

PENGARUH TAHAPAN DAUR HIDUP PERUSAHAAN, GOOD CORPORATE GOVERNANCE, SET KESEMPATAN INVESTASI, ALIRAN KAS BEBAS DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN: TINJAUAN TEORITIS

Werner R. Murhadi

Dosen Tetap Fakultas Ekonomi UBAYA

Abstract

This article aims to study Firm Life Cycle, Good Corporate Governance, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow and Ownership Structure that can influence value of the firm. The Firm in growth industry tends to increase in value of the firm, vice versa. Literature review exposed that good corporate governance can minimize agency conflict between manager and shareholder, and then it can be positive relationship with value of the firm. The Firms that have many investment opportunities can have positive impact to value of the firm. Free cash flow has both positive and negative relationship to the value of the firm. If Firm uses free cash flow to invest in a good project, value of the firm will be increased. The last, ownership structure based on convergence argument can increase value of the firm. Based on entrenchment argument, ownership structure can make majority shareholder use firm's resource to their importance.

Keywords: *Lice Cycle, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Ownership Structure, Value of the firm*

Pendahuluan

Penelitian yang menghubungkan antara pengaruh tahapan daur hidup perusahaan terhadap nilai perusahaan sangat terbatas. Anthony dan Ramesh (1992) melakukan penelitian hubungan antara tahapan daur hidup perusahaan dengan nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan terdapatnya hubungan signifikan antara tahapan daur hidup dengan nilai perusahaan kecuali pada tahapan stagnan. Pada penelitian ini akan diuji pengaruh tersebut, dengan pertimbangan bahwa perusahaan yang berada pada tahapan pertumbuhan (*growth*) akan memiliki prospek ke depan yang lebih baik sehingga diharapkan akan berpengaruh terhadap pergerakan nilai perusahaan. Sementara itu, perusahaan yang berada pada tahapan dewasa (*mature*) cenderung memiliki kesempatan berkembang yang terbatas sehingga pergerakan sahamnya menjadi relatif stabil. Penelitian ini memasukkan tahapan daur hidup perusahaan dalam hubungannya terhadap nilai perusahaan dengan argumentasi bahwa tahapan daur hidup perusahaan akan mempengaruhi ekpetasi investor.

Ekpetasi investor terhadap perusahaan yang sedang dalam tahapan pertumbuhan relatif tinggi, karena perusahaan dalam tahapan pertumbuhan bila mampu memanfaatkan peluang yang ada akan masuk pada tahapan matang. Investor berharap perusahaan dengan tahapan pertumbuhan akan mampu menciptakan peluang pendapatan berupa *capital gain*, sedangkan bila perusahaan masuk pada tahapan matang maka ekpetasi investor adalah berupa pembagian deviden dalam jumlah yang relatif besar.

Tulisan ini selain memfokuskan pada pengaruh tahapan daur hidup terhadap nilai perusahaan, maka juga memasukkan beberapa variabel lainnya seperti *Good Corporate Governance* – GCG dimana beberapa penelitian di Amerika menunjukkan bahwa pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan adalah positif namun relatif kecil (Daines, 2000; Bhagat dan Brickley, 1984; Bhagat dan Jefferis, 1991), sedangkan penelitian di negara lainnya seperti Russia justru menunjukkan bahwa praktik GCG akan berpengaruh kuat terhadap nilai perusahaan (Black, 2001; Beiner et al., 2004). Penelitian ini juga melihat pengaruh Set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan dimana perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi tinggi diharapkan dapat memanfaatkan kesempatan tersebut sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Lang dan Litzenberger, 1989; Kaestner dan Liu 1998, Chen et.al., 2000; Linn dan Park, 2005) namun penelitian lain tidak menemukan pengaruh set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan Howe et al. (1992). Pengaruh aliran kas bebas atau *free cash flow* terhadap nilai perusahaan ditemukan hasil yang saling bertentangan. Beberapa penelitian menemukan terdapatnya hubungan aliran kas bebas positif dimana perusahaan yang memiliki aliran kas bebas positif dapat menggunakannya untuk investasi pada proyek dengan net present value positif sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Myers dan Majluf, 1984; Yudianti, 2005). Sementara, penelitian lain menemukan hubungan negatif dimana perusahaan dengan aliran aks bebeas yang berlebihan cenderung akan mendorong terjadinya konflik keagenan berupa pemanfaatan dana pada proyek yang bertujuan untuk meningkatkan keuntungan manajer (Jensen, 1986; Lang et al., 1991; McCabe dan Yook, 1997; Murhadi, 2007). Penelitian ini juga memasukkan pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Beberapa penelitian menunjukkan hubungan yang positif antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan, dimana dengan kepemilikan institusi yang tinggi akan mendorong efektifitas pengawasan sehingga terjadi konvergensi antara tujuan manajer dan pemegang saham. Hasil positif ini didukung oleh penelitian Clay (2002) dan Ovtcharova (2003). Sementara itu penelitian Jennings (2002) menunjukkan dukungan positif yang lemah.

