

TEORI *FREE CASH FLOW*, PEMBAHASAN DAN RISET

Noer Sasongko

Universitas Muhammadiyah Surakarta

Theory of free cash flow very related to theory of agency, good about problem agency and of agency cost. In the world of finance specially and management and accountancy in general. Free cash flow conducted by many research to its use. Expected by agent goodness and of principal use without or lessen conflict of interest. Some results of research have shown with the mentioned.

Theory of free flow cash can also related to pecking order theory, as impact of existence of information of asymmetry. Although have the character of contrarily, but theory is worn which is most significant have an effect on, for example to investment. Become theory of free cash flow very attractive to be developed to be checked because to the number of variation and research model which can be used, besides problems of amendable arising out for research here in after.

Keywords: *free cash flow theory, pecking order theory, structure ownership, agency theory, asymmetry information.*

PENDAHULUAN

Jensen (1986), menjelaskan adanya konflik *interests* (kepentingan) dan *incentives* (insentif) antara para manajer dengan pemegang saham merupakan isu yang lebih diperhatikan daripada ukuran yang optimal perusahaan dan pembayaran kas kepada pemegang saham. Konflik terjadi terutama bagi perusahaan yang *free cash flow*-nya besar – dibandingkan dengan kelebihan kas untuk peluang investasi yang menguntungkan.

Selain masalah konflik kepentingan, permasalahan agensi di dalam *free cash flow* juga menarik digunakan untuk penelitian, dan nilai perusahaan serta struktur kepemilikan juga sangat terkait

terhadap penggunaan *free cash flow* dan membatasi kewenangan manajemen untuk memaksimalkan utilitasnya.

Paper ini menjelaskan mengenai bagaimana teori *free cash flow* ada pada suatu perusahaan dengan penjelasan secara konsep dan beberapa penelitian empiris yang berkaitan dengan *free cash flow*. Selain itu juga dikaitkan dengan beberapa teori lain yang terkait dengan *free cash flow* yaitu teori keagenan dan *pecking order hypothesis*.

PENGERTIAN FREE CASH FLOW

Free cash flow adalah arus kas lebih/ tersisa yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai NPV positif ketika *discounted* atas kos relevan pada *capital*. Konflik kepentingan di antara pemegang saham dan para manajer atas kebijakan *payout* terutama sekali ketika organisasi menghasilkan *free cash flow* secara substansial. Masalahnya adalah bagaimana cara memotivasi para manajer untuk membagikan kas itu daripada menginvestasikannya kepada *cost of capital* atau pemborosan yang berupa ketidak efisienan organisasi.

Free cash flow (FCF) oleh Jensen (1986) yang difokuskan pada agensi. Jansen menyatakan bahwa manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan FCF pada kesempatan investasi yang *unprofitable* daripada membayar deviden, membeli saham dan sebagainya. Hal itulah yang mengakibatkan *free cash flow* menarik untuk diteliti, kaitannya dengan investasi, *agency cost*, nilai perusahaan, harga saham dan lain-lain.

HUBUNGAN FREE CASH FLOW DENGAN TEORI KEAGENAN

Dalam kaitannya dengan hubungan prinsipal dan agen, prinsipal akan membatasi atau memperkecil perbedaan kepentingannya dengan cara melakukan *monitoring* agar agen melaksanakan sesuai dengan kontrak yang disepakati. Biaya yang terjadi berkaitan dengan monitoring agen ini dinamakan *monitoring cost*. Sebaliknya untuk memaksimalkan kepuasan, agen mengeluarkan *bonding cost* untuk memberi jaminan bahwa agen tidak akan melakukan tindakan yang membahayakan (berlawanan dengan) kepentingan prinsipal atau untuk menjamin bahwa prinsipal akan memberi kompensasi jika agen melaksanakan sesuai dengan kontraknya. Selanjutnya meskipun telah dilakukan pengeluaran *monitoring cost* dan *bonding cost*, tindakan yang dilakukan oleh agen akan berbeda dengan

tindakan yang akan diambil prinsipal. Pengaruh kesejahteraan dari perbedaan dalam tindakan ini disebut *residual loss*. Akhirnya (Jansen dan Meckling (1976)) mendefinisi biaya keagenan (*agency cost*) sebagai jumlah dari [1] pengeluaran-pengeluaran *monitoring* oleh prinsipal, [2] pengeluaran-pengeluaran *bonding* oleh agen, [3] *residual loss*.

