan alat yang dapat digunakan oleh manajemen, investor, kreditor dan pihak yang memiliki kepentingan dalam melakukan pengambilan keputusan.

Hasil dari proses akuntansi pada suatu perusahaan dapat digunakan sebagai alat untuk berkomunikasi antara data keuangan atau aktivitas suatu

perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan data atau aktivitas tersebut (Munawir, 2002:3).

Selain itu laporan pertanggung jawaban manajer atau pimpinan perusahaan atas pengelolaan perusahaan yang dipercayakan kepadanya dari pihak – pihak yang punya kepentingan diluar perusahaan seperti pemilik perusahaan, pemerintah, kreditor dan pihak – pihak lain (Budi Raharjo, 2003:1).

Rodoni dan Ali (2010:13) menyebutkan laporan keuangan adalah sebuah laporan yang diterbitkan oleh perusahaan untuk para pemegang sahamnya. Laporan ini memuat laporan keuangan dasar dan juga analisis manajemen atas operasi tahun lalu dan pendapat mengenai prospek-prospek perusahaan di masa mendatang.

Atau dengan kata lain laporan keuangan (*financial statement*) merupakan ikhtisar mengenai keadaan keuangan suatu perusahaan pada suatu saat tertentu. Laporan keuangan secara garis besar dibedakan menjadi empat macam, yaitu laporan neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan modal, dan laporan aliran kas (Harjito dan Martono, 2012:51).

Laporan keuangan perusahaan bertujuan meringkaskan kegiatan dan hasil dari kegiatan tersebut untuk jangka waktu tertentu. Selain itu, laporan keuangan menjadi penting karena memberikan *input* (informasi) yang dapat digunakan dalam pengambilan keputusan. Banyak pihak yang berkepentingan terhadap laporan keuangan, mulai dari investor atau calon investor, pihak

pemberi dana (kreditur) atau calon pemberi dana, sampai pada manajemen perusahaan itu sendiri (Hanafi, 2011:27).

Dari definisi-definisi di atas dapat disimpulkan bahwa laporan keuangan adalah catatan informasi keuangan suatu perusahaan pada suatu periode akuntansi yang dapat digunakan untuk menggambarkan kinerja perusahaan tersebut.

2.1.4. Nilai Pemegang Saham (*Shareholder Value*)

Salah satu tujuan perusahaan mencari laba adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham (*shareholder value*). *Shareholder* secara umum berarti pemegang saham dalam sebuah perusahaan yang biasanya berada di luar perusahaan. *Shareholder value* (nilai pemegang saham) dalam istilah bisnis sering disebut sebagai memaksimalkan nilai pemegang saham atau sebagai model nilai pemegang saham, yang berarti bahwa ukuran utama keberhasilan sebuah perusahaan adalah sejauh mana memperkaya pemegang saham.

Saham yang diterima oleh investor adalah sertifikat yang mencerminkan kepemilikan atas bisnis tertentu. Investor yang membeli saham disebut pemegang saham dari perusahaan tersebut. Dana yang diterima suatu perusahaan yang menerbitkan saham dapat digunakan untuk memperluas bisnis. Dengan kata lain, pemegang saham dapat didefinisikan sebagai investor yang menjadi pemilik parsial dari perusahaan dengan membeli saham perusahaan (Jeff Madura, 2007:19)

Secara umum definisi nilai perusahaan (*firm value*) adalah suatu ukuran ekonomis yang mencerminkan nilai pasar bisnis. Nilai perusahaan dipengaruhi dua hal yaitu aset yang saat ini ditempatkan dan opsi untuk investasi di masa depan. Nilai perusahaan di masa mendatang akan tercermin dari harga saham, karena harga saham mencerminkan *present value* dari arus kas di masa mendatang yang akan diterima investor (Sasongko *et al*, 2012).

Namun Donaldson, seorang peneliti di Amerika Serikat dalam Hanafi (2011:11) menyatakan terdapat dua motivasi dasar manajer:

1. *Survival*, yaitu manajer berusaha menguasai sumber daya agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan.
2. Independensi atau kecukupan diri, yaitu manajer ingin mengambil keputusan yang bebas dari tekanan pihak luar, termasuk dari pasar keuangan. Manajer tidak suka mengeluarkan saham, karena akan mengundang campur tangan pihak luar. Sebaliknya manajer lebih suka menggunakan dana yang dihasilkan secara internal

Berdasarkan dua motivasi tersebut, hanafi (2011:11) menyatakan bahwa manajer cenderung mempunyai tujuan memaksimalkan kemakmuran perusahaan (bukannya kemakmuran pemegang saham). Kemakmuran perusahaan bisa dicapai dengan meningkatkan ukuran perusahaan (membuat perusahaan menjadi besar). Tujuan kemakmuran perusahaan tersebut tidak selalu konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai pemegang saham.

Secara sederhana, kaitan antara nilai perusahaan dan nilai pemegang saham ditunjukkan dari sisi kredit perusahaan. Nilai perusahaan ditunjukkan dengan nilai pasar ekuitas dan utang, sedangkan nilai pemegang saham adalah nilai ekuitas itu sendiri. Kedua nilai ini berbasis sama, yaitu nilai pasar (*market value*).

Alfred Rappaport (1986) dalam Fika Fitriasisari (2011) mengemukakan bahwa tujuan yang paling tepat dari suatu organisasi komersial adalah memaksimalkan kekayaan atau nilai pemegang saham, melalui pembagian dividen dan peningkatan nilai pasar saham. Asumsi dasar dari konsep nilai pemegang saham adalah bahwa nilai suatu bisnis/perusahaan merupakan nilai sekarang bersih dari aliran kasnya di masa mendatang dalam suatu waktu tertentu yang didiskontokan dengan biaya modal untuk bisnis tersebut.

Pada 1998, Rappaport dalam Fika Fitriasisari (2011) juga menyebutkan tujuan utama perusahaan dalam upaya meningkatkan nilai pemegang saham sesuai dengan tujuh *value drivers*, yaitu nilai durasi pertumbuhan, pertumbuhan penjualan, laba operasi, pajak pendapatan, investasi aktiva tetap, investasi modal kerja, dan biaya modal.

Untuk bertanggung jawab kepada pemegang saham, para dewan dapat menggunakan manajemen strategis dengan menunjukkan metodologi yang diterapkan dalam meminimalisasi ancaman yang dihadapi perusahaan dan sama-sama memanfaatkan peluang untuk menambah nilai perusahaan. Namun terkadang biaya pelaksanaannya jauh lebih besar daripada manfaat yang didapat dari penerapan strategi tersebut sehingga mengurangi nilai

pemegang saham. Mereka yang bertanggung jawab mengatur urusan bisnis harus menggunakan berbagai metodologi berdasarkan keberanian dan intuisi agar dapat meningkatkan nilai pemegang saham (Kampanje, 2012).

Nilai pemegang saham merupakan nilai perusahaan dikurangi dengan utang. Untuk itu nilai pemegang saham dapat dihitung dengan proksi SHV. SHV menjelaskan nilai pemegang saham diperoleh dengan melihat jumlah saham yang beredar dikali dengan harga penutupan saham tersebut yang dijumlahkan dengan ekuitas sebagai bentuk dari nilai pemegang saham yang kemudian dibagi dengan total aset yang dimiliki perusahaan (Arieska dan Gunawan, 2011).

2.1.5. Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Pengukuran nilai perusahaan dan nilai pemegang saham bergeser kepada parameter yang berbasis aliran kas bebas (*free cash flow*) karena parameter ini dipandang lebih transparan dan relatif sulit untuk direkayasa.

Disebut *free cash flow* (aliran kas bebas) karena istilah ini menunjukkan arus yang tersedia untuk didistribusikan kepada para pemodal (baik pemegang saham maupun pemegang obligasi) setelah perusahaan melakukan investasi pada tambahan aktiva tetap, modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan pertumbuhan perusahaan (Husnan dan Pudjisti, 2012:65).

Horne dan Wachowicz, JR (2007:489) menyebutkan aliran kas bebas merupakan arus kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang

memiliki nilai sekarang bersih positif ketika didiskontokan dengan tingkat imbal hasil yang diminta yang tepat.

Tingkat diskonto yang tepat adalah biaya modal untuk perusahaan yang diakuisisi. Tingkat diskonto ini digunakan agar dapat dengan baik mencerminkan tingkat risiko dari arus kas perusahaan yang diakuisisi.

Pasternak (2007:2) dalam Emmi Suryani *et al* (2012) menyatakan *free cash flow is cash flow from operation (or operating cash flow) less capital expenditure*.

Brigham dan Daves (2004:205) dalam Emmi Suryani *et al* (2012) juga menyebutkan aliran kas bebas merupakan kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada investor setelah perusahaan melakukan semua investasi pada aktiva tetap dan modal kerja untuk mempertahankan kelangsungan usaha perusahaan.

Sedangkan Jensen (1986) dalam Arieska dan Gunawan (2011) menyatakan aliran kas bebas merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai *net present value* positif setelah membagi deviden. Semakin bebas arus kas yang ada, semakin besar fleksibilitas aliran kas bebas tersebut.

Arus kas (*cash flow*) secara sederhana digambarkan sebagai lalu lintas kas di perusahaan yang meliputi arus masuk dan arus keluar. Arus kas yang telah bebas dari seluruh kebutuhan operasional, modal kerja dan kebutuhan investasi jangka panjang dalam bentuk aset tetap, disebut aliran kas bebas (*free cash flow*). Distribusi aliran kas bebas ini ditujukan kepada seluruh

investor perusahaan, meliputi pemegang saham, kreditur (*bondholders*) dan disebut juga aliran kas bebas untuk perusahaan (*free cash flow to the firm* atau FCFF). FCFF yang telah dikurangkan dengan kebutuhan pembiayaan pinjaman, merupakan aliran kas bebas untuk pemegang saham (*free cash flow to equity* atau FCFE) (Sasongko *et al*, 2012).

Berdasarkan beberapa definisi di atas, Hanafi (2011:2) menyatakan bahwa *free cash flow* lebih baik dibagikan kepada pemegang saham, bukannya ditahan, karena perusahaan sudah tidak memiliki lagi kesempatan investasi yang menguntungkan. Kemudian pemegang saham dibiarkan memanfaatkan kas yang diterima tersebut. Dengan cara semacam itu pemegang saham bisa memaksimalkan kemakmurannya.

Aliran kas bebas adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Lebih spesifik lagi, nilai operasi suatu perusahaan akan bergantung pada perkiraan aliran kas bebas pada masa mendatang yang dinyatakan dengan laba operasi setelah pajak dikurangi investasi dalam modal kerja dan aset tetap yang dibutuhkan untuk mempertahankan usaha. Jadi, aliran kas bebas mencerminkan kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor. Oleh karena itu, manajer membuat perusahaan menjadi lebih bernilai dengan meningkatkan aliran kasnya (Brigham dan Houston, 2012:109)

Dari beberapa penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa aliran kas bebas merupakan kelebihan dana pada perusahaan yang seharusnya didistribusikan ke para pemegang saham agar dapat memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

2.1.6. Laba Operasional

Laba operasional merupakan pengukuran laba perusahaan yang berasal dari aktifitas operasi yang masih berlangsung. Soemarso (2004) mengartikan laba operasional sebagai selisih antara laba kotor dan beban usaha disebut laba usaha atau laba operasi. Laba usaha adalah laba yang diperoleh semata-mata dari kegiatan utama perusahaan.

Sedangkan pengertian laba operasi menurut Ardiyos (2002) adalah perbedaan antara penerimaan dengan biaya dan pengeluaran yang terkait dengan suatu bisnis, kecuali pendapatan yang berasal dari sumber-sumber dari kegiatan normal bisnis dan sebelum pengeluaran pendapatan.