Pada sisi lain, ada pula penelitian yang menunjukkan hasil negatif antara hubungan struktur kepemilikan dan nilai perusahaan sebagaimana yang diungkapkan Sudarma (2004) dan Murhadi (2007) dalam penelitiannya di Indonesia.

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan diatas, maka permasalahan yang diangkat dalam tulisan ini adalah sebagai berikut: (1). Apakah tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?, (2) Apakah GCG berpengaruh terhadap nilai perusahaan?, (3) Apakah Set Kesempatan Investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan?, (4) Apakah aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan (5) Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

Kajian Teoritis

Ide utama dalam strategi bisnis menurut Boston Consulting Group adalah untuk menciptakan *cost advantage* atau *demand advantage* yang melebihi pesaing (Anthony dan Ramesh, 1992). *Cost advantage* meliputi aktivitas membangun kapasitas untuk mencapai skala ekonomis, sedangkan *demand advantage* menekankan pada membangun *market share* yang besar, dimana keduanya diharapkan akan menciptakan halangan untuk masuk bagi pendatang baru. Teori daur hidup menyatakan bahwa pengembangan strategi yang paling pas adalah dengan memperhatikan tahapan daur hidup perusahaan (Anthony dan Ramesh, 1992). Pada tahap *introduction* perusahaan akan dihadapkan pada pertumbuhan yang rendah, dan umur perusahaan yang relatif muda. Pada tahapan *growth*, perusahaan mulai dikenal dan mengalami perkembangan yang pesat. Selanjutnya, perusahaan akan masuk pada tahapan *mature*, dimana pertumbuhan mulai melambat. Bila tidak dilakukan *rejuvenation*, maka perusahaan dapat saja masuk pada tahapan *decline*, dimana perusahaan akan mengalami pertumbuhan negatif. Anthony dan Ramesh (1992) menyatakan perusahaan yang berada pada tahapan *growth* cenderung memiliki tingkat pembayaran deviden yang rendah, pertumbuhan penjualan yang tinggi, *capital expenditure* yang tinggi dan umur yang relatif muda. Sedangkan perusahaan pada tahapan *mature* memiliki karakteristik pembayaran deviden yang lebih tinggi, pertumbuhan penjualan yang rendah, *Capital expenditure* yang rendah dan umur yang relatif lebih tua. Sementara itu, Aharony *et al.* (2003) mendeskripsikan ciri-ciri perusahaan dalam tiap tahapan daur hidup sebagai berikut: Tahapan *start-ups* ditandai dengan terbatasnya asset yang dimiliki, adanya kesempatan untuk bertumbuh, *earning* dan arus kas dari aktivitas operasi yang rendah dan umur yang relatif muda. Pada tahapan *growth* ditandai dengan lebih banyak asset yang dimiliki, pertumbuhan yang pesat, *earning* dan arus kas dari aktivitas operasi yang mulai tumbuh, dan umur yang memasuki tahap medium.

Pada tahapan *mature* ditandai oleh pertumbuhan yang rendah dan perusahaan menjadi *cash cow*. Pada tahapan *decline* ditandai dengan penurunan pertumbuhan, *financing cost* yang tinggi dan kompetisi yang intensif. Penelitian yang menunjukkan hubungan antara tahapan daur hidup dengan nilai perusahaan masih sangat terbatas. Anthony dan Ramesh (1992) melakukan penelitian hubungan antara tahapan daur hidup dengan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel 3.686 perusahaan yang terdapat di Compustat dan CRSP untuk periode 1976-1986. Pada penelitian ini tahapan daur hidup dibagi menjadi 3 yakni: *growth*, *mature* dan *stagnant*. Nilai perusahaan pada penelitian ini diwakili oleh *cumulative abnormal return* (CAR). Dengan menggunakan regresi diperoleh hasil yang menunjukkan terdapatnya hubungan signifikan antara tahapan daur hidup dengan nilai perusahaan kecuali pada tahapan stagnan. Tabel 1 menunjukkan proksi tahapan daur hidup yang dipergunakan Anthony dan Ramesh.