Free cash flow berhubungan dengan teori keagenan, khususnya *agency cost*. Para manajer perusahaan adalah agen dari para pemegang saham, suatu hubungan yang penuh dengan konflik kepentingan. Teori keagenan, menganalisis terhadap konflik-konflik, kini merupakan bagian terbesar didalam literatur ekonomi. *Payouts* (pembayaran deviden) berupa kas kepada pemegang saham menciptakan konflik utama yang perlu perhatian. *Payouts* ke pemegang saham mengurangi sumber daya yang dikontrol oleh manajer, dengan demikian mengurangi kekuasaan/wewenang manajer, dan para prinsipal akan melakukan *monitoring* pada pasar modal yang terjadi ketika perusahaan harus memperoleh kapital baru (M. Rozeff (1982); F. H. Easterbrook (1984)). Pembiayaan proyek secara internal menghindari *monitoring* ini dan kemungkinan dana akan menjadi tak tersedia atau tersedia hanya pada harga yang secara eksplisit tinggi.

Para manajer memperoleh insentif yang menyebabkan perusahaan mereka tumbuh melewati batas ukuran optimal. Pertumbuhan meningkatkan kekuasaan manajer dengan terus meningkatkan sumber daya di bawah kontrol mereka. Hal itu juga yang berkaitan dengan peningkatan kompensasi manajer, karena perubahan kompensasi secara positif dihubungkan dengan pertumbuhan penjualan (Murphy, 1985). Kecenderungan perusahaan untuk memberi penghargaan para manajer *middle* melalui promosi daripada bonus tahunan yang juga untuk menciptakan suatu penyimpangan organisatoris yang kuat ke arah pertumbuhan dengan menyediakan posisi baru seperti promosi yang didasarkan atas sistem *reward* yang diperlukan (Baker, 1986).

Persaingan dalam pasar produk dan faktor cenderung mengarahkan harga ke arah *average cost* minimum dalam suatu aktivitas. Para manajer harus memotivasi organisasi mereka untuk meningkatkan efisiensi dengan tingkatan problem pada *survival* (kelangsungan hidup). Bagaimanapun, kekuatan yang teratur pada pasar produk dan faktor sering lebih lemah dalam aktivitas baru dan aktivitas yang melibatkan *economic rent* yang substansial atau *quasi rent*. Pada kasus ini, monitoring oleh struktur pengendalian intern

perusahaan dan pasar untuk kontrol perusahaan adalah lebih penting. Aktivitas yang membangkitkan *economic rent* yang substansial atau *quasi rent* adalah jenis aktivitas yang menghasilkan jumlah yang substansial pada *free cash flow*.

HUBUNGAN *FREE CASH FLOW* DENGAN *PECKING ORDER HYPOTHESES*

Pecking order hypotheses oleh Myers dan Majluf (1984) yang mengidentifikasi masalah yang merugikan yang timbul ketika insider (*owner* dan manajer) mempunyai informasi yang lebih baik dibanding dengan pasar tentang nilai perusahaan. Implikasi yang penting dari masalah ini adalah bahwa perusahaan dengan NPV positif akan mendapatkan proyek yang *profitable* dengan menghindari biaya yang berlebihan dari pendanaan eksternal. Implikasi ini dibahas lebih detail oleh Fazzari, Hubbard dan Peterson (1988).

Dana internal sangat diperlukan karena dapat menghindari problem yang merugikan ini dari pengaruh *asymmetry information*. Dalam mencari dana eksternal, manajer tidak dapat menunjukkan dengan baik kualitas perusahaan. Untuk menunjukkan bahwa informasi asimetri menggambarkan marjinal Q maka dikembangkan model Myers dan Majluf (1984) dan Fazzari, Hubbert dan Petersen (1988), yang mengasumsikan bahwa ekonomi konsisten dengan dua tipe perusahaan yang mengharapkan meningkatnya dollar dengan menerbitkan saham baru yaitu perusahaan yang mengharapkan meningkatnya dollar dengan menerbitkan saham baru yaitu perusahaan *undervalued* dan *overvalued*. Insider (manajer) tahu apakah perusahaan dalam *undervalued* atau *overvalued*. Sedangkan investor hanya mengetahui proporsi tetapi tidak bisa membedakan di antara perusahaan tersebut.

PERAN HUTANG DALAM MEMOTIVASI EFISIENSI ORGANISATORIS

Agency costs pada hutang telah secara luas dibahas, tetapi manfaat hutang dalam memotivasi para manajer dan organisasi mereka untuk efisien telah diabaikan. Jansen (1986) menamakan efek tersebut dengan "hipotesis kontrol" untuk penciptaan hutang.