Fitriasari (2011) berpendapat laba operasi dapat diproyeksi dengan *Operating Profit Margin* (OPM), yang diperoleh dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak dengan total penjualan. OPM merupakan rasio profitabilitas, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Sesuai dengan model Rappaport (1998), laba operasi merupakan salah satu variabel yang dapat meningkatkan arus kas bersih operasi yang berdampak positif terhadap nilai pemegang saham.

2.1.7. Biaya Modal

Biaya modal (*cost of capital*) adalah biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan untuk mendanai investasi atau operasional perusahaan.

Puspitawati (2011) mendefinisikan biaya modal adalah tarif pengembalian modal minimum kepada investor untuk mengantisipasi resiko, seperti: pemotongan tarif yang menciptakan nilai.

Selain itu biaya modal dapat didefinisikan sebagai biaya yang harus dibayarkan oleh perusahaan atau pengguna dana untuk investasi yang dilakukan perusahaan, baik dana yang berasal dari utang atau dari pemegang saham (Rudianto, 2006:359).

Biaya modal saham biasa (*cost of common stock*) yaitu biaya atas penggunaan dana yang digunakan untuk investasi yang dilakukan perusahaan, yang berasal dari saham biasa. Biaya modal atas saham biasa dihitung dengan cara membagi dividen per lembar saham yang saat ini diberikan kepada pemegang saham dengan harga pasar saham, ditambah dengan tingkat pertumbuhan tahunan rata-rata yang diharapkan.

Mardiyah (2002) mengartikan *cost of capital* sebagai biaya yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembiayaan (*source of financing*). *Cost of capital* dihitung atas dasar sumber dana jangka panjang, yaitu hutang jangka panjang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan. Biaya hutang

jangka panjang adalah biaya hutang sesudah pajak saat ini untuk mendapatkan dana jangka panjang melalui pinjaman.

Brigham dan Houston (2006) dalam Fitriasisari (2011) menyatakan biaya modal yang digunakan, baik untuk proyek maupun proyek khusus, adalah biaya modal rata-rata tertimbang. Biaya modal rata-rata tertimbang ini mempunyai beberapa komponen, yaitu biaya utang (*cost of debt*), biaya saham preferen (*cost of preferred stock*), dan biaya ekuitas biasa (*cost of common equity*).

Setelah komponen-komponen biaya modal ini dihitung, dengan memasukkan unsur-unsur proporsi sumber dana dalam struktur modal sebagai penimbang, biaya modal rata-rata tertimbang/*weighted average cost of capital* (WACC) dapat dihitung.

Brigham dan Houston (2006) dalam Fitriasisari (2011) juga menyatakan *weighted average cost of capital* (WACC) merupakan proxy dari biaya modal, karena WACC mencerminkan tingkat kapitalisme pasar, di mana dalam penghitungan WACC menggunakan proporsi sumber dana dari biaya utang, saham preferen, maupun saham biasa.

Potton (2007:91) dalam Kampanje (2012) menyatakan perusahaan cenderung memiliki berbagai jenis struktur modal dan ketika dalam mempertimbangkan biaya modal yang digunakan untuk membiayai proyek tersebut, umumnya menggunakan biaya dari campuran modal yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini karena biaya modal yang harus digunakan dalam proyek evaluasi adalah biaya marjinal dana yang dihimpun untuk membiayai

proyek dan penggunaan WACC dianggap estimasi terbaik dari biaya marjinal.

Biaya modal sama dengan modal yang diinvestasikan perusahaan (juga disebut modal atau modal yang dipakai) dikalikan rata-rata tertimbang (*weighted average*) dari biaya modal (WACC). WACC sama dengan jumlah biaya dari setiap komponen modal-utang jangka pendek, utang jangka panjang dan ekuitas pemegang saham ditimbang berdasarkan proporsi relatifnya dalam struktur modal perusahaan pada nilai pasar (Puspitawati, 2011).

2.2. Review Penelitian Relevan

Tabel 2.1

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil Penelitian
1	Fika Fitriyani (2011)	<i>Value Drivers</i> terhadap Nilai Pemegang Saham Perusahaan yang Hedging di Derivatif Valuta Asing	<i>Value Driver</i> (Pertumbuhan Penjualan, Laba Operasi, Investasi Aktiva Tetap, Investasi Modal Kerja, dan Biaya Modal), dan Nilai Pemegang Saham	Labanya operasi memiliki pengaruh terhadap nilai pemegang saham, sedangkan biaya modal tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham
2	Metha Ariessa dan Barbara Gunawan (2011)	Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi	Aliran Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, Set Kesempatan Investasi, Dividen, dan Nilai Pemegang Saham	Aliran Kas Bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham
3	Hendro Sasongko <i>et al</i> (2012)	Pengaruh Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividen, dan Leverage Terhadap Nilai Pemegang Saham	Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividen, Leverage, dan Nilai Pemegang Saham	Aliran kas bebas positif tidak berpengaruh terhadap penciptaan nilai pemegang saham, sedangkan aliran kas bebas negatif berpengaruh terhadap nilai pemegang saham
4	Md Faisul Alam (2012)	<i>Rapport's Value Driver for Equity Report of Britvic Plc</i>	<i>Value Driver (Sales Growth, Oprating Profit Margin, and Corporate Value)</i>	<i>Oprating profit margin</i> (proxy dari laba operasional) berpengaruh terhadap nilai pemegang saham
5	Marc Bertoneche dan Cornis van der Lugt (Working Paper 2013)	<i>Finding the God Particle of Sustainability Business Case: Greener Pastures for Shareholder Value</i>	<i>Growth of Sales, Duration of Sales, Operating Margin and Capital Expenditure, Human Capital and Productivity, Tax Rates, and Cost of Capital</i>	Labanya operasi dan biaya modal memiliki pengaruh terhadap nilai pemegang saham

2.3. Kerangka Pemikiran

Setiap perusahaan akan membutuhkan pendanaan yang lebih dalam kegiatan operasionalnya dan juga kebutuhan akan memperluas investasi mereka. Untuk itu dibutuhkan kecermatan dalam pemilihan sumber dana yang akan digunakan. Keputusan pendanaan yang tepat akan memberikan keuntungan yang lebih terhadap perusahaan.

Terdapat beberapa sumber pendanaan yang dapat digunakan sebagai sumber dana tambahan yang dapat dilakukan oleh perusahaan, diantaranya yang berasal dari internal perusahaan dan juga eksternal perusahaan. Dibutuhkan kepandaian pihak manajerial dalam memilih pendanaan yang sesuai dengan jenis kegiatan operasional atau investasi apa yang akan dilakukan oleh perusahaan.

Biasanya perusahaan akan memilih menggunakan sumber dana yang berasal dari internal perusahaan karena dianggap lebih dapat mengurangi biaya yang akan dikeluarkan. Namun tidak jarang perusahaan lebih memilih untuk berhutang pada kreditor ataupun menjual saham mereka kepada para investor.

Sumber dana yang berasal dari internal perusahaan bisa dari laba ditahan ataupun aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan. Kedua sumber pendanaan ini bisa menimbulkan konflik antara pihak pemegang saham dan juga manajerial. Banyaknya laba ditahan tentunya akan mengurangi jumlah dividen yang diterima oleh para pemegang saham. Begitu juga dengan aliran kas bebas yang banyak digunakan untuk pendanaan tersebut. Semakin banyak aliran kas bebas yang digunakan untuk berinvestasi, maka akan sedikit pula aliran dana yang diterima para pemegang saham.

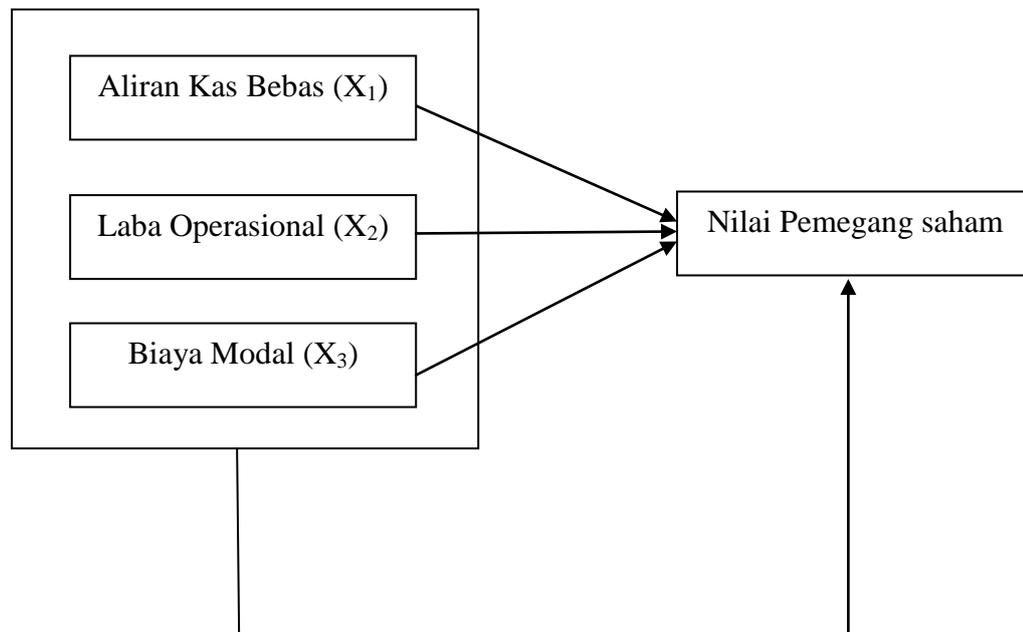
Salah satu aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan berasal dari laba operasional perusahaan. Semakin tinggi tingkat laba yang dihasilkan, maka akan semakin tinggi pula aliran kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan. Jika semakin tinggi aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan, maka diharapkan aliran dana yang diterima oleh para pemegang saham pun akan semakin besar.

Selain dengan menggunakan sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan, untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya, perusahaan dapat menggunakan biaya yang berasal dari luar perusahaan (pihak eksternal). Perusahaan dapat meminjam uang kepada pihak kreditor atau dengan menjual saham kepada para investor (pemegang saham) yang ingin berinvestasi pada perusahaan mereka sebagai modal.

Penggunaan modal ini tentunya akan menimbulkan biaya-biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan sebagai bentuk kompensasi atas dana yang telah mereka dapatkan dari kreditor dan juga investor untuk mengembangkan perusahaan mereka. Perusahaan harus membayarkan hutang beserta bunga kepada para kreditor. Begitu juga kepada para investor (pemegang saham), perusahaan harus membagikan dividen kepada mereka.

Nilai pemegang saham dapat digunakan sebagai tolak ukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memakmurkan para pemegang sahamnya sebagai bentuk penggantian atas investasi yang telah dilakukan oleh para pemegang saham pada perusahaan tersebut dalam upaya pendanaan kegiatan investasi dan juga kegiatan operasional yang akan dilakukan oleh perusahaan.

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka penulis membuat skema mengenai penelitian ini sebagai berikut:



Gambar 2.1

2.4. Hipotesis

- H₁ : Aliran Kas Bebas berpengaruh terhadap Nilai Pemegang Saham.
- H₂ : Laba Operasional berpengaruh terhadap Nilai Pemegang Saham.
- H₃ : Biaya Modal berpengaruh terhadap Nilai Pemegang Saham
- H₄ : Aliran Kas Bebas, Laba Operasional, dan Biaya Modal berpengaruh terhadap Nilai Pemegang Saham.

BAB III

OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Objek dan Ruang Lingkup Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan di industri manufaktur yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2010 - 2011.