Tabel 1.
Proksi Tahapan Daur Hidup

| Life Cycle Stages | Life Cycle Descriptor | | | |
|-------------------|-----------------------|--------------|---------------------|-------|
| | Dividen Payout | Sales Growth | Capital Expenditure | Age |
| Growth | Low | High | High | Young |
| Mature | Medium | Medium | Medium | Adult |
| Stagnant | High | Low | Low | Old |

Sementara itu, Deangelo *et al.* (2006) menyatakan bahwa dividen cenderung dibayar oleh perusahaan yang berada pada tahapan *mature* dimana kesempatan untuk berkembang sudah rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh sudah tinggi. Sedangkan perusahaan yang berada pada tahapan *growth* dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan labanya daripada membayar dalam bentuk dividen. Penelitian ini menggunakan pendekatan *earned/contributed capital mix* dalam menjelaskan tahapan daur hidup, dengan variable pengukuran *retained earning/total equity* (RETE) dan *retained earning/total asset* (RETA). Dimana perusahaan dengan RETE atau RETA tinggi cenderung untuk membayar dividen. Pendekatan *earned/contributed capital mix* merupakan proksi logis untuk tahapan daur hidup perusahaan karena perusahaan pada tahapan *growth*, memiliki peluang bisnis yang tinggi sehingga cenderung untuk mempertahankan labanya (*retained earning*). Laba ditahan ini akan terakumulasi. Pada tahapan *mature*, ketika kesempatan bisnis tidak lagi banyak dan laba ditahan sudah tinggi, maka perusahaan akan melakukan pembayaran dividen. Sehingga dinyatakan bahwa perusahaan dengan RETE atau RETA yang rendah cenderung berada pada tahapan *capital infusion* atau tahapan *growth*, sedangkan pada perusahaan dengan RETE atau RETA tinggi cenderung pada tahapan *mature*.

Pada penelitian ini akan diuji pengaruh tersebut, dengan pertimbangan bahwa perusahaan yang berada pada tahapan pertumbuhan (*growth*) akan memiliki prospek ke depan yang lebih baik sehingga diharapkan akan berpengaruh terhadap pergerakan nilai perusahaan. Sementara itu, perusahaan yang berada pada tahapan dewasa (*mature*) cenderung memiliki kesempatan berkembang yang terbatas sehingga pergerakan sahamnya menjadi relatif stabil. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H1 : Tahapan daur hidup suatu perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) akan dapat mengurangi masalah konflik keagenan. Namun, beberapa penelitian yang menguji pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan di Amerika Serikat menunjukkan hasil yang lemah (Black, 2001). Beberapa penelitian menunjukkan terdapatnya pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan namun dalam skala yang relatif kecil sekitar 1-2% (Daines, 2000; Bhagat dan Brickley, 1984; Bhagat dan Jefferis, 1991). Sementara itu, Black (2001) melakukan penelitian terhadap 21 perusahaan di Rusia untuk mengetahui pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil bahwa penerapan GCG sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Beiner et al. (2004) dimana terdapat pengaruh positif dari penerapan GCG terhadap nilai perusahaan.

Black (2001) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menguji pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan yang dimiliki oleh Russia periode 1999. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 21 perusahaan dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa GCG sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Durnev and Kim (2002) dengan menggunakan sample 859 perusahaan yang tersebar di 27 negara menemukan bahwa perusahaan dengan GCG yang baik akan meningkatkan nilai Tobin's Qs. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa setiap 10 point peningkatan (dari skala 100) dalam CLSA *corporate goveranance index* akan meningkatkan nilai pasar perusahaan sebesar 13,3%, dan setiap peningkatan 10 point dalam S&P *disclosure & transparency index* akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 16,3%. Temuan ini juga didukung Klapper and Love (2003) yang menggunakan 374 sampel perusahaan besar di 145 negara berkembang. Hal ini juga konsisten dengan penelitian Gompers, Ishii, dan Metrick (2003) yang melaporkan bahwa dari sample perusahaan yang melakukan takeover defenses menunjukkan bahwa perusahaan dengan GCG yang tinggi akan menerima nilai perusahaan yang tinggi, memiliki profit yang besar, penjualan yang tinggi dan capital expenditures yang rendah.

Penelitian lain dilakukan oleh Drobetz, Schillhofer, and Zimmermann (2004) yang juga menunjukkan hasil positif antara praktika pengelolaan dan nilai perusahaan untuk perusahaan yang go-public di Jerman. Hasil penelitian juga menunjukkan median perusahaan dengan perubahan satu kali standar deviasi dalam peringkat GCG akan berdampak pada peningkatan sebesar 24% dalam nilai Tobin's Q. Sementara itu, penelitian lain oleh Black, Jang, dan Kim (2003) menemukan hubungan positif antara GCG index dan Tobin's Q dengan menggunakan sampel 526 perusahaan publik di Korea. GCG Index yang dikembangkan oleh Black, Jack dan Kim didasarkan pada survey dan terdiri dari enam indikator yakni *shareholder rights, board of directors in general, outside directors, audit committee and internal auditor, disclosure to investors, dan ownership parity*. Metode yang digunakan adalah persamaan simultan *three stage least square (3SLS)*, dan hasilnya menunjukkan bahwa setiap peningkatan 10 point (skala 100) dalam index GCG akan mengakibatkan peningkatan 19,4% dalam nilai Tobin's Q.

