

KONSENTRASI KEPEMILIKAN SAHAM, RISIKO PERUSAHAAN, LIKUIDITAS SAHAM, ARUS KAS, DAN NILAI PERUSAHAAN

Parengkuan Tommy

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Sam Ratulangi Manado
Jl. Kampus Unsrat Bahu Manado, 95115

Abstract

The purpose of this study was to analyze the effect of the actions property, enterprise risk, liquidity file, free cash flow of value to the company. This study used the explanatif design or explanatory (confirmative). The population is all companies within the manufacturing industry Go Public category. For the sampling, through sampling technique judgment. The results showed: 1. The concentration of stock ownership significant effect on firm value, but otherwise no significant Free Cash Flow, 2. Not significantly affect the risk of companies with enterprise value and also no significant effect on free cash flow. 3. Liquidity of shares significant effect on firm value, but no significant effect on free cash flow. 4. Significant free cash flow to firm value.

Key words: concentration, risk, liquidity, diversification, firm value.

Dalam teori keagenan, struktur kepemilikan dibedakan atas dua bentuk yaitu struktur kepemilikan saham yang terkonsentrasi artinya terdapat beberapa pemegang saham yang memiliki saham dalam jumlah yang relatif besar dibanding pemegang saham lainnya sehingga menguasai perusahaan dan struktur kepemilikan saham yang tersebar dalam arti tidak terdapat pemegang saham yang memiliki saham dalam jumlah yang relatif besar dibanding pemegang saham lainnya. Hal ini sesuai dengan pendapat dari Bolton & Thadden (1998), ada dua alternatif untuk mendisain struktur kepemilikan saham, yaitu *ownership concentration* dan *ownership dispersion*.

Berangkat dari kondisi perusahaan-perusahaan berbasis kepemilikan keluarga atau kelompok bisnis. Perbedaan mendasar dari landasan kedua

teori ini adalah teori keagenan dari Jensen & Meckling (1976) yang berasumsi bahwa terdapat pemisahan yang jelas antara agen (manajemen) dan prinsipal (pemilik perusahaan) atau dengan asumsi struktur kepemilikan yang tersebar. Sedangkan teori struktur kepemilikan saham piramidal dari Almeida & Wolfenzon (2006) berangkat dari asumsi struktur kepemilikan saham yang terkonsentrasi. Bentuk kepemilikan piramidal banyak terjadi di negara-negara yang rendah perlindungannya terhadap investor. Teori ini menyatakan pada kondisi kepemilikan piramidal maka terjadi konsentrasi kepemilikan baik dikontrol langsung atau tidak oleh suatu keluarga atau kelompok bisnis. Perusahaan dengan tipe kepemilikan ini, biaya keagenan menjadi rendah karena adanya keselarasan kepentingan antara pemilik dan manajemen. Konsentrasi ke-

Korespondensi dengan penulis:

Parengkuan Tommy: Telp/Fax +62 431 838 652

E-mail: tommyparengkuan_3577@yahoo.com

pemilikan akan memberikan dua dampak penting, jika dilihat dari pengaruhnya pada nilai perusahaan. Pertama, jika berdasarkan pemikiran biaya keagenan, maka bentuk ini menghasilkan biaya keagenan yang rendah, sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan. Kedua, jika berdasarkan pemikiran perlindungan investor, maka bentuk ini menghasilkan ketidakpercayaan dari pasar atas perusahaan, sehingga tidak akan memaksimalkan nilai perusahaan. Perlindungan investor yang rendah berarti pemegang saham dominan dapat menciptakan kebijakan atau keputusan yang tidak memaksimalkan nilai perusahaan (hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan dan nilai perusahaan). Ketiga, karakteristik perusahaan dan industri akan mempengaruhi struktur kepemilikan yang terkonsentrasi.

Pada dasarnya risiko adalah penyimpangan dari yang diharapkan dengan apa yang terjadi. Menurut Gordon, *et al.* (1989) risiko terbagi atas dua bagian yaitu risiko pasar (risiko sistematis) dan risiko akuntansi (yang dapat dianalisis dengan variabilitas pada *dividend payout ratio*, laba, *beta* akuntansi).

Temuan dari Mackay & Moeller (2007) jelas menunjukkan adanya hubungan antara risiko dan nilai perusahaan. Hubungan antara risiko dan nilai perusahaan lewat maksimalisasi harga saham, disampaikan oleh MigFerreira & Laux (2007) yang berpendapat bahwa risiko dapat menjadi ukuran dari keinformatifan suatu harga saham akibat *good corporate governance* dan kualitas keputusan investasi.