3.2. Metodologi Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Kasiram (2008: 149) dalam bukunya Metodologi Penelitian Kualitatif dan Kuantitatif, mendefinisikan penelitian kuantitatif adalah suatu proses menemukan pengetahuan yang menggunakan data berupa angka sebagai alat menganalisis keterangan mengenai apa yang ingin diketahui.

Data merupakan informasi yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yakni informasi yang telah dikumpulkan oleh pihak lain di luar diri peneliti. Berdasarkan klasifikasi pengumpulannya, jenis data yang digunakan termasuk *balanced panel*. *Balanced panel* adalah panel data di mana tiap unit *cross-section* mempunyai jumlah observasi *time-series* yang sama.

3.3. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel yang terdapat pada penelitian ini adalah

1. Nilai Pemegang Saham

Nilai pemegang saham dapat menunjukkan tingkat kemakmuran dari para pemegang saham. Dengan semakin tingginya tingkat kemakmuran dari pemegang saham, maka banyak investor yang tertarik untuk berinvestasi. Untuk itu perusahaan perlu memaksimalkan nilai pemegang saham. Arieska dan Gunawan pada jurnalnya menyebutkan bahwa nilai pemegang saham dapat dihitung dengan:

$$SHV = \frac{(OS_{it} \times HPS_{it}) + EKUITAS}{TA}$$

dimana

SHV : *Shareholder Value*

OS : *Outstanding Share*

HPS : *Harga Penutupan Saham*

TA : *Total Assets*

2. Aliran Kas Bebas

Aliran kas bebas merupakan kelebihan arus kas yang dimiliki perusahaan. Kelebihan aliran kas bebas ini yang menimbulkan konflik antara pemegang saham dan manajerial. Untuk mencari nilai aliran kas bebas, Arieska dan Gunawan menyatakan dapat dihitung dengan:

$$\text{FCF} = \frac{\text{AKO}_{it} - \text{PM}_{it} - \text{NWC}_{it}}{\text{EKUITAS}}$$

dimana

FCF : *Free Cash Flow*

AKO : Aliran Kas Operasional

PM : Pengeluaran Modal

NWC : *Net Working Capital*

3. Laba Operasional

Semakin tinggi laba yang diperoleh, maka diharapkan semakin tinggi pula dari nilai pemegang saham. Untuk itu, laba operasional dapat dihitung dengan:

$$\text{OPM} = \frac{\text{Penjualan Bersih} - \text{HPP} - \text{Total Biaya}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

dimana

OPM : *Operating Profit Margin*

HPP : Harga Pokok Penjualan

4. Biaya Modal

Biaya modal merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam memperoleh pendanaan. Biaya modal dapat dihitung dengan:

$$\text{WACC} = \text{Biaya Modal Hutang} + \text{Biaya Modal Saham Biasa}$$

dimana

WACC : *Weighted Average Cost of Capital*

3.4. Metode Penentuan Populasi atau Sampel

Dalam penelitian ini, metode yang digunakan adalah *purposive sampling*, yakni pengambilan sampel dibatasi hanya pada anggota populasi yang memiliki syarat spesifik dengan tujuan penelitian. Sampel yang digunakan sesuai dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangannya selama dalam periode penelitian yaitu tahun 2010 - 2011,
2. Perusahaan manufaktur yang mencantumkan proporsi kepemilikan saham selama 2 tahun berturut-turut yaitu tahun 2010 - 2011.
3. Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen berturut-turut selama 2 tahun yaitu tahun 2010 – 2011.

3.5. Prosedur Pengumpulan Data

Sesuai dengan jenis data yang diperlukan yaitu data sekunder dan teknik sampling yang digunakan, maka pengumpulan data didasarkan pada laporan keuangan yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2010 - 2011.

3.6. Metode Analisis

A. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dimaksudkan untuk memberikan penjelasan yang memudahkan peneliti dalam menginterpretasikan hasil analisis data dan pembahasannya. Statistik deskriptif menjelaskan data demografi responden dan statistik deskriptif variabel utama yang diteliti. Deskripsi variabel penelitian meliputi kisaran skor jawaban responden baik secara teoritis maupun berdasarkan data yang dikumpulkan dalam penelitian ini.

B. Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variable independent keduanya mempunyai distribusi normal atautidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan uji statistik. Tes statistik yang digunakan antara lain analisis grafik histogram, normal *probability plots* dan Liliefors Significance Correction. Pada pengujian ini, kriterianya adalah jika nilai **Sig \leq 0.05** maka data **tidak berdistribusi normal**.

2. Uji Multikolinieritas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinieritas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk ke dalam model. Metode untuk mendiagnosa adanya *multicollinearity* dilakukan dengan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance* (TOL) dengan kriteria: jika nilai **TOL** ≤ 0.10 dan nilai **VIF** ≥ 10 maka **multikolinieritasnya tinggi** yang berarti hubungan antara variabel independennya sangat erat.

3. Uji Heteroskedastisitas

Asumsi ketiga adalah heteroskedastisitas (*heteroscedasticity*) digunakan untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas, dalam hal ini dapat dilakukan dengan cara melihat grafik *Scatterplot*. Jika dalam grafik terlihat ada pola tertentu seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.

Selain itu dapat dilakukan Uji Glejser dengan cara meregresikan nilai absolut residual dengan variabel dependen. Lalu lihat tabel Coefficient, jika nilai **Sig** ≤ 0.05 maka data terkena **gejala heteroskedastisitas**.

4. Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi keempat dalam model regresi linier klasik adalah uji autokorelasi (*autocorrelation*). Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*.

C. Uji Hipotesis

Untuk menguji hipotesis tentang kekuatan variabel penentu (*independent variable*) terhadap kebijakan hutang dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dengan model dasar sebagai berikut:

$$\text{SHV} = \alpha + \beta_1 \text{FCF} + \beta_2 \text{OPM} + \beta_3 \text{WACC} + \varepsilon$$

dimana:

SHV : Nilai Pemegang Saham

FCF : Aliran Kas Bebas

OPM : Laba Operasional

WACC : Biaya Modal

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Uji F

Uji F digunakan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh secara bersama-sama (simultan) variabel-variabel independen (bebas) terhadap variabel dependen (terikat). Pembuktian dilakukan dengan cara membandingkan nilai F_{hitung} dengan F_{tabel} pada tingkat kepercayaan 5%. Kriteria pengujian yang digunakan adalah:

Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka H_0 ditolak

Arti secara statistik data yang digunakan membuktikan bahwa semua variabel independen (X_1 , X_2 , dan X_3) berpengaruh terhadap nilai variabel dependen (Y).

Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ maka H_0 diterima

Arti secara statistik data yang digunakan membuktikan bahwa semua variabel independen (X_1 , X_2 , dan X_3) berpengaruh terhadap nilai variabel dependen (Y).

Selain itu uji F dapat pula dilihat dari besarnya *probabilitas value* (*p value*) dibandingkan dengan 0,05 (taraf signifikansi $\alpha = 5\%$).

Adapun kriteria pengujian yang digunakan adalah:

Jika *p value* $< 0,05$ maka H_0 ditolak

Jika *p value* $> 0,05$ maka H_0 diterima

Selanjutnya untuk mengetahui seberapa besar prosentase sumbangan dari variabel independen X_1 , X_2 , dan X_3 secara bersama-

sama terhadap kebijakan hutang sebagai variabel dependen dapat dilihat dari besarnya koefisien determinasi (R^2). Dimana R^2 menjelaskan seberapa besar variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini mampu menjelaskan variabel independen.

2. Uji t

Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Uji t dilakukan dengan membandingkan antara t_{hitung} dengan t_{tabel} . Untuk menentukan t_{tabel} ditentukan dengan tingkat signifikansi 5%. Kriteria pengujian yang digunakan adalah:

Jika $t_{hitung} > t_{tabel} (n-k-1)$ maka H_0 ditolak

Jika $t_{hitung} < t_{tabel} (n-k-1)$ maka H_0 diterima

Selain uji t tersebut dapat pula dilihat dari besarnya *probability value* (*p value*) dibandingkan dengan 0,05 (taraf signifikansi $\alpha = 5\%$).

Adapun kriteria pengujian yang digunakan adalah:

Jika $p \text{ value} < 0,05$ maka H_0 ditolak

Jika $p \text{ value} > 0,05$ maka H_0 diterima

Untuk mengetahui seberapa besar prosentase sumbangan dari variabel independen X_1 , X_2 , dan X_3 secara parsial terhadap variabel dependen dapat dilihat dari besarnya koefisien determinasi (R^2). Dimana R^2 menjelaskan seberapa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini mampu menjelaskan variabel dependen.

BAB IV

PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Unit Analisis

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh dari variabel independen yaitu, aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal terhadap variabel dependen yaitu nilai pemegang saham secara simultan maupun parsial. Penelitian ini menggunakan objek perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2010 – 2011. Data yang digunakan dalam penelitian merupakan data sekunder yang berasal dari situs resmi BEI yaitu www.idx.co.id.

Pada teknik pengambilan sampel secara *purposive sampling method*, yaitu dengan mengambil sampel berdasarkan kriteria tertentu dimana ada beberapa syarat yang harus dipenuhi oleh sampel. Kriteria yang digunakan penulis dalam pelaksanaan penelitian ini diantaranya, perusahaan yang secara berturut-turut terdaftar di BEI pada periode 2010 – 2011, selain itu perusahaan tersebut harus membagikan dividen kepada investor selama berturut-turut pada periode 2010 – 2011. Perusahaan yang dijadikan sampel oleh penulis pun harus tidak berada dalam posisi rugi pada periode 2010 – 2011. Berdasarkan kriteria tersebut, Penulis menggunakan sebanyak 31 perusahaan setiap tahunnya dengan total sampel yang digunakan sebanyak 62 sampel. Berikut ini proses penyeleksian pemilihan sampel penelitian.

Tabel 4.1
Proses Seleksi Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode penelitian yaitu 2010 – 2011	129
2	Perusahaan manufaktur yang membagikan deviden berturut-turut selama periode 2010 – 2011	42
3	Perusahaan manufaktur yang menggunakan mata uang asing	(5)
4	Perusahaan manufaktur yang tidak mencantumkan data secara lengkap pada laporan keuangannya	(6)
		Jumlah Observasi
	Periode 2010 – 2011 31 Perusahaan Manufaktur X 2 Tahun	62

4.2. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.2.1. Analisis Deskriptif

Berdasarkan jumlah sampel yang sudah ditentukan, maka akan diketahui statistik deskriptif variabel yang berfungsi untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian. Dalam hal ini meliputi jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata (*mean*) dan tingkat penyimpangan penyebaran data (*standard deviation*) yang dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 4.2**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SHV	62	.17	3.68	1.6946	.86794
FCF	62	-7.30	1.15	.0191	1.06546
OPM	62	.01	.36	.1173	.06971
WACC	62	.00	3.99	.9501	.99220
Valid N (listwise)	62				

Sumber: data diolah penulis, 2013

Berdasarkan data yang terdapat pada tabel di atas, dapat dilihat bahwa total sampel yang digunakan penulis sebanyak 62 perusahaan. Untuk variabel dependen yaitu nilai pemegang saham yang menggunakan proxy SHV, nilai terendah terjadi pada PT Tembaga Mulia Semanan Tbk pada tahun 2011 sebesar 0,1674 dan nilai tertinggi terjadi pada PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2011 yaitu sebesar 3,6823. Penjelasan mengenai tabel tersebut yaitu, PT Tembaga Mulia Semanan Tbk pada tahun 2011 merupakan perusahaan yang paling sedikit meningkatkan nilai pemegang saham atau yang dapat diartikan sebagai memakmurkan pemegang saham, sedangkan PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2011 merupakan perusahaan yang paling banyak meningkatkan nilai pemegang saham. Semakin banyak dana yang dimiliki dan tersedia untuk didistribusikan oleh perusahaan, maka dapat semakin tinggi pula tingkat kemakmuran yang didapat oleh para pemegang saham. Nilai rata-rata dari nilai pemegang saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2010 – 2011 yang digunakan penulis sebagai sampel yaitu sebesar 1,6946. Untuk standar deviasi pada

penelitian ini memiliki nilai sebesar 0,86794 yang menunjukkan variasi data yang dilihat dari harga penutupan saham, jumlah saham yang beredar, aset dan juga ekuitas perusahaan tersebut.