Beiner et al. (2004) melakukan penelitian pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan di Negara Swiss. Penelitian ini menggunakan 109 sampel perusahaan yang terdaftar pada tahun 2002. Dalam penelitian ini GCG index yang digunakan terdiri dari 38 atribut yang dikelompokkan dalam lima katagori yakni: (1) *corporate governance commitment*, (2) *shareholders' rights*, (3) *transparency*, (4) *management and supervisory board matters*, dan (5) *auditing*. Hasil penelitian juga menunjukkan dukungan bahwa GCG memiliki pengaruh positif kuat terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H2 : *Good Corporate Governance* yang diterapkan pada suatu perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

MM (1961) menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang ada. Myers (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kombinasi asset yang ada saat ini dan kesempatan untuk tumbuh di masa yang akan datang terkait dengan kesempatan investasi. Pengaruh set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) terhadap nilai perusahaan juga diteliti oleh Lang dan Litzenberger (1989) dimana ditemukan bahwa rata-rata nilai perusahaan pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang kecil akan lebih kecil daripada perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar.

Sementara itu Howe *et al.* (1992) yang menggunakan metodologi yang sama dengan yang digunakan Lang dan Litzenberger menemukan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh set kesempatan investasi. Sedangkan Kaestner dan Liu (1998) mendukung adanya hubungan antara set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian ini dimasukkan Set Kesempatan investasi dalam hubungannya dengan nilai perusahaan, karena set kesempatan investasi yang tinggi dapat memberikan peluang bagi perusahaan untuk memanfaatkannya dalam bentuk investasi pada proyek-proyek dengan *net present value* positif sehingga diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada nilai perusahaan. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan Modigliani dan Miller (1961) bahwa nilai perusahaan lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi. Sementara itu Myers (1977) mendeskripsikan bahwa nilai pasar perusahaan saat ini merupakan kombinasi dari aset yang ada saat ini ditambah dengan kesempatan tumbuh di masa yang akan datang. Myers menyatakan bahwa semakin besar proporsi dari nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kesempatan investasi yang besar, maka semakin besar pula nilai ekuitas perusahaan (Linn dan Park, 2005). Kaestner dan Liu (1998) melakukan penelitian hubungan antara dividen dan nilai perusahaan. Penelitian ini menguji apakah dividen dan nilai perusahaan bergerak sesuai dengan *single signal cash flow signaling hypothesis*, *multi signal cash flow signaling hypothesis* dan *free cash flow hypothesis*. *Single signal cash flow hypothesis* didasarkan pada pemikiran bahwa pihak dalam manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih baik dari pada pihak luar, untuk menginformasikan mengenai kondisi prospek perusahaan maka dilakukan dengan pembayaran dividen. Sementara itu, *multiple signal cash flow signaling hypothesis* berangkat dari suatu pemikiran bahwa Dividen tidak dapat dipandang sebagai suatu tindakan yang terisolir dari kebijakan umum perusahaan atau karakteristik yang ada pada perusahaan. Sehingga pengumuman pembayaran dividen juga harus dilihat dari kondisi perusahaan yang ada saat itu. *Free cash flow hypothesis* dalam penelitian ini hampir sama dengan *single signal cash flow signaling hypothesis*, namun informasi yang terkandung dalam pengumuman pembayaran dividen tidak berhubungan dengan kondisi *earning* di masa yang akan datang, melainkan perubahan perilaku manajemen. Dengan mengumumkan kebijakan pembayaran dividen, maka pihak manajemen yang memiliki kesempatan investasi rendah akan memberikan penanda pada pasar bahwa manajemen akan mendistribusikan *free cash flow* daripada menginvestasikan pada proyek dengan *net present value* negatif.