Likuiditas saham yang digunakan dalam keuangan, umumnya menyangkut kemampuan untuk memperdagangkan sejumlah besar aset secara cepat, dengan biaya rendah, dengan sedikit pengaruhnya pada harga (Downing, *et al.*, 2005). Beberapa pendapat mengemukakan pentingnya volume perdagangan saham dalam konteks likuiditas saham, sehingga banyak peneliti yang mengukur likuiditas berdasarkan analisis volume perdagangan

saham namun dalam penelitian ukuran dari likuiditas bermacam-macam. Chollebe & Naes (2006), menggunakan empat dimensi likuiditas saham yang disarankan oleh Harris (1990) yaitu *width*, *depth*, *immediacy* and *resiliency*. *Width*, mengukur biaya persaham dari likuiditas. *Depth*, adalah jumlah saham yang dapat diperdagangkan pada tingkat harga tertentu. *Immediacy*, menangkap seberapa cepat suatu jumlah saham dapat diperdagangkan pada tingkat biaya tertentu. *Resiliency*, adalah suatu ukuran dari kemampuan untuk memperdagangkan saham yang hanya berdampak kecil pada harganya.

Untuk masalah arus kas bebas, pihak manajemen perusahaan dengan struktur kepemilikan saham yang terkonsentrasi akan memperkecil arus kas bebas dengan cara mempertinggi dividen yang dibagikan. Hubungan penting lainnya adalah hubungan kepemilikan saham oleh manajemen dengan keputusan dividen. Han, *et al.* (1999) berpendapat bahwa jika *insider ownership* (kepemilikan saham oleh manajemen) semakin tinggi maka mereka secara alamiah akan cenderung mengalokasikan sumberdaya perusahaan sesuai kepentingan mereka dengan cara menahan lebih banyak kas dalam perusahaan.

Perusahaan dengan arus kas bebas yang besar menunjukkan kemampuan pembiayaan internal yang tinggi. Ini berarti bahwa perusahaan memiliki likuiditas keuangan yang tinggi sehingga dapat meminimalkan risiko kebangkrutan.

Pengukuran dasar arus kas bebas melibatkan dua elemen penting, yaitu laba setelah bunga dan pajak serta pembayaran dividen. Konsep ini akan memberikan pemahaman dan dasar analisis atas keterkaitan besaran perusahaan, arus kas bebas dan nilai perusahaan dalam model penelitian. Chi & Lee (2005) berpendapat semakin tinggi arus kas bebas maka semakin tinggi kualitas *corporate governance* sehingga semakin tinggi nilai perusahaan. Tingginya *corporate governance* menunjukkan baiknya pengelolaan perusahaan. Hal ini dikarenakan semakin tinggi nilai *corporate governance*

berarti semakin tinggi profesionalisme manajemen, meningkatnya hubungan perusahaan dengan pihak konsumen dan pihak luar perusahaan, dan semakin tingginya sifat-sifat seperti transparansi, akuntabilitas, dan tanggung jawab. Di mata pasar atau investor, tingginya *corporate governance* akan meningkatkan nilai saham. Jadi dapat dikatakan bahwa semakin tinggi arus kas bebas maka semakin tinggi nilai perusahaan di pasar.

Dalam penelitian-penelitian keuangan pasar modal, terdapat banyak proksi yang digunakan untuk menaksir nilai perusahaan. Salah satu proksi yang penting dan banyak digunakan adalah Tobin's Q. Rasio Tobin's Q sanggup untuk mengukur peluang investasi yang menguntungkan dari suatu perusahaan. Menurut Ogden, *et al.* (2003) rasio Tobin's Q merupakan suatu ukuran yang baik atas penilaian pasar terhadap kemampuan manajemen untuk menciptakan peluang investasi yang menguntungkan dan juga merupakan suatu ukuran efektivitas manajemen.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh konsentrasi kepemilikan saham, risiko perusahaan, likuiditas saham, dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

HIPOTESIS

- H₁: Konsentrasi kepemilikan saham, risiko perusahaan, likuiditas saham, berpengaruh signifikan terhadap arus kas bebas pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.
- H₂: Konsentrasi kepemilikan saham, risiko perusahaan, likuiditas saham, dan arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

METODE

Penelitian ini menggunakan rancangan eksplanatif atau eksplanatory (konfirmatif). Rancangan ini digunakan karena penelitian ini melakukan meng-

uji atau mengkonfirmasi hubungan atau pengaruh antar variabel atau konstruk.