Untuk mengukur aliran kas bebas, penulis menggunakan proxy FCF dengan nilai tertinggi dan terendah pada perusahaan yang sama yaitu PT Tembaga Mulia Semanan Tbk namun pada tahun yang berbeda. Untuk nilai terendah pada tahun 2010 sebesar -7,2970 dan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2011 dengan nilai 1,1467. Hal ini dapat diartikan sebagai perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tertinggi dan terendah terjadi pada perusahaan yang sama yaitu PT Tembaga Mulia Semanan Tbk pada tahun 2011 sebagai aliran kas bebas tertinggi dan tahun 2010 sebagai perusahaan yang memiliki aliran kas bebas terendah. Rata-rata dari aliran kas bebas pada sampel yang digunakan penulis terjadi pada nilai 0,0191. Standar deviasi yang terjadi pada perhitungan dari aliran kas bebas ini yaitu sebesar 1,06546 dengan menunjukkan variasi data yang dapat dilihat dari arus kas operasi perusahaan, pengeluaran modal, *net working capital*, dan ekuitas perusahaan serta nilai ekuitas perusahaan pada periode penelitian.

Laba operasional pada penelitian ini menggunakan proxy OPM dengan nilai tertinggi 0,35707 terjadi pada PT Delta Djakarta pada tahun 2010. Untuk nilai terendahnya terjadi pada nilai 0,00616 pada PT Tembaga Mulia Semanan Tbk pada tahun 2010. Nilai rata-rata yang terjadi pada laba operasional sebesar 0,1169. Standar deviasi laba operasional pada penelitian ini terjadi pada tingkat 0,06960 dengan menunjukkan variasi data yang

dapat dilihat pada tingkat penjualan yang diperoleh perusahaan, harga pokok penjualan, biaya operasional, dan juga tarif pajak yang berlaku untuk perusahaan.

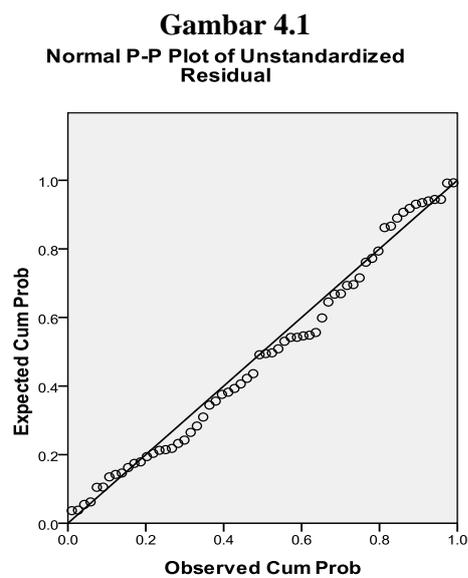
Variabel terakhir yaitu biaya modal yang dihitung dengan proxy WACC menghasilkan nilai tertinggi biaya modal sebesar 3,99224 pada PT Malindo Feedmill Tbk pada tahun 2010 dan perusahaan dengan biaya modal terendah dengan nilai -0,00032 terjadi pada PT Delta Djakarta pada tahun 2011. Untuk rata-rata biaya modal yang digunakan perusahaan, berdasarkan perhitungan yang telah dilakukan penulis yaitu sebesar 0,9501 dengan standar deviasi sebesar 0,99220 yang menunjukkan variasi data yang dapat dilihat melalui ekuitas, hutang, obligasi, serta total aset yang dimiliki perusahaan tersebut.

4.2.2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk menguji tingkat kelayakan dari regresi linear berganda yang akan digunakan dalam penelitian ini. Pengujian ini dapat memastikan tingkat normalitas data yang digunakan dalam penelitian yang dilakukan. Selain itu, pengujian yang dilakukan juga dapat memastikan data yang digunakan terbebas dari multikolinearitas, autokolerasi, dan juga heterokedastisitas. Jika sampel yang digunakan sebagai data pada penelitian ini mampu memenuhi uji-uji tersebut, maka data yang digunakan dapat dianggap layak untuk dijadikan sampel penelitian.

4.2.2.1. Uji Normalitas

Sebuah penelitian dapat dikatakan baik jika model regresi pada penelitian tersebut memiliki distribusi data yang normal atau mendekati normal. Untuk itu, pada sebuah penelitian diperlukan adanya uji normalitas. Uji normalitas terhadap data yang dijadikan sampel penelitian dapat dilakukan melalui beberapa cara, pada penelitian ini penulis menggunakan grafik sebagai cara untuk menguji tingkat normalitas data yang digunakan. Berikut ini grafik hasil dari uji normalitas data yang digunakan dalam penelitian.



sumber: data diolah oleh penulis, 2013

Dari grafik di atas dapat disimpulkan bahwa persebaran data dapat dikatakan mendekati normal, karena sebaran data tersebut menyebar di sekitar garis diagonal dan juga mengikuti arah garis diagonal tersebut.

Untuk memastikan tingkat normalitas data tersebut, penelitian ini juga menggunakan uji liliefors dengan tingkat kepercayaan 5%. Untuk normalitas distribusi data dilihat melalui tingkat signifikasinya.

1. Nilai signifikansi $< 0,05$ maka data terdistribusi dengan tidak normal.
2. Nilai signifikansi $> 0,05$ maka data terdistribusi dengan normal.

Tabel 4.3
Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	.089	62	.200*	.973	62	.199

a. Lilliefors Significance Correction

sumber: data diolah oleh penulis, 2013

Data di atas menunjukkan tingkat signifikansi uji normalitas sampel secara keseluruhan berada di atas 0,05, dengan demikian data dalam penelitian ini terdistribusi secara normal.

4.2.2.2. Uji Multikolineritas

Uji multikolineritas dilakukan untuk menguji tingkat kolerasi antar variabel independen. Sebuah penelitian tidak dibolehkan variabel independennya memiliki kolerasi yang sangat kuat. Berikut ini hasil uji multikolineritas data yang digunakan pada penelitian ini.

Tabel 4.4
Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	FCF	.921	1.086
	OPM	.869	1.151
	WACC	.850	1.176

a. Dependent Variable: SHV

Sumber: data diolah oleh penulis, 2013

Untuk menilai tingkat kolerasi antar variabel independen tersebut, model regresi penelitian tersebut harus melewati persyaratan berikut:

1. Mempunyai nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) < 10
2. Mempunyai nilai toleransi $> 0,10$

Dari tabel di atas, dapat dilihat nilai toleransi dari FCF sebesar 0,921, OPM sebesar 0,869, dan WACC sebesar 0,850. Hasil ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi kolerasi yang kuat antara FCF, OPM, dan juga WACC. Jika dilihat dari tingkat toleransi, dapat dilihat dari hasil uji yang telah dilakukan bahwa tingkat toleransi ketiga variabel independen tersebut $> 0,10$. Selain itu, jika dilihat dari hasil perhitungan VIF, karena hasil pengujian ketiga variabe dependen tersebut < 10 .

4.2.2.3. Uji Autokolerasi

Pengujian selanjutnya terhadap data yaitu uji autokolerasi. Pengujian ini bertujuan untuk menguji tingkat kolerasi dari masing-masing variabel. Masalah autokolerasi muncul disebabkan oleh penelitian yang dilakukan secara berurutan berkaitan satu sama lainnya. Untuk pengujian data terhadap masalah autokolerasi digunakan uji Durbin – Watson (DW Test). Berikut ini merupakan kriteria dari DW Test.

1. $(4 - DW \text{ Table low}) < DW \text{ Hitung} < 4$: terdapat autokolerasi
2. $0 < DW \text{ Hitung} < DW \text{ Table low}$: terdapat autokolerasi
3. $2 < DW \text{ Hitung} < (4 - DW \text{ Tabel up})$: tidak terdapat autokolerasi
4. $DW \text{ Tabel up} < DW \text{ Hitung} < 2$: tidak terdapat autokolerasi

Berikut ini merupakan hasil uji autokolerasi yang dilakukan terhadap data yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Tabel 4.5
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.689 ^a	.474	.447	.64547	1.785

a. Predictors: (Constant), WACC, FCF, OPM

b. Dependent Variable: SHV

sumber: diolah oleh penulis 2013

$DW \text{ Tabel up} < DW \text{ Hitung} < 2$

$1,6198 < 1,785 < 2 = \text{tidak terdapat autokorelasi.}$

Model regresi ini bebas dari gejala autokorelasi sehingga dapat dilanjutkan dengan uji heteroskedastisitas.

4.2.2.4. Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji model regresi persamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka pengamatan tersebut disebut homoskedastisitas dan jika terdapat perbedaan dalam pengamatan disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Terdapat beberapa cara untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas, dalam penelitian ini menggunakan uji glejser. Uji glejser dilakukan untuk meregresikan nilai *absolute residual* terhadap variabel independen dengan ketentuan nilai signifikansi $> 0,05$ (Gujarati, 2003).

Tabel 4.6
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.568	.123		4.610	.000
FCF	-.017	.047	-.050	-.372	.711
OPM	.022	.739	.004	.030	.976
WACC	-.071	.052	-.188	-1.352	.182

a. Dependent Variable: ABS_RES
sumber: diolah oleh penulis, 2013

Dari hasil pengujian yang telah dilakukan, dapat dipastikan bahwa tidak terdapat kesamaan varians dari residual. Tingkat signifikansi yang dihasilkan dari pengujian tersebut yaitu aliran kas bebas sebesar 0,711, laba operasional sebesar 0,976, dan biaya modal sebesar 0,182. Hasil ini telah memenuhi kriteria yaitu pada tingkat $> 0,5$.

4.2.3. Uji Hipotesis

4.2.3.1. Model Regresi Linear Berganda

Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik yang mendasari analisis linear berganda antara variabel independen (aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal) dengan variabel dependen (nilai pemegang saham) terpenuhi, pengujian terhadap penelitian ini dilanjutkan dengan tingkat pengaruh antara variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut ini hasil dari persamaan regresi linear berganda:

Tabel 4.7
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.222	.212		5.768	.000
	FCF	.049	.081	.060	.604	.548
	OPM	6.350	1.272	.510	4.993	.000
	WACC	-.287	.090	-.329	-3.181	.002

a. Dependent Variable: SHV
sumber: diolah oleh penulis, 2013

Analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini untuk melakukan pengujian hipotesis adalah regresi berganda yang dapat dituliskan sebagai berikut berdasarkan tabel 4.7:

$$\text{SHV} = 1,222 + 0,049 \text{ FCF} + 6,350 \text{ OPM} - 0,287 \text{ WACC} + \varepsilon$$

Dari persamaan di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Konstanta (a) sebesar 1,222 dapat diartikan jika keseluruhan variabel independen (aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal) dalam model regresi bernilai 0 (konstan), maka nilai pemegang saham akan mengalami kenaikan sebesar 1,222.
2. Jika koefisien regresi variabel aliran kas bebas sebesar 0,049, hal ini menunjukkan jika variabel-variabel independen lain bernilai tetap, dan aliran kas bebas mengalami kenaikan sebesar 1, maka nilai pemegang saham akan mengalami kenaikan sebesar 0,049.
3. Koefisien regresi variabel laba operasional sebesar 6,350, hal ini menunjukkan variabel-variabel independen lain bernilai tetap dan laba

operasional mengalami kenaikan sebesar 1, maka nilai pemegang saham akan mengalami kenaikan sebesar 6,350.