Penelitian ini menggunakan sample 349 perusahaan periode 1977 – 1989 yang ada di CRSP NYSE/Amex Master File. Penelitian menggunakan alat analisis regresi: Poisson dan Tobit. Hasil penelitian menunjukkan dukungan kuat terhadap *single signal cash flow signaling hypothesis*, dan dukungan relatif lemah terhadap *multi signal cash flow signaling hypothesis* serta dukungan yang kuat terhadap *free cash flow analysys*. Dalam penelitian ini Kaestner dan Liu menemukan bahwa set kesempatan investasi yang ada bagi perusahaan merupakan faktor utama yang menentukan pergerakan nilai perusahaan. Penelitian lain dilakukan oleh Chen et.al. (2000) melakukan penelitian untuk menjelaskan pengaruh set kesempatan investasi dan aliran kas bebas terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan *event* pada saat pengumuman kerja sama internasional. Penelitian menggunakan sampel 174 perusahaan yang terdaftar di pasar modal Singapore periode 1979-1993. Hasil penelitian menunjukan bahwa perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respon positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan sehubungan dengan dilakukannya kerjasama internasional. Sedangkan perusahaan dengan set kesempatan investasi yang rendah memiliki respon negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H3 : Set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Jensen (1986:324) dengan mendasarkan pada teori keagenan menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kelebihan dana kas memiliki kecenderungan untuk membelanjakannya pada investasi yang tidak menguntungkan. Hal ini disebabkan manajer pada perusahaan dengan kelebihan dana kas cenderung untuk memanfaatkannya dalam rangka memperbesar ukuran perusahaan dan manfaat berupa tunjangan bagi manajer itu sendiri. Hal ini berdampak pada pemanfaatan aliran kas bebas tidak memberikan manfaat bagi pemegang saham. Hal ini didukung oleh Lang *et al.* (1991) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kelebihan aliran kas cenderung untuk melakukan akuisisi yang buruk. Sementara itu, Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa tidak semua perusahaan dengan kelebihan aliran kas akan bertindak untuk kepentingnya sendiri, namun beberapa perusahaan menggunakannya untuk membangun asset yang likuid/*financial slack*. Myers dan Majluf memprediksi bahwa perusahaan dengan kelebihan aliran kas yang dipergunakan untuk membangun *financial slack* akan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. McCabe dan Yook (1997) yang melakukan pengujian terhadap teori Jensen dan Myers-Majluf, dengan menggunakan data *Wallstreet* menemukan hasil yang mendukung teori Jensen dan menolak teori Myers-Majluf.

Sementara itu, penelitian di Indonesia yang meneliti hubungan langsung antara aliran kas bebas dengan nilai bagi pemegang saham (nilai perusahaan) berbasis pada teori keagenan dilakukan oleh Yudianti (2005) dimana diperoleh hasil untuk perusahaan dengan aliran kas bebas positif memiliki hubungan signifikan dengan nilai perusahaan, sedangkan perusahaan dengan aliran kas bebas negatif menunjukkan hasil statistik yang tidak signifikan. Pada penelitian ini aliran kas bebas diprediksi akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ketersediaan aliran kas bebas yang tinggi, dapat dipergunakan oleh perusahaan untuk mengambil proyek-proyek dengan *net present value* positif, sehingga akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Namun disisi lain, ketersediaan aliran kas bebas yang besar dalam perusahaan juga dapat mendorong penyalahgunaan oleh pihak manajemen (*moral hazard*) dalam bentuk pemanfaatan aliran kas bebas dalam rangka memperbesar skala perusahaan yang mungkin tidak sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan.

Jensen (1986) berargumen bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow* atau aliran kas bebas. Masalah aliran kas bebas merujuk pada aktivitas manajer yang lebih melakukan investasi (meskipun NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Jensen (1989) menyatakan bahwa hal ini terjadi menyebar dalam berbagai industri seperti baja, kimia, *brewing*, rokok, saluran radio dan televisi, pesawat terbang, automobile dan *food processing*; pendek kata, hal ini terjadi pada hampir semua industri yang didominasi oleh perusahaan public. Jensen menyatakan bahwa kecenderungan tindakan manajer untuk menggunakan aliran kas bebas dalam aktivitas *overinvestment* didasarkan pada pemikiran sebagai berikut (Kallapur, 1993) :1) *cash retention* memberikan manajer suatu kewenangan bahwa manajer akan rugi bila perusahaan sering kali melakukan penerbitan saham kepada pasar dalam rangka membiayai investasinya; 2) meningkatnya ukuran perusahaan akan mendorong *prestige* dan gaji bagi manajer; dan 3) kecenderungan perusahaan untuk memberikan *reward* kepada manajer level menengah dalam bentuk promosi jabatan daripada bonus uang, sehingga akan terjadi bias pada pertumbuhan perusahaan. Secara alami, semakin banyak aliran kas bebas yang dimiliki dan sementara itu kesempatan bertumbuhnya relatif kecil, hal ini akan mendorong peningkatan masalah aliran kas bebas (Michaely dan Robert, 2006). Myers dan Majluf (1984) mengembangkan kerangka pemikiran untuk mengetahui hubungan antara pembiayaan dan investasi dalam kondisi perusahaan memiliki informasi yang lebih baik daripada investor.