Populasi adalah seluruh perusahaan dalam kategori industri manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan sampel sebesar 113 perusahaan selang periode 2001-2007. Penggunaan jumlah sampel yang konsisten sepanjang periode penelitian karena untuk menjaga konsistensi data yang merupakan gabungan antara *time series* dan *crosssection*. Untuk teknik pengambilan sampel, menggunakan *judgement sampling*. Pada penelitian ini, perusahaan yang menjadi sampel harus memiliki syarat: terdaftar secara terus menerus selang periode 2001-2007, data laporan audit dari auditor independen tersedia selang periode penelitian, dan perusahaan aktif membayar dividen.

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data rasio (data dengan nol mutlak), sedangkan sumber data adalah data sekunder yaitu data dari BEI, Biro Pusat Statistik, Bank Indonesia, dan sumber lain yang relevan dengan penelitian. Pada penelitian ini menggunakan skala pengukuran data rasio. Data rasio ini akan memiliki rentang negatif dan positif, misalnya: laba operasi dapat bernilai negatif maupun positif. Variabel dalam penelitian ini diklasifikasikan sebagai berikut: variabel eksogen yang terdiri dari: konsentrasi kepemilikan saham (X_1), risiko sistematis perusahaan (X_2), likuiditas saham (X_3). Variabel endogen intervening berupa arus kas bebas (Y_1). Variabel endogen bebas berupa nilai perusahaan (Y_2).

Berdasarkan klasifikasi variabel dan kerangka konseptual maka variabel didefinisikan sebagai berikut:

Konsentrasi Kepemilikan Saham

Pada penelitian ini konsentrasi kepemilikan saham didefinisikan sebagai tingkat konsentrasi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemegang saham utama (yang memiliki minimal saham sebesar 5%) dari total saham beredar suatu perusahaan.

Untuk ukuran konsentrasi kepemilikan saham adalah total kepemilikan saham 5% dibagi jumlah saham yang beredar di suatu perusahaan.

Likuiditas Saham

Pada penelitian ini, likuiditas saham didefinisikan sebagai besarnya saham (jumlah saham) yang diperdagangkan di lantai bursa pada akhir tahun. Untuk ukuran atau proksi yang digunakan adalah perputaran saham (*share turnover*). Perputaran saham adalah volume transaksi saham suatu perusahaan pada akhir tahun / jumlah saham yang beredar di akhir tahun.

Arus Kas Bebas

Untuk pengukuran arus kas bebas menggunakan pendekatan laba setelah bunga dan pajak atau laba bersih - dividen tunai yang dibayarkan perusahaan.

Risiko Perusahaan

Risiko perusahaan adalah risiko sistematis (*beta*) yang diperoleh dari hasil regresi *return* akhir bulan suatu perusahaan dengan indeks harga saham gabungan.

Nilai perusahaan

Pada penelitian ini, nilai perusahaan didefinisikan sebagai total nilai ekuitas yang dimiliki perusahaan pada tahun tertentu (satunya %). Sedangkan untuk ukuran dari nilai perusahaan menggunakan rasio Tobin's Q yaitu = nilai pasar saham biasa + nilai buku hutang / total aset (satunya %).

Teknik Analisis Data

Analisis yang digunakan adalah analisis jalur. Analisis jalur (*path analysis*) merupakan pengembangan dari model regresi yang digunakan untuk menguji kesesuaian dari matriks korelasi dari dua

atau lebih model yang dibandingkan oleh si peneliti (Ghozali, 2004). Model biasanya digambarkan dengan lingkaran dan anak panah yang menunjukkan hubungan kausalitas. Nilai *goodness-of-fit* dihitung dengan membandingkan nilai regresi yang diprediksi oleh model dengan matriks korelasi hasil observasi variabel. Analisis jalur, didasari pada dua asumsi utama yaitu (a) semua hubungan kausalitas didasarkan pada teori (teori menjadi acuan untuk memasukkan atau menghilangkan hubungan kausalitas), (b) hubungan kausalitas dalam model dianggap linier. Penggunaan analisis jaringan (*path analysis*) disebabkan karena variabel yang dianalisis bersifat *observed* artinya dapat diukur secara langsung. Salah satu kelebihan dari analisis jaringan adalah kemampuannya untuk mengukur pengaruh atau hubungan tidak langsung dari adanya variabel antara.