4. Selain itu, jika koefisien regresi variabel biaya modal sebesar -0,287, dapat diartikan bahwa jika variabel-variabel independen lain bernilai tetap dan biaya modal mengalami kenaikan sebesar 1, maka nilai pemegang saham akan mengalami perubahan sebesar -0,287.

4.2.3.2. Uji Parsial (t)

Uji parsial merupakan pengujian yang dilakukan untuk mengukur tingkat signifikansi pengaruh dari variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Uji t dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} dengan t_{tabel} , dengan taraf signifikansi 5%. Berikut ini tabel hasil pengujian yang telah dilakukan:

Tabel 4.8
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.222	.212		5.768	.000
	FCF	.049	.081	.060	.604	.548
	OPM	6.350	1.272	.510	4.993	.000
	WACC	-.287	.090	-.329	-3.181	.002

a. Dependent Variable: SHV

sumber: data diolah oleh penulis, 2013

Dari tabel di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Berdasarkan pengujian secara parsial pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham diperoleh t_{hitung} sebesar $0,604 < t_{tabel}$ 2,00100 dengan tingkat signifikansi $0,548 > 0,05$. Dilihat dari tingkat

signifikansi, aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, namun tidak signifikan sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima.

2. Berdasarkan pengujian secara parsial pengaruh laba operasional terhadap nilai pemegang saham diperoleh t_{hitung} sebesar $4,993 > t_{tabel}$ 2,00100 dengan tingkat signifikansi $0,000 < 0,05$. Dilihat dari tingkat signifikansi, laba operasional berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima.
3. Berdasarkan pengujian secara parsial pengaruh biaya modal terhadap nilai pemegang saham diperoleh t_{hitung} sebesar $3,181 > t_{tabel}$ 2,00100 dengan tingkat signifikansi $0,002 > 0,05$. Dilihat dari tingkat signifikansi, biaya modal berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima.

4.2.3.3. Uji Simultan (F)

Uji F digunakan untuk membuktikan hipotesis yang menyatakan ada pengaruh simultan antara aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2010 – 2011. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan F_{hitung} dengan F_{tabel} , dengan taraf signifikansi 5%. Berikut ini tabel hasil uji simultan yang telah dilakukan:

Tabel 4.9
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	21.788	3	7.263	17.432	.000 ^a
	Residual	24.164	58	.417		
	Total	45.952	61			

a. Predictors: (Constant), WACC, FCF, OPM

b. Dependent Variable: SHV

sumber: data diolah oleh penulis, 2013

Hasil pengujian hipotesis secara simultan dapat dilihat bahwa F_{hitung} sebesar 17,432 dengan signifikansi 0,05. Nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ yaitu $17,432 > 2,76$ dan taraf signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,000. Dilihat dari hasil tersebut dapat diartikan model regresi linear berganda layak digunakan dalam penelitian ini serta adanya pengaruh variabel independen yaitu aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal terhadap nilai pemegang saham sebagai variabel dependen.

4.2.3.4. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur kemampuan variabel independen dalam menerangkan variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang cukup besar berarti menunjukkan kemampuan variabel-variabel independen dapat dikatakan cukup dalam menjelaskan variasi variabel dependen.

Tabel 4.10
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.689 ^a	.474	.447	.64547

a. Predictors: (Constant), WACC, FCF, OPM

b. Dependent Variable: SHV

sumber: diolah oleh penulis, 2013

Berdasarkan tabel 4.10 dapat dilihat besar nilai *adjusted R²* adalah 0,447 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 44,7%. Hal ini berarti 44,7% nilai pemegang saham dipengaruhi variabel aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal. Sedangkan sisanya 55,3% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Standar Error of the Estimate (SEE) menunjukkan nilai 0,64547 hal ini menunjukkan nilai yang kecil sehingga dapat disimpulkan model regresi layak digunakan untuk memprediksi variabel dependen. Semakin kecil nilai SEE akan membuat model regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

4.2.4. Pembahasan Hasil Penelitian

4.2.4.1. Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham namun tidak signifikan. Hal ini dapat dilihat dari hasil perhitungan regresi linear berganda yang bertanda positif dengan nilai 0,049. Secara statistik t_{hitung} 0,604 dan t_{tabel}

2,00100 ($t_{hitung} < t_{tabel}$) dengan tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,548. Perhitungan ini memiliki arti yaitu setiap aliran kas bebas bertambah 1, maka nilai pemegang saham juga akan meningkat sebesar 0,049.

Pengaruh dari aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham yang tidak signifikan terlihat pada tabel deskriptif statistik yang menunjukkan nilai dari aliran kas bebas hanya memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0191. Hal ini dipengaruhi oleh arus kas operasi, pengeluaran modal, *net working capital*, dan ekuitas sebagai komponen perhitungan dalam mencari nilai aliran kas bebas. Banyaknya nilai pengeluaran modal dan *net working capital* yang lebih besar dibandingkan nilai arus kas operasi pada sampel yang digunakan pada penelitian ini menyebabkan nilai aliran kas bebas menjadi negatif. Selain itu, tingginya nilai ekuitas pada perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini juga menjadi penyebab banyak sampel yang memiliki aliran kas bebas menjadi negatif.

Pada penelitian ini tidak semua sampel memiliki aliran kas bebas yang negatif, ini menunjukkan bahwa aliran kas bebas masih dapat memberikan pengaruh terhadap nilai pemegang saham dan telah sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan, yaitu aliran kas bebas memiliki pengaruh namun tidak signifikan.

Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Sasongko, *et al* (2012) serta Arieska dan Gunawan (2011)

yang menyatakan bahwa aliran kas bebas memiliki pengaruh terhadap nilai pemegang saham. Namun terdapat perbedaan antara penelitian yang dilakukan oleh penulis dan peneliti terdahulu. Penelitian yang dilakukan penulis menghasilkan pengaruh yang tidak signifikan, sedangkan peneliti terdahulu menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh dan signifikan.

Perbedaan ini bisa terjadi karena adanya perbedaan sampel ataupun tahun penelitian yang dilakukan. Penulis memilih sampel yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2010 – 2011 dan terdapat kriteria lainnya. Penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Gunawan juga menggunakan perusahaan manufaktur namun pada periode yang berbeda yaitu periode 2005 – 2009. Sedangkan penelitian yang dilakukan Sasongko, *et al* menggunakan perusahaan non keuangan pada periode 2003 – 2010.

Hasil penelitian yang telah dilakukan penulis menunjukkan bahwa tidak banyak perusahaan yang memiliki aliran kas bebas. Sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa perusahaan sebaiknya tidak memiliki aliran kas berlebih karena dapat menimbulkan konflik antara pihak manajerial dan pemegang saham.

Hal ini sejalan dengan teori agensi yang menyatakan bahwa terlalu banyak dana yang tersedia pada perusahaan (aliran kas bebas) dapat menyebabkan pihak manajerial menggunakan dana-dana tersebut untuk

membuat proyek-proyek baru yang dapat menguntungkan pihak manajerial sendiri tanpa memikirkan para pemegang saham.

4.2.4.2. Pengaruh Laba Operasional terhadap Nilai Pemegang Saham

Pada penelitian pengaruh variabel laba operasional terhadap nilai pemegang saham yang telah dilakukan, hasil menunjukkan bahwa laba operasional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pencapaian nilai pemegang saham. Hal ini dapat dilihat dari hasil perhitungan regresi linear berganda yang betanda positif dengan nilai 6,350. Pengaruh dari laba operasional akan sangat terlihat jika dilihat dari t_{hitung} yang lebih besar dari t_{tabel} yaitu sebesar $4,993 > 2,00100$. Selain itu, tingkat signifikansi juga menunjukkan pengaruh yang signifikan, kurang dari 0,05 yaitu sebesar 0,0000058. Hasil perhitungan regresi linear berganda ini memiliki arti yaitu bila laba operasional bertambah 1, maka nilai pemegang saham akan mengalami kenaikan sebesar 6,350.

Laba operasional memiliki pengaruh yang signifikan pada penelitian ini karena perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini mengalami peningkatan penjualan setiap tahunnya. Selain tingkat penjualan yang dilakukan oleh perusahaan, komponen dalam menghitung laba operasional pada penelitian ini adalah Harga Pokok Penjualan (HPP) dan juga biaya operasional yang dikeluarkan perusahaan. Makin tingginya tingkat penjualan yang dilakukan oleh perusahaan, maka nilai HPP dan biaya operasional yang dikeluarkan perusahaan juga meningkat.

Namun pada sampel penelitian ini, kenaikan HPP dan biaya operasional yang dikeluarkan perusahaan tidak sebanding dengan tingkat penjualan yang diperoleh perusahaan sehingga dapat menutupi biaya-biaya yang dikeluarkan perusahaan.

Sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Fitriasari (2011), Faisul Alam (2012), dan Bertoneche dan Lugt (*Working Paper*, 2013), meskipun menggunakan sampel yang berbeda, hasil penelitian menunjukkan hasil yang sama, yaitu laba operasional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan nilai pemegang saham.

Hasil ini ditunjukkan dengan semakin meningkatnya laba operasional yang diperoleh perusahaan maka para pemegang saham akan semakin mendapatkan hasil yang lebih besar pula. Semakin besar laba yang diperoleh perusahaan, maka diharapkan semakin besar pula dana yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, dengan demikian tingkat kemakmuran pemegang saham akan meningkat.

4.2.4.3. Pengaruh Biaya Modal terhadap Nilai Pemegang Saham

Berdasarkan hasil perhitungan regresi linear berganda, biaya modal yang terbentuk dari *weighted average cost of capital* (WACC) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham. Pada persamaan regresi terlihat bahwa biaya modal memiliki tanda negatif dengan nilai sebesar 0,287. Secara statistik, pengaruh biaya modal terhadap nilai pemegang saham dapat dilihat berdasarkan t_{hitung} dari biaya

modal yang lebih besar daripada t_{tabel} yaitu sebesar $3,181 > 2,00100$. Selain itu, jika dilihat dari signifikansinya, tingkat pengaruh biaya modal kurang dari 0,05, yaitu sebesar 0,02. Hasil tersebut memiliki arti yaitu jika biaya modal mengalami kenaikan sebesar 1, maka nilai pemegang saham akan mengalami penurunan sebesar 0,287.

Penelitian ini memiliki kesamaan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Bertoneche dan Lugt (*Working Paper*, 2013) serta Fitriasaki (2011) yang menyebutkan bahwa biaya modal berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Namun terdapat perbedaan hasil penelitian yang dilakukan oleh penulis dan Fitriasaki (2011). Hasil penelitian yang dilakukan penulis menyatakan bahwa pengaruh yang dihasilkan pada penelitian ini yaitu berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Fitriasaki (2011) menyatakan bahwa pengaruh dari biaya modal negatif dan tidak signifikan.

Perbedaan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh penulis dan peneliti sebelumnya, Fitriasaki (2011) dapat disebabkan oleh banyak hal. Perbedaan yang cukup terlihat pada penelitian ini yaitu dalam pemilihan sampel serta periode penelitian. Penulis memilih menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2010 – 2011 dan terdapat beberapa kriteria lainnya. Fitriasaki (2011) juga menggunakan perusahaan manufaktur sebagai sampel penelitian, namun perusahaan yang dijadikan sampel juga harus melakukan *hedging* di

derivatif valuta asing dengan periode penelitian yang berbeda pula, yaitu periode 2004 – 2008.

Biaya modal berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham karena terdapat beberapa indikator yang terdapat biaya modal, diantaranya hutang kepada kreditur, hutang obligasi, dan juga pembagian dividen kepada para pemegang saham, sehingga jika perusahaan menggunakan dari berbagai sumber untuk biaya modalnya, maka dividen yang diperoleh para pemegang saham akan semakin berkurang.