Berdasarkan pada pemikiran bahwa penerbitan saham baru merupakan opsi dengan biaya termahal, maka perusahaan dengan aliran kas bebas yang ada padanya dapat membangun *financial slack* dengan membatasi deviden yang dibayarkan untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada. Kas tersebut dapat disimpan dalam bentuk *marketable securities*. *Financial slack* tersebut dapat dipergunakan untuk mengambil kesempatan investasi pada proyek yang memberikan NPV positif. Hal ini akan berdampak juga pada peningkatan nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan Lang *et al.* (1991) –selanjutnya disebut LSW- melakukan test terhadap teori aliran kas bebas yang dikemukakan oleh Jensen. Penelitian ini menggunakan proksi Tobins Q untuk membedakan antara perusahaan yang memiliki kesempatan investasi dengan NPV positif dan yang tidak memiliki NPV Positif. Perusahaan dengan nilai Tobins Q yang tinggi memiliki proyek dengan NPV positif, sedangkan nilai Tobins Q rendah menunjukkan tiadanya proyek dengan NPV positif. Hipotesis aliran kas bebas mengimplikasikan bahwa efek pengumuman *tender offer* terhadap kekayaan pemegang saham adalah berhubungan terbalik dengan aliran kas bebas. Penelitian ini menggunakan sampel 209 perusahaan yang terdapat pada *Rochester Merc Database* (periode 1968-1980) dan *Austin Tenderbase* (periode 1980-1986). Hasil penelitian menunjukkan dukungan terhadap teori aliran kas bebas yang dikemukakan Jensen (1986) dimana perusahaan dengan aliran kas bebas yang banyak akan cenderung untuk memperbesar perusahaan dengan mengambil proyek dengan NPV negatif, sehingga hal ini akan mengurangi kekayaan bagi pemegang saham. Sementara itu, McCabe dan Yook (1997) melakukan penelitian untuk mengetes relevansi dari teori aliran kas bebas yang dikemukakan oleh Jensen dengan teori Myer dan Majluf. Penelitian ini menggunakan proksi aliran kas bebas yang dikembangkan oleh LSW. LSW mengelompokkan perusahaan dengan tingkat aliran kas bebas dan apakah nilai Tobins Q diatas ataudibawah satu. Perusahaan dengan tingkat aliran kas bebas tinggi, dan nilai Tobins Q yang dibawah satu didefinisikan memiliki aliran kas bebas. Penelitian ini menggunakan sampel 234 perusahaan yang terdapat di Compustat dan CRSP periode tahun 1976-1986, dengan menggunakan pendekatan *market model* diperoleh hasil yang mendukung teori aliran kas bebas dari Jensen dan tidak terdapat bukti yang mendukung teori Myers dan Majluf.

H4 : Aliran Kas Bebas yang ada pada suatu perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hubungan antara Struktur Kepemilikan terhadap nilai perusahaan dapat berdampak positif maupun negatif. Dampak positif dari struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan terjadi karena dengan kepemilikan institusi yang tinggi maka akan memiliki kemampuan dalam mengawasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga berdampak pada peningkatan nilai

perusahaan. Argumen ini oleh Jensen dan Meckling (1976) disebut sebagai argumen konvergensi, dimana kepemilikan institusi yang tinggi akan membuat manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Namun, demikian kepemilikan institusi yang tinggi juga berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan dengan kepemilikan institusi yang tinggi dapat mempengaruhi pihak manajer untuk bertindak bagi kepentingannya dengan merugikan pihak investor yang memiliki kepemilikan minoritas sehingga berdampak pada penurunan kekayaan dari pemegang saham minoritas. Argumen ini dikemukakan oleh Morck, Shleifer dan Vishny (1988) dan dikenal sebagai argument *entrenchment*. Penelitian ini memasukkan struktur kepemilikan khususnya dalam bentuk kepemilikan institusi karena kepemilikan institusi yang tinggi dapat mendorong pada aktivitas *monitoring* yang lebih baik sehingga diharapkan konflik antara manajemen dengan pemegang saham menjadi berkurang, dan hal ini akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan suatu perusahaan. Namun pada sisi lain, peningkatan kepemilikan institusi yang tinggi dapat mendorong eksploitasi oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas, sehingga hal ini akan direspon publik dalam bentuk penurunan nilai perusahaan.

Penelitian yang membahas hubungan struktur kepemilikan dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Namun hasil penelitian tersebut masih saling bertentangan. Clay (2002) melakukan penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Penelitian menggunakan sampel 44.278 tahun observasi yang terdapat di CRSP selama periode 1988-1999. Penelitian ini mempergunakan analisis regresi dan diperoleh hasil bahwa kepemilikan institusi memiliki dampak positif pada nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa peningkatan rata-rata 1% dalam kepemilikan institusi akan berdampak pada peningkatan 0,6% pada *market to book ratio*, atau peningkatan sebesar USD 125 juta dari rata-rata nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung pandangan yang menyatakan bahwa dengan kepemilikan institusi yang tinggi akan meningkatkan pengawasan terhadap manajer dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Penelitian lain dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Jennings (2002) yang meneliti hubungan struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel kurang lebih 20.000 tahun observasi pada perusahaan yang terdapat di CRSP, Compustat dan Spectrum database periode 1982-1991. Hasil penelitian menunjukkan hubungan empiris yang lemah terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan mendorong pada pengawasan sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menemukan fakta bahwa perusahaan yang mengalami peningkatan nilai akan menarik investasi dari institusi, namun selanjutnya kepemilikan institusi ini akan menurunkan kualitas dan nilai perusahaan.