HASIL

Deskripsi Variabel Konsentrasi Kepemilikan Saham

Untuk distribusi variabel konsentrasi kepemilikan saham, dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Distribusi Frekuensi Konsentrasi Kepemilikan

| Keterangan | Distribusi Frekuensi (Dalam %) | | | | | | |
|-------------|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| <40 % | 7 | 4 | 7 | 6 | 4 | 6 | 6 |
| 40.1 s/d 50 | 7 | 6 | 8 | 6 | 4 | 3 | 4 |
| 50.1 s/d 60 | 14 | 19 | 14 | 12 | 14 | 13 | 14 |
| 60.1 s/d 70 | 21 | 18 | 19 | 22 | 19 | 17 | 13 |
| > 70 % | 51 | 53 | 52 | 54 | 59 | 61 | 63 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Konsentrasi kepemilikan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sangat tinggi. Kepemilikan yang terkonsentrasi di atas 50.1% memiliki persentase di atas 80%. Sedangkan di bawah 50 % rata rata sebesar 20 %. Kondisi ini cukup stabil selang periode tahun 2001 s/d 2007.

Deskripsi Variabel Likuiditas Saham

Untuk distribusi variabel konsentrasi kepemilikan saham, ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Distribusi Frekuensi Likuiditas Saham

| Keterangan | Distribusi Frekuensi (Dalam %) | | | | | | |
|------------|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| <1 % | 84 | 88 | 71 | 64 | 100 | 75 | 66 |
| 1.1 s/d 3 | 6 | 8 | 12 | 14 | 0 | 10 | 9 |
| 3.1 s/d 5 | 4 | 2 | 10 | 12 | 0 | 4 | 9 |
| 5.7 s/d 7 | 4 | 1 | 3 | 5 | 0 | 4 | 4 |
| >7 % | 2 | 1 | 4 | 5 | 0 | 7 | 12 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Likuiditas saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sangat rendah. Perbandingan antara saham yang diperdagangkan dan beredar sangat kecil. Sebagian besar data menunjukkan bahwa kebanyakan likuiditas saham di bawah 1 %. Ada beberapa argumen yang dapat menjelaskan rendahnya likuiditas saham ini.

Deskripsi Variabel Nilai Perusahaan

Untuk distribusi variabel nilai perusahaan, ditunjukkan pada Tabel 3.

Tabel 3. Distribusi Frekuensi Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

| Keterangan | Distribusi Frekuensi (Dalam %) | | | | | | |
|-------------|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| <0.5 % | 7 | 12 | 11 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| 0.5 s/d 1 | 50 | 48 | 48 | 56 | 56 | 55 | 42 |
| 1.1 s/d 1.5 | 28 | 28 | 26 | 26 | 22 | 24 | 27 |
| 1.6 s/d 2.1 | 9 | 6 | 12 | 12 | 8 | 7 | 12 |
| > 2.1% | 6 | 6 | 4 | 6 | 13 | 13 | 17 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Nilai perusahaan yang diproksi oleh rasio Tobin's Q, menunjukkan sebagian besar perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI memiliki nilai Tobin's Q di bawah 1. Tobin's q digunakan sebagai ukuran tingkat keuntungan yang diharapkan perusahaan dari kesempatan investasi yang akan datang dan sebagai proksi dari tingkat ketidakpastian dari pendapatan yang akan diperoleh perusahaan. Perusahaan dengan Tobin's q yang tinggi

akan cenderung lebih tidak pasti daripada Tobin's q yang rendah. Tobin's q yang tinggi menunjukkan perusahaan merupakan *high-growth firms*.

Deskripsi Variabel Arus Kas bebas

Untuk distribusi variabel arus kas bebas, ditunjukkan pada Tabel 4.

Tabel 4. Distribusi Frekuensi FCF

| Keterangan | Distribusi Frekuensi (Dalam %) | | | | | | |
|-------------------|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| <1 milyar | 42 | 24 | 37 | 50 | 33 | 29 | 16 |
| 1.1 s/d 100 M | 44 | 52 | 48 | 37 | 54 | 57 | 65 |
| 101 s/d 500M | 6 | 13 | 8 | 9 | 7 | 8 | 9 |
| 501 s/d 1 triliun | 4 | 4 | 4 | 0 | 4 | 4 | 7 |
| > 1 triliun | 4 | 7 | 3 | 4 | 2 | 2 | 3 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Arus kas bebas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI cukup kecil. Sebagian besar memiliki arus kas bebas di bawah 1 milyar atau ratusan jutaan rupiah. Jika arus kas bebas sekecil ini maka perusahaan memiliki kemampuan yang kecil untuk mengakumulasi modal sendiri. Akumulasi modal sendiri ini justru sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan di masa depan.