Jika perusahaan menggunakan sumber pembiayaan modal mereka berasal dari penjualan saham kepada para investor, selain itu perusahaan tersebut juga mengeluarkan obligasi dan juga berhutang kepada kreditur, maka laba yang diperoleh perusahaan akan terbagi kepada pemberi dana tersebut, sehingga dapat disimpulkan jika semakin banyak biaya modal perusahaan yang berasal selain dari penjualan saham, maka tingkat kemakmuran yang didapat para pemegang saham akan berkurang.

4.2.4.4. Pengaruh Aliran Kas Bebas, Laba Operasional, dan Biaya Modal secara Simultan terhadap Nilai Pemegang Saham

Persamaan regresi memiliki nilai F_{hitung} sebesar 17,432 yang lebih besar daripada F_{tabel} sebesar 2,76 dengan nilai signifikansi 0,000. Hal ini memiliki arti bahwa persamaan regresi ini signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hasil tersebut menyatakan bahwa aliran kas bebas (FCF), laba operasional (OPM) dan biaya modal (WACC) secara

bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai pemegang saham (SHV). Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan penjelas nyata pada variabel terikat.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat dapat dilihat dari nilai koefisien determinasinya (*adjusted R²*). Nilai koefisien determinasi dalam penelitian ini sebesar 0,447 yang memiliki arti bahwa kemampuan regresi untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 44,7%, sementara 55,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

Pengaruh positif antara aliran kas bebas dan laba operasional terhadap nilai pemegang saham memiliki arti kenaikan yang terjadi pada aliran kas bebas dan laba operasional akan menaikkan nilai pemegang saham juga. Namun pengaruh negatif dari biaya modal terhadap nilai pemegang saham memiliki arti jika terjadi kenaikan pada biaya modal, maka akan mengurangi nilai pemegang saham.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

5.1.1. Kesimpulan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010 - 2011. Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut :

1. Aliran kas bebas memiliki pengaruh namun tidak signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini dapat dilihat dari nilai t_{hitung} sebesar $0,604 < t_{tabel} 2,00100$ dengan tingkat signifikansi $0,548 > 0,05$. Pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham ini berarti setiap kenaikan aliran kas bebas akan meningkatkan nilai pegang saham. Oleh karena itu, semakin tinggi aliran kas bebas perusahaan maka semakin tinggi nilai pemegang saham atau semakin rendah aliran kas bebas perusahaan maka semakin rendah juga nilai pemegang saham perusahaan tersebut.
2. Laba operasional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini dapat dilihat dari nilai t_{hitung} sebesar $4,993 > t_{tabel} 2,00100$ dengan tingkat signifikansi $0,0000058 < 0,05$. Pengaruh

positif laba operasional terhadap nilai pemegang saham memiliki arti setiap kenaikan laba operasional akan meningkatkan nilai pemegang saham. Oleh karena itu, semakin tinggi laba operasional perusahaan maka semakin besar nilai pemegang saham pada perusahaan tersebut.

3. Biaya modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini dapat dilihat dari nilai t_{hitung} sebesar $3,181 > t_{tabel}$ $2,00100$ dengan tingkat signifikansi $0,002 < 0,05$. Pengaruh negatif biaya modal terhadap nilai pemegang saham memiliki arti setiap penurunan biaya modal akan meningkatkan nilai pemegang saham dan begitu juga sebaliknya, kenaikan biaya modal akan mengurangi nilai pemegang saham. Oleh karena itu, semakin rendah biaya modal perusahaan maka semakin besar nilai pemegang saham tersebut atau semakin tinggi biaya modal perusahaan maka semakin rendah nilai pemegang saham.
4. Aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini dapat dilihat dari nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ yaitu $17,432 > 2,76$ dan taraf signifikansi lebih kecil dari $0,05$ yaitu $0,000$, sehingga menandakan adanya pengaruh secara bersamaan aliran kas bebas, laba operasional, dan biaya modal terhadap nilai pemegang saham. Pengaruh simultan ini memiliki arti semakin tinggi aliran kas bebas dan laba operaional namun semakin rendah biaya modal maka semakin tinggi pula nilai pemegang saham tersebut. Adanya kenaikan aliran kas bebas, laba operasional, dan

penurunan biaya modal dapat memberikan signal positif bagi investor, sehingga akan menaikkan nilai pemegang saham.

5.1.2. Keterbatasan

Penulis menyadari adanya beberapa keterbatasan dalam penelitian yang dilakukan. Keterbatasan-keterbatasan tersebut diharapkan dapat menjadi bahan untuk penelitian lebih lanjut. Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

1. Pada penelitian ini sampel yang digunakan hanya terbatas pada sektor perusahaan manufaktur dan secara *purposive sampling*, sehingga hal ini menjadikan hasil penelitian tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi terhadap sektor perusahaan secara keseluruhan. Selain itu pada penelitian ini, periode pengamatan yang digunakan hanya selama dua tahun yaitu periode 2010 - 2011 sehingga hasilnya kurang maksimal.
2. Pada penelitian ini proksi yang digunakan, yaitu untuk aliran kas bebas menggunakan FCF, laba operasional menggunakan OPM, biaya modal dengan WACC yang kriterianya hanya perusahaan yang menggunakan saham biasa serta perusahaan yang menggunakan biaya modal dengan hutang kepada debitur atau para pemegang obligasi, dan nilai pemegang saham dengan SHV.

5.2. Saran

Berdasarkan keterbatasan yang ada pada penelitian ini, maka dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut:

1. Untuk penelitian selanjutnya, hendaknya menambah sampel penelitian dengan jumlah periode yang lebih lama dan sampel tidak hanya berorientasi pada perusahaan manufaktur melainkan jenis lainnya.
2. Untuk penelitian selanjutnya, sebaiknya membedakan antara aliran kas bebas positif dan aliran kas bebas negatif agar dapat lebih terlihat dalam pembentukan nilai pemegang sahamnya. Selain itu, dalam mengukur biaya modal, sebaiknya menambahkan komponen biaya modal yang berasal dari saham preferen, laba di tahan, biaya pembentukan saham baru dan seluruh komponen biaya modal lainnya agar lebih menggambarkan biaya modal secara keseluruhan.
3. Untuk penelitian selanjutnya, dapat menggunakan variabel independen yang berbeda dengan penelitian ini, seperti *good corporate governance*, peluang pertumbuhan perusahaan, dan sebagainya.

DAFTAR PUSTAKA

- Alam, Md Faisul, 2012. *Rapport's Value Drivers for Equity Report of Britvic Plc.* Working Paper
- Ardiyos. 2002. *Kamus Besar Akuntansi.* Jakarta: Citra Harapan Prima
- Arieska, Metha, dan Gunawan, Barbara. 2011. *Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variaabel Moderasi.* Jurnal Akuntansi dan Keuangan. Vol. 13. No. 1. Hlm 13-23
- Azlina, Nur. 2009. *Pengaruh The Monday Effect terhadap Return Saham JII di Bursa Efek Indonesia.* Pekbis Jurnal. Vol 1. No. 1. Hlmn 26-35
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2011. *Manajemen Keuangan.* Edisi Sebelas. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, Eugene F. Dan Houston, Joel F. 2012. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan.* Edisi 11 – Buku 1. Jakarta: Salemba Empat
- Brealey, R.A, Myers, S.C, Marcus, A.J. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan Jilid 1.* Jakarta : Penerbit Erlangga
- Bertoneche, Marc dan Lugt, Cornis van der. 2013. *Finding The God Particular of The Suistanibility Business Case: Greener Pastures for Shareholder Value.* Working Paper
- Deitiana, Tita. 2011. *Pengaruh Rasio Keuangan, Pertumbuhan Penjualan, dan Dividen terhadap Harga Saham.* Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol 13. No. 1. Hlmn 57-66
- Efni, Yulia. 2011. *Analisis Kebijakan Pendanaan, Kepemilikan Manajerial, dan Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Non Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*
- Efni, Yulia *et al.* 2011. *Keputusan Invetasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan.* Jurnal Aplikasi Manajemen. Vol 10. No. 1. Hlmn 128-141
- Fitriasari, Fika. 2011. *Value Drivers terhadap Nilai Pemegang Saham Perusahaan yang Hedging di Derivatif Valuta Asing.* Jurnal Manajemen Bisnis. Vol 1. No. 1. Hlmn 89-102

- Hanafi, Mamduh M. 2011. *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Yogyakarta: BPFE
- Hardjo, Eliezer H. 2012.
<http://economy.okezone.com/read/2012/02/17/226/557517/shareholder>.
diunduh pada 14 maret 2013
- Harjito, D. Agus dan Martono SU. 2012. *Manajemen Keuangan Edisi Kedua*.
Yogyakarta: Ekonisia
- Horne, James C. Van dan Wachowicz JR, John M. 2007. *Fundamental of Financial Management*. Penerjemah: Dewi Fitriyari, M.Si dan Deny Arnol Kuary, M.Hum. Jakarta: Salemba Empat
- Husnan, Suad dan Pudjiatuti, Enny. 2012. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*.
Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Kampanje, Brian Phiri. 2012. *Strategic Management Source of Agency Cost?*
Working Paper
- Kasiram. 2008. *Metodologi Penelitian Kualitatif dan Kuantitatif*. Malang: UIN Malang Press
- Madura, Jeff. 2007. *Pengantar Bisnis*. Edisi 4 – Buku 1. Jakarta: Salemba Empat
- Munawir, S. 2002. *Akuntansi Keuangan Dan Manajemen*. Edisi Revisi.
Yogyakarta: BPFE
- Puspitawati, Lilis. 2011. *Economic Value Added (EVA): Konsep Baru untuk Mengukur Laba Suatu Perusahaan*. Majalah Ilmiah Unikom. Vol 8. No. 1. Hlmn 3-10
- Raharjo, Budi. 2003. *Laporan Keuangan Perusahaan*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada Press
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*. Edisi Keempat Cetakan Keenam. Yogyakarta : BPFE
- Rodoni, Ahmad dan Ali, Henni. 2010. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media
- Rudianto. 2006. *Akuntansi Manajemen*. Jakarta: Grasindo
- Sasongko, Hendro *et al.*, 2012. *Pengaruh Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividen, dan Leverage terhadap Nilai Pemegang Saham*. Jurnal Ilmiah Ranggagading. Vol. 12. No. 1. Hlmn 72-81

Soemarso, SR. 2004. *Akuntansi Suatu Pengantar, Buku I Edisi ke 5*. Jakarta: Salemba Empat

Suryani, Emmi *et al.*, 2012. *Pengaruh Profitabilitas, Arus Kas Operasi, dan Aliran Kas Bebas terhadap Dividen Kas pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009*. Jurnal Akuntansi. Vol 1. No. 1. Hlmn 1-13

Lampiran-Lampiran

Lampiran 1

Daftar Sampel

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALMI
2	PT Asahimas Flat Glas Tbk	AMFG
3	PT Astra Internasional Tbk	ASII
4	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO
5	PT Sepatu Bata Tbk	BATA
6	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM
7	PT Berlina Tbk	BRNA
8	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA
9	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk	DVLA
10	PT Ekadharma International Tbk	EKAD
11	PT Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW
12	PT Gudang Garam Tbk	GGRM
13	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL
14	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
15	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI
16	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
17	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA
18	PT Kabelindo Murni Tbk	KBLM
19	PT Lion Metal Works Tbk	LION
20	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH
21	PT Malindo Feedmill Tbk	MAIN
22	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA
23	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT
24	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO
25	PT Sierad Produce Tbk	SIPD
26	PT Sekar Laut Tbk	SKLT
27	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM
28	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS
29	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID
30	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO
31	PT Tempo Scan Pasific	TSPC