Ovtcharova (2003) melakukan penelitian mengenai hubungan antara kepemilikan saham oleh institusi dengan tingkat hasil saham dalam jangka panjang. Penelitian dilakukan untuk periode Juli 1982 – Desember 1994 dengan jumlah sampel berkisar 2.809 sampai 3.408 bulan tahun observasi. Hasil penelitian menunjukkan dukungan terdapatnya hubungan tingkat hasil jangka panjang dengan persentase kepemilikan saham oleh institusi. Dengan melakukan analisis pada perusahaan yang memiliki *book to market ratio* dan ukuran yang sama, maka perusahaan dengan kepemilikan institusi yang tinggi akan berdampak pada tingkat hasil yang tinggi pula. Penelitian ini juga menemukan, bila dilakukan interaksi antara kepemilikan institusi dengan ukuran perusahaan maka diperoleh hasil bahwa ukuran perusahaan tetap merupakan faktor penentu tingkat hasil pada perusahaan. Sementara itu, penelitian di Indonesia yang meneliti hubungan kepemilikan institusi dengan nilai perusahaan dilakukan oleh Sudarma (2004). Penelitian ini menggunakan sampel 73 perusahaan yang terdaftar dalam sektor manufaktur di PT BEJ periode 1999-2001. Penelitian ini menggunakan *structural equation modeling*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin berkurangnya komposisi kepemilikan institusional akan berpengaruh terhadap naiknya nilai perusahaan. Sudarma merekomendasikan bahwa perusahaan industri di BEJ perlu memperbesar kepemilikan saham publik yang dipegang oleh masyarakat sehingga kepemilikan saham lebih menyebar dan tidak terkonsentrasi pada keluarga tertentu sebagai pemegang saham mayoritas. Hasil uji secara parsial menunjukkan pula bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan diteliti dengan menggunakan teori keagenan. Beberapa penelitian menunjukkan hubungan yang positif antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan, dimana dengan kepemilikan institusi yang tinggi akan mendorong efektifitas pengawasan sehingga terjadi konvergensi antara tujuan manajer dan pemegang saham. Hasil positif ini didukung oleh penelitian Clay (2002) dan Ovtcharova (2003). Sementara itu penelitian Jennings (2002) menunjukkan dukungan positif yang lemah. Pada sisi lain, ada pula penelitian yang menunjukkan hasil negatif antara hubungan struktur kepemilikan dan nilai perusahaan sebagaimana yang diungkapkan Sudarma (2004) dalam penelitiannya di Indonesia. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H5: Struktur Kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penutup

Tulisan ini selain memfokuskan pada tema utama membahas pengaruh tahapan daur hidup terhadap nilai perusahaan, juga membahas pengaruh *Good Corporate Governance*, Set Kesempatan Investasi, aliran kas bebas dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Dari telaah literatur yang dilakukan menunjukkan bahwa tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dimana perusahaan dalam tahapan pertumbuhan perusahaan cenderung untuk mengalami kenaikan nilai perusahaan sedangkan perusahaan dalam tahapan matang cenderung mengalami stagnasi pada nilai perusahaan. Sementara itu penerapan GCG dalam suatu perusahaan akan dapat mengurangi konflik keagenan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Set kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan juga berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan aliran kas bebas dapat berpengaruh positif maupun negatif. Bila perusahaan memanfaatkan aliran kas bebas dalam investasi yang memberikan return positif maka hal ini akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan, namun bila aliran kas bebas dipergunakan dengan tidak semestinya maka hal ini akan dapat menurunkan nilai perusahaan. Hal yang sama juga terjadi pada struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan yang didominasi oleh institusi akan mendorong konvergensi tujuan antara manajemen dan pemegang saham, namun kepemilikan institusi yang tinggi dapat pula disalahgunakan oleh pemegang saham mayoritas untuk menggunakan sumber daya yang ada diperusahaan yang mungkin berdampak pada kerugian pemegang saham minoritas.

Tulisan ini memiliki kelemahan dimana yang menjadi fokus dalam tulisan ini adalah perusahaan yang ada pada tahapan pertumbuhan dan matang, sedangkan perusahaan dalam tahapan pengenalan dan tahapan decline tidak masuk dalam pembahasan. Tulisan ini juga memiliki kelemahan karena hanya mengembangkan proposisi yang mempertimbangkan variabel terbatas seperti GCG, set kesempatan investasi, aliran kas bebas, dan struktur kepemilikan. Apabila proposisi ini ditindaklanjuti dengan uji empiris, maka model yang digunakan dalam proposisi ini adalah model kausalitas berjenjang yang dapat dilakukan penambahan variabel lain beserta variasi terhadap hubungan antar variabelnya.