Deskripsi Variabel Risiko Sistematis Perusahaan (Beta)

Untuk distribusi risiko sistematis perusahaan, dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5. Distribusi Frekuensi Risiko Sistematis Perusahaan

| Keterangan | Distribusi Frekuensi (Jumlah dan %) | | | | | | |
|---------------|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| ≥ -1 | 19 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| -0.9 s/d -0.5 | 12 | 2 | 3 | 4 | 11 | 9 | 9 |
| -0.4 s/d 0 | 14 | 49 | 56 | 32 | 48 | 45 | 58 |
| +0.1 s/d 1 | 33 | 49 | 41 | 59 | 35 | 43 | 29 |
| > 1 | 22 | 1 | 1 | 4 | 4 | 1 | 1 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Hasil menunjukkan bahwa kebanyakan perusahaan manufaktur memiliki risiko sistematis perusahaan di bawah 1. Ini berarti bahwa *return* sahamnya tidak sensitif terhadap pergerakan pasar. Hal ini dapat dijelaskan karena banyak perusahaan manufaktur yang bersifat tertutup. Artinya: lingkup operasinya kebanyakan lokal sehingga relatif

tidak sensitif atas *market force*.

Koefisien Regresi

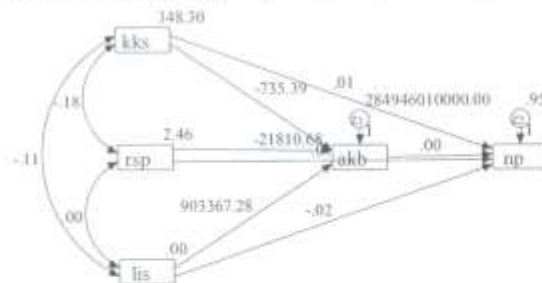
Terdapat 7 jalur yang dihipotesiskan dalam model. Jalur ini mencerminkan hipotesis yang akan diuji, lengkapnya seperti pada Tabel 6.

Tabel 6. Path Analysis

| | | Regression Weight Estimate | S.E. | C.R. | P | Keterangan |
|-------|-----|----------------------------|------------|--------|------|------------------|
| AKB ← | KKS | -735.387 | 1027.670 | -.716 | .474 | Tidak Signifikan |
| AKB ← | LIS | 903367.281 | 450863.416 | 2.004 | .045 | Signifikan |
| AKB ← | RSP | -21810.678 | 12104.737 | -1.802 | .072 | Tidak Signifikan |
| NP ← | KKS | .006 | .002 | 3.066 | .002 | Signifikan |
| NP ← | RSP | .009 | .022 | .415 | .678 | Tidak Signifikan |
| NP ← | LIS | -.016 | .823 | -.019 | .985 | Tidak Signifikan |
| NP ← | AKB | .000 | .000 | 3.572 | *** | Signifikan |

Ket: AKB: arus kas bebas; NP: nilai perusahaan; RSP: risiko perusahaan; LIS: likuiditas saham; KKS: konsentrasi kepemilikan saham

Untuk melihat secara keseluruhan koefisien jalur untuk pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsung, dapat dilihat pada Gambar 1.



Gambar 1. Pengaruh Langsung maupun Tidak Langsung

Pengujian hipotesis

Pengaruh konsentrasi kepemilikan saham terhadap arus kas bebas

Hasil penelitian menunjukkan nilai *critical ratio* sebesar -0.716, dan tingkat signifikansi atau

probabilitas sebesar 0.474 yang berarti hipotesis ditolak. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh tidak signifikan terhadap arus kas bebas perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

Pengaruh risiko sistimatis perusahaan terhadap arus kas bebas

Hasil penelitian menunjukkan nilai *critical ratio* sebesar -1.802, dan tingkat signifikansi atau probabilitas sebesar 0.072 yang berarti hipotesis ditolak. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa risiko sistimatis perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap arus kas bebas perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

Pengaruh likuiditas saham terhadap arus kas bebas

Hasil penelitian menunjukkan nilai *critical ratio* sebesar 2.004, dan tingkat signifikansi atau probabilitas sebesar 0.045 yang berarti hipotesis diteri-

ma. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa likuiditas saham berpengaruh signifikan terhadap arus kas bebas perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

Pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan nilai *critical ratio* sebesar 3,572, dan tingkat signifikansi atau probabilitas sebesar 0.000 yang berarti hipotesis diterima pada tingkat signifikansi 0.05. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan secara positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