Lampiran 2

Perhitungan Shareholder Value

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan	SHV		OS		CP		EKUITAS		TOTAL ASSETS	
			2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
1	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALMI	0.44481	0.50827	308000000	308000000	910	840	516616105951	505791625207	1791523164727	1504154332712
2	PT Asahimas Flat Glas Tbk	AMFG	1.85383	1.83766	434000000	434000000	6550	5800	2145200000000	1842925000000	2690592000000	2372657000000
3	PT Astra Internasional Tbk	ASII	2.4452	2.39355	4048000000	4048000000	74000	54550	75838000000000	49310000000000	153521000000000	112857000000000
4	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	2.56071	2.61669	3856000000	771000000	3400	13950	4723000000000	3861000000000	6964227000000	5585852000000
5	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	2.0691	2.50035	13000000	13000000	55000	67600	3540000000000	3320000000000	5166490000000	4842530000000
6	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM	1.30683	1.44233	450000000	450000000	2150	2400	1202000000000	1073000000000	1660119000000	1492728000000
7	PT Berlina Tbk	BRNA	0.77529	0.76565	138000000	138000000	1770	1600	255000000000	201000000000	643964000000	550907000000
8	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	3.38568	3.52534	1600000	1600000	111500	120000	5730000000000	5780000000000	6961670000000	7085840000000
9	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk	DVLA	2.17164	2.28425	1120000000	1120000000	1150	1170	727917390000	640602050000	928290993000	854109991000
10	PT Ekadharma International Tbk	EKAD	1.44668	1.22045	699000000	559000000	280	255	148000000000	107000000000	237592000000	204470000000
11	PT Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW	2.56139	1.98781	247800000	247800000	4375	2875	1802000000000	1811000000000	4936094000000	4495022000000
12	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	3.68227	3.19296	192400000	192400000	62050	40000	24551000000000	21197000000000	39088705000000	30741679000000
13	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	1.28837	1.1129	3485000000	3485000000	3000	2300	4431000000000	3527000000000	11554143000000	10371567000000
14	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	2.69535	2.74091	5831000000	5831000000	5200	4675	10709773000000	9362181000000	15222857000000	13361313000000
15	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	1.15125	1.51387	306000000	306000000	750	1200	502000000000	492000000000	635399000000	567551000000
16	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	1.3436	0.80224	8780000000	8780000000	4600	4875	31610000000000	16785000000000	53585933000000	74275955000000
17	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA	1.41662	1.37525	2072000000	2072000000	3825	3150	3785000000000	3074000000000	8266417000000	6981107000000
18	PT Kabelindo Murni Tbk	KBLM	0.57865	0.87005	1120000000	1120000000	114	110	244364131761	227601169133	642954768386	403194715268
19	PT Lion Metal Works Tbk	LION	1.57183	1.50576	52000000	52000000	5250	3800	302000000000	260000000000	365816000000	303900000000
20	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH	1.09163	1.21483	10000000	10000000	5000	4800	57000000000	47000000000	98019000000	78200000000

21	PT Malindo Feedmill Tbk	MAIN	1.56883	1.3896	1695000000	339000000	980	3200	422000000000	258000000000	1327801000000	966319000000
22	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA	1.01935	0.5368	6122000000	6122000	500	330	1767000000000	1629000000000	4736349000000	3038412000000
23	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	1.35387	1.59492	4280000000	428000000	500	650	358000000000	338000000000	422493000000	386352000000
24	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO	0.7988	0.71328	2060000000	206000000	3125	1950	519000000000	424000000000	1455621000000	1157613000000
25	PT Sierad Produce Tbk	SIPD	0.67315	0.93242	9391000000	9391000000	54	71	1271072402115	1233011475857	2641602932160	2037458582968
26	PT Sekar Laut Tbk	SKLT	1.02522	1.92772	6910000000	6910000000	140	385	122900348177	118305038258	214237879424	199375442469
27	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	2.31287	1.93027	1440000000	1440000000	1360	1070	671000000000	519000000000	1136858000000	1067103000000
28	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	0.16738	0.22679	18000000	18000000	5900	9000	139000000000	119000000000	1464966000000	1239043000000
29	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	2.27056	2.28716	2010000000	2010000000	7700	7200	1020000000000	948000000000	1130865000000	1047238000000
30	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO	2.43436	2.36446	50000000	50000000	50000	39000	761000000000	631000000000	1339570000000	1091583000000
31	PT Tempo Scan Pasific	TSPC	3.41641	2.86913	450000000	450000000	2550	1710	3046000000000	2604000000000	4250374000000	3589596000000

Lampiran 3

Perhitungan Aliran Kas Bebas

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan	FCF		AKO		PENGELUARAN MODAL		NWC		EQUITY	
			2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
1	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALMI	-1.195455196	1.012229188	514218211247	482103558078	-93812790160	98760082974	1225622409642	-128633571158	516616105951	505791625207
2	PT Asahimas Flat Glas Tbk	AMFG	0.44628974	0.66095731	2225898750000	2078999750000	128225000000	-96953000000	1140293000000	957858000000	2145200000000	1842925000000
3	PT Astra Internasional Tbk	ASII	0.020807511	0.175527276	40714000000000	32792250000000	21529000000000	13776000000000	17607000000000	10361000000000	75838000000000	49310000000000
4	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	0.129422173	0.042268519	2296542925000	1983716750000	1013645000000	872524000000	671637000000	947994000000	4723000000000	3861000000000
5	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	0.000994943	-0.010226864	179422730750	164732508250	11249521000	14379827000	167821000000	153748000000	354000000000	332000000000
6	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM	0.61261299	0.784621102	1326590418000	1460418553750	48054604000	73278111000	542175000000	545242000000	1202000000000	1073000000000
7	PT Berlina Tbk	BRNA	1.029896393	0.987238235	354746679250	304743069250	89391099000	33024184000	2732000000	73284000000	255000000000	201000000000
8	PT Delta Jakarta Tbk	DLTA	-0.050493776	-0.130608314	428505178500	396256375250	-24077888000	-4809019000	481516000000	476557000000	573000000000	578000000000
9	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk	DVLA	-0.382427724	-0.30970304	301666041250	302302897750	27396012000	25480741000	552645820000	475218559000	727917390000	640602050000
10	PT Ekadharma International Tbk	EKAD	-0.080095503	-0.047050615	61955969671	55509262493	-114895927	7544678298	73925000000	52999000000	148000000000	107000000000
11	PT Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW	0.672690409	0.841445168	2002787418914	1972999683950	513935302522	679374485470	276664000000	-230232000000	1802000000000	1811000000000
12	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	-0.329709604	-0.299131115	9626299500000	8272631750000	873565000000	186954000000	16847435000000	14426360000000	24551000000000	21197000000000
13	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	0.421740634	0.630227672	4640175750000	4445317000000	598283000000	380523000000	2173160000000	1841981000000	4431000000000	3527000000000
14	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	-0.13336179	-0.231841331	4462564500000	2066296500000	299068000000	-79798000000	5591771000000	4316635000000	10709773000000	9362181000000
15	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	-0.524169255	-0.413181459	149906882352	156808370917	-1229151684	-11254351447	414269000000	371348000000	502000000000	492000000000
16	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	0.02369183	0.145776482	14305566750000	12447983250000	1886238000000	-217751000000	11670430000000	10218876000000	31610000000000	16785000000000
17	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA	-0.030525297	-0.14496999	2504994750000	2744196250000	788224000000	441334000000	1832309000000	2748500000000	3785000000000	3074000000000
18	PT Kabelindo Murni Tbk	KBLM	0.858822048	0.697379007	184358922082	158654261998	708985981	-2986263736	-26215368102	2916248466	244364131761	227601169133
19	PT Lion Metal WorksTbk	LION	-0.635131698	-0.619602883	95220854975	80776497492	5368627852	-661753002	281662000000	242535000000	302000000000	260000000000
20	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH	-0.171846378	-0.06947972	31409991578	27146482400	-1546764855	-869970769	42752000000	31282000000	57000000000	47000000000
21	PT Malindo Feedmill Tbk	MAIN	0.438097217	0.748383131	538727332500	466805273750	148440307000	122883426000	205410000000	150839000000	422000000000	258000000000

22	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA	0.582147001	0.260319521	772912750000	669086500000	1101530000000	572236000000	-1357271000000	-327210000000	1767000000000	1629000000000
23	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	-0.468913394	-0.483682335	106968101681	98427297152	428096865	9341926338	274411000000	252570000000	358000000000	338000000000
24	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO	0.255799811	0.397533634	416943782519	349925239010	15461680717	-9013021743	268722000000	190384000000	519000000000	424000000000
25	PT Sierad Produce Tbk	SIPD	-0.126447345	-0.112836768	627469130363	552516692212	441513788332	189003323003	346679073046	502642398653	1271072402115	1233011475857
26	PT Sekar Laut Tbk	SKLT	-0.007299575	-0.045403538	46533209929	35337863579	4229627628	-3406285961	43200702579	44115616781	122900348177	118305038258
27	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	0.765560457	0.852754038	980416288740	838566846667	12512222073	38643501172	454213000000	357344000000	671000000000	519000000000
28	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	1.14672853	-7.297026848	178558121352	143556458733	38351855699	13194653609	-19189000000	998708000000	139000000000	119000000000
29	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	-0.064928107	-0.046439564	570972952543	514397710189	22533622098	4799417168	614666000000	553623000000	1020000000000	948000000000
30	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO	0.249489938	0.474714728	709702964239	636369937390	127364121251	-26342056256	392477000000	363167000000	761000000000	631000000000
31	PT Tempo Scan Pasific	TSPC	-0.363388857	-0.354344429	1183308947527	973503924759	180864406412	38503817739	2109327000000	1857713000000	3046000000000	2604000000000

Lampiran 4

Perhitungan Laba Operasional

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan	OPM		PENJUALAN BERSIH		HPP		BIAYA OPERASIONAL	
			2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
1	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALMI	0.035190159	0.03313237	3609867387594	3019070482536	3396868324112	2834455597862	85967257792	84585923399
2	PT Asahimas Flat Glas Tbk	AMFG	0.175403477	0.175192013	2596271000000	2426138000000	1919036000000	1774246000000	221840039646	226852000000
3	PT Astra Internasional Tbk	ASII	0.109692183	0.114113672	162564000000000	129038000000000	130530000000000	103117000000000	14202000000000	11196000000000
4	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	0.070555684	0.091623503	7363659000000	6255109000000	6126058000000	5102483000000	718053000000	579511000000
5	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	0.119553093	0.135256616	678591535000	644189190000	369611149000	337998532000	227852669000	219059808000
6	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM	0.099915156	0.118774122	1900212056000	1805359612000	1616094915000	1497478944000	94257157000	93450666000
7	PT Berlina Tbk	BRNA	0.117650636	0.107484042	679335305000	568328198000	530923836000	443954248000	68487238000	63287738000
8	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	0.357072985	0.326851188	564051178000	547816338000	171149868000	188174567000	191493872000	180587350000
9	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk	DVLA	0.147104416	0.147534808	972297437000	929196665000	349019084000	341549889000	480249106000	450557924000
10	PT Ekadharma International Tbk	EKAD	0.125794232	0.145789659	328459768003	254275936956	246909084681	184845926815	40232338910	32359207953
11	PT Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW	0.104662355	0.151164735	4123728086965	3385973456418	3511918410513	2739477708582	180210581869	134655966242
12	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	0.19340535	0.18656968	41884352000000	37691997000000	31754984000000	28826410000000	2028710262017	1833403174324
13	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	0.085257769	0.130651466	11841396000000	9853904000000	10172171000000	7915174000000	659654000000	651303000000
14	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	0.136344806	0.146796514	19367155000000	17960120000000	14335896000000	12976664000000	2390648000000	2346973000000
15	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	0.050451741	0.006849529	1411698217508	311494032521	1314800693630	305351872365	25674890573	4008572831
16	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	0.148210493	0.175775193	45332256000000	38403360000000	32749190000000	25916354000000	5864350000000	5736648000000
17	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA	0.072591462	0.112913764	15663068000000	13955792000000	13072723000000	10906624000000	1453340000000	1473367000000
18	PT Kabelindo Murni Tbk	KBLM	0.051647245	0.022254392	8647526000095	542618175974	794327907095	511080741467	25762603502	19461797170
19	PT Lion Metal Works Tbk	LION	0.219504398	0.226238346	268414285432	207832622837	154386534782	114901740911	55109634422	45911173005
20	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH	0.076015091	0.071114332	207522581381	161011674412	184399550958	142989208581	7348182538	6572228083
21	PT Malindo Feedmill Tbk	MAIN	0.117872256	0.127349985	2634460563000	2036518864000	2173770053000	1648160726000	150160701000	129007492000
22	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA	0.103875706	0.128042096	2861930000000	2006840000000	2329096000000	1571129000000	235549000000	178751000000