Daftar Pustaka

- Aharony, J., H. Falk, dan N. Yehuda, 2003, *Corporate Life Cycle and the Value – Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information*, *Working Paper*, Tel Aviv University.
- Anthony, J. H., dan K. Ramesh, 1992, *Association between Accounting Performance Measure and Stock Prices: a Test of the Life Cycle Hypothesis*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15: 203-227.

- Bhagat, S., Brickley, J.A., 1984. Cumulative voting: the value of minority shareholder voting rights, *J. Law Econ.* 27, 339-365.
- Bhagat, S., Jefferis, R.H., 1991. Voting power in the proxy process: the case of anti-takeover charter amendments., *J. Financ. Econ.* 30, 193-225.
- Black, B.S., 2001, The corporate governance behavior and market value of Russian firms, *Emerging Markets Review* 2, 89-108.
- Black, B.S., H. Jang, and W. Kim, 2003, Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea, *Working Paper*, Stanford Law School.
- Beiner, S., W. Drobetz, M.M. Schmid, and H. Zimmermann, 2004, An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation: Evidence from Switzerland, *Finance Working Paper*, No. 34, University of Basel & Said Business School.
- Chen, S.S., K.W. Ho, C.F. Lee dan G.H.H. Yeo, 2000, Investment Opportunity, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Venture, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24: 1747-1765.
- Clay, D.G., 2002, Institutional Ownership and Firm Value, *Working Paper*, Marshall School of Business, University of Southern California.
- Daines, R., 2000. Do Classified Boards Affect Firm Value? Takeover Defenses After the Poison Pill, *working paper*.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo dan R.M. Stulz, 2006, Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of Life Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81: 227-254.
- Drobetz, W., A. Schillhofer, and H. Zimmermann, 2004, Corporate governance and firm performance Evidence from Germany, *Working Paper*, European Financial Management.
- Durnev, A., and E.H. Kim, 2002, To steal or not to steal Firm attributes, legal environment, and valuation, *Working Paper*, University of Michigan Business School.
- Gompers, P., L. Ishii, and A. Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
- Howe, K. M., J. He dan G.W. Kao, 1992, One Time Cash Flow Announcement and Free Cash Flow Theory: Share Repurchase and Special Dividends, *Journal of Finance*, Vol. 47: 1963-1975.
- Jennings, W.W., 2002, Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value, *Working Paper*, JEL Classification G32 G34 G2, US Air Force Academy.
- Jensen, M.C., 1986, Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeover, *American Economic Review*, Vol. 76: 323-329.
- Jensen, M.C., dan C. W. Smith, 1984, *The Modern Theory of Corporate Finance*, McGraw Hill.
- Jensen, M.C., dan W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3: 305-360.

- Kaestner, R., dan F. Y. Liu, 1998, New Evidence on The Information Content of Dividend Announcement, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, [2]: 251-274.
- Kallapur, S., 1993, Dividend Payout Ratios as Determinants of Earning Response Coefficient, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17: 359-375.
- Lang, L. H. P., dan R. H. Litzenberger, 1989, Dividend Announcement : Cash Flow Signalling VS Free Cash Flow Hypothesis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24: 181-191.
- Lang, L. H. P., dan R.M. Stulz, dan R.A. Walking, 1991, A Test of Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Return, *Journal of Financial Economics*, Vol. 29: 315-335.
- Linn, S.C., dan D. Park, 2005, Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11: 680-715.
- McCabe, G.M., dan K.C.Yook, 1997, Jensen, Myers-Majluf, Free Cash Flow and The Return to Bidder, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 37, [3,fall]: 697-707.
- Michaely, R., dan M.R. Roberts, 2006, Free Cash Flow, Signaling, and Smoothing: Lesson from Dividend Policy of Public and Private Firms, *Working Paper*, Cornell University.
- Miller, M.H., dan F. Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share, *Journal of Business*, Vol.34: 411-433.
- Morck, R., A. Shleifer dan R.W. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: 293-315.
- Murhadi, W.R., 2007, Studi Kebijakan Deviden: Anteseden dan Dampaknya terhadap Harga Saham , *Disertasi*, Universitas Brawijaya.
- Myers, S.C, 1977, Determinant of Corporate Borrowing, *Journal of Financial economicsi*, Vol. 5: 147-175.
- Myers, S.C., dan N.S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investor Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: 187-221.
- Ovtcharova, G., 2003, Institutional Ownership and Long Term Stock Returns, *Working Paper*, JEL Classification Code: G120 G140, The University of Chicago.
- Sudarma, M., 2004, Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Esktern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan [Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta], *Disertasi*, Universitas Brawijaya.
- Yudianti, F.N., 2005, Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi, Manajemen Laba, Leverage dan Dividen terhadap Hubungan antara Aliran Kas Bebas dan Nilai Pemegang Saham, *Disertasi*, Universitas Gadjah Mada.