Pengaruh konsentrasi kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan nilai *critical ratio* sebesar 3.066, dan tingkat signifikansi atau probabilitas sebesar 0.002 yang berarti hipotesis diterima pada tingkat signifikansi 0.05. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh signifikan secara positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

Pengaruh risiko sistimatis perusahaan terhadap nilai perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan nilai *critical ratio* sebesar 0.415, dan tingkat signifikansi atau probabilitas sebesar 0.678 yang berarti hipotesis ditolak. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa risiko sistimatis perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

Pengaruh likuiditas saham terhadap nilai perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan nilai *critical ratio* sebesar -0.019, dan tingkat signifikansi atau probabilitas sebesar 0.985 yang berarti hipotesis ditolak. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa

likuiditas saham berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

PEMBAHASAN

Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Saham terhadap Arus Kas Bebas

Hasil penelitian menunjukkan konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh tidak signifikan terhadap arus kas bebas perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia.

Hal ini berarti bahwa perubahan dalam konsentrasi kepemilikan saham tidak menyebabkan perubahan nyata atas arus kas bebas perusahaan.

Kajian terhadap dampak konsentrasi kepemilikan saham dengan arus kas bebas kebanyakan didasari pada keterkaitannya dengan dividen dan laba. Secara singkat arus kas bebas adalah arus kas bersih dikurangi dividen. Sehingga kecilnya arus kas bebas akan mengurangi alokasi dana pada investasi masa depan karena kepemilikan internal (karena konsentrasi kepemilikan) lebih suka membagi dividen. Hasil studi ini konsisten dengan pendapat Demsetz & Villalonga (2001) bahwa tidak terjadi peristiwa yang menghubungkan antara arus kas bebas dengan konsentrasi kepemilikan. Jika Brown & Caylor (2004), berpendapat besarnya *pay-out free cash flow* akan mengurangi kemampuan manajemen untuk menginvestasi pada proyek yang NPV negatif. Namun hasil temuan menunjukkan argumen yang bertolak belakang. Hal ini bisa terjadi karena ketidaktahuan dari pemilik atas prospek dari suatu proyek investasi. Bagaimana logikanya? Pada dasarnya semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka semakin kuat keinginan pemilik untuk mengurangi arus kas bebas dengan meminta dividen. Namun jika pihak manajemen mampu menyakinkan untuk mengalokasikan dana itu untuk melakukan investasi dan jika pihak pemilik tidak memiliki informasi yang cukup signifikan atas proyek tersebut maka besar kemungkinan arus kas bebas akan dialihkan ke rencana investasi.

Hasil studi ini menolak hasil penelitian Brown & Caylor (2004) dengan dasar pemikiran bahwa dengan tersedianya peluang investasi yang prospektif maka manajemen (proksi atas konsentrasi kepemilikan saham) akan menginginkan tersedianya sumber pendanaan internal yang lebih besar untuk membiaya proyek investasinya (positif) sehingga arus kas bebas akan disukai dalam jumlah yang besar. Namun tanpa peluang investasi yang prospektif maka akan rasional bagi manajemen untuk membaginya dalam bentuk dividen atau mencicil hutang. Perusahaan (negatif) sehingga arus kas bebas akan kecil, sehingga dapat memicu hubungan yang tidak signifikan akan konsentrasi kepemilikan saham dengan *arus kas bebas*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap arus kas bebas perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Hasil studi ini menolak hasil studi Turnbull (1997) dengan dasar pemikiran bahwa perubahan dalam risiko sistematis perusahaan tidak secara nyata menyebabkan perubahan dalam arus kas bebas perusahaan. Argumen ini bisa dijelaskan dengan konsep manajemen laba. Menurut konsep ini maka perusahaan atau manajemen dapat mengatur alokasi laba untuk waktu mendatang baik secara legal (misalnya: penggunaan metode FIFO dan LIFO yang akan mempengaruhi pola biaya persediaan dan lain-lain) maupun secara ilegal (dengan cara menambah atau mengurangi laba secara sengaja). Hal ini akan menyebabkan risiko sistematis menjadi tidak signifikan terhadap arus kas bebas.

Argumen lainnya bahwa risiko sistematis dipakai oleh investor untuk memberikan dampak pada *return* saham bukan pada arus kas bebas. Karena *return* saham disebabkan pada *capital gain* (*market yield*) sedangkan arus kas bebas pada *return* operasi (*operation yield*).