23	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	0.102170513	0.100262658	406315784681	369366074883	178805292118	162523780610	185997000361	169808669648
24	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO	0.050161057	0.043446515	3363728158430	2198396728350	3099837953031	2030364572201	95162047102	72519479807
25	PT Sierad Produce Tbk	SIPD	0.032121805	0.056200711	4029131023628	3642500860349	3607549568193	3291055163693	292158493594	146734560131
26	PT Sekar Laut Tbk	SKLT	0.026314364	0.018224066	344435729830	314145710944	271964581408	252082911939	63407541282	56337786802
27	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	0.164006355	0.145887592	1807890780238	1561786956669	1347221072817	1192997424382	164164130810	140944193287
28	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	0.006161394	0.008649547	6067106666012	4275538434054	5969563292886	4189064294164	60161537881	49492667262
29	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	0.116678798	0.118522761	1654671098358	1466938711851	1053345049712	923034681729	408261014414	370038404106
30	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO	0.223408884	0.230838316	1341926755400	1121498803637	944934466678	774226999137	97193930548	88386909117
31	PT Tempo Scan Pasific	TSPC	0.113791142	0.115108604	5780664117037	5134242102154	3580621360619	3239912027011	1542254384275	1303334634420

Lampiran 5

Perhitungan Biaya Modal

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan	WACC		kd x Proporsi		ks x Proporsi	
			2011	2010	2011	2010	2011	2010
1	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALMI	0.975400216	0.022242527	0.957724878	0	0.017675338	0.022242527
2	PT Asahimas Flat Glas Tbk	AMFG	0.021573652	0.027439979	0	0	0.021573652	0.027439979
3	PT Astra Internasional Tbk	ASII	1.405771953	1.156788857	1.39594233	1.142553447	0.009829623	0.01423541
4	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	0.403884712	0.073203585	0.392408568	0.056946326	0.011476144	0.016257259
5	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	0.003476433	0.332747673	0	0.328631462	0.003476433	0.004116211
6	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM	0.270915132	0.103370594	0.265547664	0.08464621	0.005367468	0.018724384
7	PT Berlina Tbk	BRNA	1.587576143	1.717054229	1.572208094	1.701743135	0.015368049	0.015311094
8	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	0.000381278	-0.00031978	0	0	0.000381278	-0.00031978
9	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk	DVLA	0.04948055	0.058372639	0	0	0.04948055	0.058372639
10	PT Ekadharma International Tbk	EKAD	1.555963932	1.514674947	1.529543525	1.479793153	0.026420407	0.034881794
11	PT Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW	0.1520657	0.789087126	0.1365178	0.761610592	0.0155479	0.027476534
12	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	0.910853347	0.52426359	0.907123514	0.519853179	0.003729833	0.004410411
13	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	1.204769594	1.360467425	1.172001864	1.320989638	0.03276773	0.039477787
14	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	0.291269647	0.967655495	0.23765287	0.158217531	0.053616777	0.809437964
15	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	0.018612277	0.01657241	0	0	0.018612277	0.01657241
16	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	1.479696135	1.449478099	1.473342039	1.442630161	0.006354096	0.006847938
17	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA	2.476034691	1.342164374	2.440517972	1.319396381	0.035516719	0.022767993
18	PT Kabelindo Murni Tbk	KBLM	0.77778413	0.958272117	0.758218189	0.931001786	0.019565941	0.027270331
19	PT Lion Metal WorksTbk	LION	0.022993837	0.024600876	0	0	0.022993837	0.024600876
20	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH	0.574131873	0.777120284	0.55548586	0.757555972	0.018646013	0.019564312
21	PT Malindo Feedmill Tbk	MAIN	2.719179788	3.99223639	2.652020685	3.82999522	0.067159103	0.16224117

22	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA	3.051657924	2.914448854	3.034195554	2.875638466	0.01746237	0.038810388
23	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	0.120730935	0.142389619	0.094105782	0.105491384	0.026625153	0.036898235
24	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO	2.606946242	2.84457134	2.578727595	2.818395792	0.028218647	0.026175548
25	PT Sierad Produce Tbk	SIPD	2.864161198	2.48424762	2.850602143	2.449244721	0.013559055	0.035002899
26	PT Sekar Laut Tbk	SKLT	1.496889961	1.423071112	1.487516778	1.416313925	0.009373183	0.006757187
27	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	0.917233703	1.134255767	0.909127216	1.104207407	0.008106487	0.03004836
28	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	1.844708509	0.362728038	1.837969669	0.360649444	0.00673884	0.002078594
29	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	0.02563218	0.027589841	0	0	0.02563218	0.027589841
30	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO	0.103536581	0.118069435	0.097104106	0.092755191	0.006432475	0.025314244
31	PT Tempo Scan Pasific	TSPC	0.158888204	0.152615799	0.15041275	0.149201756	0.008475454	0.003414043

Lampiran 6

Perhitungan Keseluruhan Variabel

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan	SHV		FCF		OPM		WACC	
			2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
1	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALMI	0.444814849	0.508266744	-1.195455196	1.012229188	0.035190159	0.03313237	0.975400216	0.022242527
2	PT Asahimas Flat Glas Tbk	AMFG	1.853829938	1.837655	0.44628974	0.66095731	0.175403477	0.175192013	0.021573652	0.027439979
3	PT Astra Internasional Tbk	ASII	2.445202936	2.393545815	0.020807511	0.175527276	0.109692183	0.114113672	1.405771953	1.156788857
4	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	2.560714922	2.616691241	0.129422173	0.042268519	0.070555684	0.091623503	0.403884712	0.073203585
5	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	2.069103008	2.500345894	0.000994943	-0.010226864	0.119553093	0.135256616	0.003476433	0.332747673
6	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM	1.306834028	1.442325728	0.61261299	0.784621102	0.099915156	0.118774122	0.270915132	0.103370594
7	PT Berlina Tbk	BRNA	0.775291786	0.76564647	1.029896393	0.987238235	0.117650636	0.107484042	1.587576143	1.717054229
8	PT Delta Jakarta Tbk	DLTA	3.385681884	3.525340679	-0.050493776	-0.130608314	0.357072985	0.326851188	0.000381278	-0.00031978
9	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk	DVLA	2.171643811	2.284251526	-0.382427724	-0.30970304	0.147104416	0.147534808	0.04948055	0.058372639
10	PT Ekadharna International Tbk	EKAD	1.446681706	1.220447987	-0.080095503	-0.047050615	0.125794232	0.145789659	1.555963932	1.514674947
11	PT Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW	2.561387607	1.987810071	0.672690409	0.841445168	0.104662355	0.151164735	0.1520657	0.789087126
12	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	3.682270876	3.192961582	-0.329709604	-0.299131115	0.19340535	0.18656968	0.910853347	0.52426359
13	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	1.288369029	1.112898369	0.421740634	0.630227672	0.085257769	0.130651466	1.204769594	1.360467425
14	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	2.695352981	2.740906227	-0.13336179	-0.231841331	0.136344806	0.146796514	0.291269647	0.967655495
15	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	1.151245123	1.513872762	-0.524169255	-0.413181459	0.050451741	0.006849529	0.018612277	0.01657241
16	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	1.343598888	0.802244818	0.02369183	0.145776482	0.148210493	0.175775193	1.479696135	1.449478099
17	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA	1.416623429	1.375254669	-0.030525297	-0.14496999	0.072591462	0.112913764	2.476034691	1.342164374
18	PT Kabelindo Murni Tbk	KBLM	0.578647442	0.870053986	0.858822048	0.697379007	0.051647245	0.022254392	0.77778413	0.958272117
19	PT Lion Metal WorksTbk	LION	1.57182846	1.505758473	-0.635131698	-0.619602883	0.219504398	0.226238346	0.022993837	0.024600876
20	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH	1.091625093	1.21483376	-0.171846378	-0.06947972	0.076015091	0.071114332	0.574131873	0.777120284
21	PT Malindo Feedmill Tbk	MAIN	1.568834486	1.389603226	0.438097217	0.748383131	0.117872256	0.127349985	2.719179788	3.99223639
22	PT Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA	1.019350559	0.53680023	0.582147001	0.260319521	0.103875706	0.128042096	3.051657924	2.914448854
23	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	1.353868585	1.594918623	-0.468913394	-0.483682335	0.102170513	0.100262658	0.120730935	0.142389619
24	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO	0.798799962	0.713278099	0.255799811	0.397533634	0.050161057	0.043446515	2.606946242	2.84457134
25	PT Sierad Produce Tbk	SIPD	0.67314674	0.932422623	-0.126447345	-0.112836768	0.032121805	0.056200711	2.864161198	2.48424762
26	PT Sekar Laut Tbk	SKLT	1.02521715	1.927720052	-0.007299575	-0.045403538	0.026314364	0.018224066	1.496889961	1.423071112
27	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	2.312865811	1.930272898	0.765560457	0.852754038	0.164006355	0.145887592	0.917233703	1.134255767

28	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	0.167375898	0.226787932	1.14672853	-7.297026848	0.006161394	0.008649547	1.844708509	0.362728038
29	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	2.270562799	2.287159175	-0.064928107	-0.046439564	0.116678798	0.118522761	0.02563218	0.027589841
30	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO	2.434363266	2.364456024	0.249489938	0.474714728	0.223408884	0.230838316	0.103536581	0.118069435
31	PT Tempo Scan Pasific	TSPC	3.416405239	2.869125105	-0.363388857	-0.354344429	0.113791142	0.115108604	0.158888204	0.152615799

DAFTAR RIWAYAT HIDUP



Sri Lestari, dilahirkan di Jakarta pada tanggal 29 Oktober 1990. Anak pertama dari 2 (dua) bersaudara. Keturunan dari pasangan Bapak Daldiri dan Ibu Tamsiyah. Beralamat di Jalan Balai Rakyat III Blok B No 22 Pondok Bambu, Jakarta Timur, 13430. Peneliti memulai pendidikan di SDN Pondok Bambu 14 Pagi pada tahun 1996. Kemudian melanjutkan ke SMP Negeri 51 Jakarta dan lulus pada tahun 2005. Setelah itu melanjutkan ke SMA Negeri 59 Jakarta dan lulus pada tahun 2008. Pada tahun 2008 peneliti terdaftar sebagai mahasiswa Universitas Negeri Jakarta pada jenjang diploma tiga dan menyelesaikan pendidikan sebagai ahli madya jurusan Akuntansi pada tahun 2011. Kemudian peneliti langsung melanjutkan jenjang pendidikan sarjana pada Alih Program Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Negeri Jakarta dari tahun 2011 sampai dengan sekarang.