Pengaruh Likuiditas Saham terhadap Arus Kas Bebas Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas saham berpengaruh signifikan

secara positif terhadap arus kas bebas perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Hal ini sesuai dengan pendapat dari hasil studi penelitian Habib & Ljungqvist (2000), meneliti tentang *firm value and managerial incentives: a stochastic frontier approach* menemukan bahwa $\ln(\text{sales})$ terhadap *performance* (Tobins Q) berpengaruh signifikan dan positif. $\ln(\text{sales})^2$ terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan negatif. $\text{Sigma } I$ terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan negatif. $R/D/k$ terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan positif. Adv/k terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan positif. Capex/k terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan positif. Y/sales terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan negatif. K/sales terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan negatif. *leverage* terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan negatif. *Cost of capital* terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan negatif. *Sic-2 industry growth* terhadap *performance* berpengaruh signifikan dan positif. Pada penelitian ini digunakan *ratio Q** yang diestimasi berdasarkan teknik ekonometrik yang disebut *stochastic frontier analysis*.

Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Saham terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh signifikan secara positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Hasil penelitian mendukung temuan Pivovarsky (2003) meneliti tentang hubungan antara konsentrasi kepemilikan saham dengan kinerja pada perusahaan yang melakukan privatisasi di Ukraina. Temuannya menunjukkan konsentrasi kepemilikan saham berhubungan positif dengan kinerja baik untuk perusaha-

an kecil maupun perusahaan besar dan konsisten dengan peningkatan kinerja untuk semua ukuran. Konsentrasi kepemilikan saham dari kepemilikan domestik positif/tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Konsentrasi kepemilikan saham oleh perusahaan investasi dan *non-state holding company* terhadap kinerja perusahaan: tidak signifikan. Pemilihan metode privatisasi adalah *exogenous* terhadap kinerja perusahaan saat ini.

Pengaruh Risiko Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Ini berarti bahwa perubahan dalam risiko perusahaan tidak menyebabkan perubahan yang signifikan atas nilai perusahaan.

Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas saham berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Hal ini berarti bahwa perubahan likuiditas saham tidak menyebabkan perubahan yang nyata atas nilai perusahaan. Argumen ini dapat dijelaskan dengan beberapa kajian, yaitu: pertama, kajian *price adjustment delays*, kajian ini berfokus pada asumsi bahwa pasar modal telah efisiensi kuat. Artinya informasi langsung diserap oleh pasar dan memberikan tingkat penyesuaian yang sangat cepat sehingga tidak ada *abnormal return*. Walaupun saham memiliki likuiditas saham yang tinggi namun terjadi atas informasi yang dikandung oleh saham tersebut maka akan menimbulkan bias pada nilai perusahaan. Hal sesuai dengan hasil penelitian Graham (2004) yang menyatakan perubahan likuiditas tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kedua, argumen *less informative signal of value*, ini menunjukkan harga saham tidak memberikan signal atas nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan Bebchuk

(1999) bahwa porsi kepemilikan atas *cash flow* yang besar akan mengurangi likuiditas (saham) dan membuat harga pasar menjadi signal informasi yang lemah terhadap nilai perusahaan dan porsi kepemilikan atas *cash flow* yang besar akan mencakup biaya *risk bearing* dan biaya likuiditas.

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini berarti semakin besar arus kas bebas maka semakin tinggi nilai perusahaan dan semakin rendah arus kas bebas maka semakin rendah nilai perusahaan. Arus kas bebas yang tinggi menunjukkan perusahaan tersebut memiliki surplus dana internal yang tinggi. Surplus ini akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam hal membayar atau melunasi kewajiban jangka pendek dan panjangnya. Tingginya kemampuan untuk melunasi kewajiban ini menunjukkan kemampuan yang tinggi bagi perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan di masa depan. Tingginya kemampuan untuk menghadapi kesulitan keuangan atau risiko kebangkrutan akan mendapat respon positif dari investor di pasar. Perusahaan dengan risiko kebangkrutan yang rendah akan menyebabkan rendahnya risiko investasi dari investor. Perusahaan dengan risiko investasi yang rendah sangat disukai oleh investor karena *capital gain* yang diperoleh dapat lebih tinggi. Jadi semakin tinggi arus kas bebas maka semakin tinggi kemampuan keuangan perusahaan dan semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini juga sesuai dengan pendapat Kim & Lee (2000) dan Fazzari *et al.* (2000).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji dan menganalisis pengaruh konsentrasi kepemilikan saham, risiko perusahaan, likuiditas saham, dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan manufaktur

tur yang *go public* di Indonesia. Berdasarkan temuan dapat disimpulkan bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka semakin kuat tekanan dari pemegang saham kepada manajemen untuk memaksimalkan nilai perusahaan (kesejajaran kepentingan). Artinya pemegang saham akan memaksa pihak manajemen untuk selalu membuat keputusan yang menguntungkan pemegang saham. Semakin tingginya konsentrasi kepemilikan maka pengawasan dari pemegang saham akan semakin kuat dalam mengontrol kinerja manajerial. Berdasarkan konsep *non stationary risk*, jika risiko sistematis tidak *stationary* maka akan bias *return* yang merupakan hasil prediksi. Jika *return* bias maka akan memberikan dampak langsung pada *firm value*, karena elemen dari *return* adalah harga saham dan harga saham adalah elemen penting dari nilai pasar saham yang sangat berdampak pada nilai perusahaan. Jadi jika risiko tidak sistematis tidak stasioner maka hubungannya dengan nilai perusahaan akan tidak signifikan. Berdasarkan konsep *price adjustment delays* berfokus pada asumsi pasar modal efisiensi kuat. Walaupun saham memiliki likuiditas saham yang tinggi namun terjadi *delay* atas informasi, maka akan menimbulkan bias pada nilai perusahaan.

Saran

Oleh karena industri manufaktur adalah kelompok terbesar yang *go public* sehingga kontribusi terhadap variasi indeks harga saham gabungan (IHSG) menjadi dominan. Karena itu, diperlukan perhatian khusus dari pemerintah dalam hal ini BAPEPAM dan pengelola bursa efek di Indonesia dengan cara, jika industri saham manufaktur memiliki kecenderungan menurun, sebaiknya diambil langkah *suspend* (dihentikan sementara perdagangannya) seperti yang dilakukan oleh pengelol pasar modal di beberapa negara lain. Hal ini bertujuan supaya tidak berdampak pada jatuhnya IHSG. Langkah seperti ini juga dapat ditempuh untuk menghindari jatuhnya IHSG sebagai dampak krisis global saat ini.

Oleh karena konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh pada nilai perusahaan, maka disarankan pemilik saham utama (*ultimate shareholder*) untuk selalu menjaga citra dan kinerja dalam mengontrol manajemen agar mau bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Oleh karena struktur modal dan arus kas bebas mempengaruhi nilai perusahaan. Maka disarankan agar pihak manajemen untuk berusaha menjaga keseimbangan antara penggunaan modal sendiri maupun hutang. Penggunaan utang yang efisien pada pembiayaan proyek-proyek investasi menguntungkan akan meningkatkan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Baek, J.S., Kang, J.K., & Park, K.S. 2004. Corporate Governance and Firm Value: Evidence From The Korean Financial Crisis. *Working Paper*, January, pp.1-7.
- Breadley, R.A. & Myers, S.C. 2003. *Principles of Corporate Finance*. International Edition. USA: Mc Graw Hill.
- Chi, J. & Lee, D.S. 2005. The Conditional Nature of The Value of Corporate Governance. *Working Paper* (June), No.6, pp.1-24.
- Chollete, L. & Naes, R. 2006. Pricing Implication of Shared Variance in Liquidity Measures. *Working Paper*. Norges Bank Norway, pp.1-26.
- Goldreich, D., Hanke, B., & Nath, P. 2004. The Price Of Future Liquidity: Time-Varying Liquidity In The Us. Treasury Market. *Working Paper*. London Business School, pp.1-44.
- Mackey T.B. 2006. *Essays on Corporate Diversification and Firm Value*, Dissertation, Ohio State University, pp.1-111
- Ogden, J.P., Jain, F.C., & O'connor, P.F. 2003. *Advance Corporate Finance, Policies and Strategies*. Prentice Hall.
- Ronald, A.C., Mansi, S.A., & Reeb, D.M. 2003. Founding Family Ownership and The Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, Vol.68. pp.263-285.

Konsentrasi Kepemilikan Saham, Risiko Perusahaan, Likuiditas Saham, Arus Kas, dan Nilai Perusahaan

Barengkuán Tommy

Rony, M. & Roberts, M.R. 2006. Free Cash Flow, Signaling and Smoothing: Lessons from Dividend Policy of Public and Private Firms. *Working Paper*. Cornell University, pp.1-50.

Scott, R. 2005. Over-Investment of Free Cash Flow. *Working Paper*. University Of Pennsylvania, Wharthon School. November 10, pp.1-48.