Para manajer dengan *free cash flow* yang substansial dapat meningkatkan dividen atau *repurchase* (hak membeli kembali) saham dan pengeluaran *current cash* yang sebaliknya akan diinvestasikan pada keuntungan proyek yang rendah atau pemborosan. Kehidupan

para manajer ini dengan mengontrol di atas penggunaan *free cash flow* di masa depan, tetapi mereka dapat menjanjikan untuk mengeluarkan arus kas di masa depan dengan mengumumkan suatu peningkatan "permanen" pada dividen. Janji seperti itu adalah lemah karena dividen dapat dikurangi di masa depan. Fakta bahwa pasar modal menghukum pemotongan dividen dengan pengurangan harga saham yang besar adalah konsisten dengan *agency cost* pada *free cash flow*.

Penciptaan hutang, tanpa hak tetap memiliki sebagai isu, yang memungkinkan para manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan. Hutang dapat merupakan suatu substitusi yang efektif untuk dividen, sesuatu yang tidak biasanya dikenal dalam literatur keuangan perusahaan. Dengan pengeluaran hutang sebagai pertukaran dengan saham, para manajer adalah mengikat janjinya untuk mengeluarkan arus kas di masa depan dengan cara yang tidak bisa terpenuhi oleh peningkatan dividen secara sederhana. Dalam pelaksanaannya, mereka memberikan pada penerima-penerima *shareholder* hak *debt* untuk mengambil perusahaan dalam menghadapi kebangkrutan jika mereka tidak memelihara janjinya untuk membuat *interest* dan pembayaran pada prinsipal. Jadi hutang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* dengan pengurangan arus kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai keinginan para manajer. Pengaruh kontrol ini terhadap hutang adalah suatu faktor penentu yang potensial pada *capital structure*.

Pokok persoalan sejumlah besar hutang untuk membeli kembali saham juga menetapkan atas insentif organisatoris yang diperlukan untuk memotivasi para manajer dan untuk membantunya menanggulangi resistensi organisatoris normal untuk pengurangan *payout* pada *free cash flow* sering diperlukan. Ancaman disebabkan oleh kegagalan dalam pembayaran jasa hutang yang bertindak dengan efektif memotivasi kekuatan untuk membuat organisasi yang lebih efisien. Hak membeli kembali saham dengan hutang atau kas juga mempunyai keuntungan pajak.

Leverage yang ditingkatkan juga mempunyai *costs*. Sebab peningkatan leverage, biasanya *agency cost* pada hutang juga naik, mencakup *costs* pada kebangkrutan. *Debt equity ratio* yang optimal adalah poin di mana nilai perusahaan dimaksimalkan, poin yang mana kos marginal hutang hanya mencetak *benefit* yang marginal.

Hipotesis kontrol tidak menyiratkan hutang bahwa isu hutang akan selalu mempunyai efek kontrol yang positif. Sebagai contoh,

efek ini tidak akan terorganisasi tumbuh dengan cepat dengan proyek investasi yang sangat menguntungkan dan besar tetapi tidak ada *free cash flow*. Organisasi seperti itu akan mempunyai kesempatan secara teratur dengan pasar uang untuk memperoleh *capital*. Pada kali ini pasar mempunyai kesempatan untuk mengevaluasi perusahaan, manajemennya, dan proyek yang diusulkannya. Bankir dan analisis investasi memainkan suatu peran penting di dalam monitoring, dan penilaian pasar dibuat jelas oleh investor untuk membayar klaim keuangan.

Fungsi kontrol hutang menjadi lebih penting bagi organisasi yang menghasilkan *cash flow* besar tetapi mempunyai prospek pertumbuhan yang rendah, dan bahkan lebih penting bagi organisasi yang terus menyusutkan. Dalam organisasi ini tekanan untuk memboroskan arus kas dengan menginvestasikannya dalam proyek tidak ekonomis adalah yang paling serius.

Penelitian yang dilakukan oleh Gul dan Tsui (1998) menguji hubungan antara *free cash flow* (FCF) dan *audit fees*. Asosiasi diharapkan sesuai dengan argumentasi Jensen's bahwa para manajer perusahaan pada *growth* yang rendah/ FCF yang tinggi terlibat dalam aktivitas yang *non-value-maximizing* (tanpa nilai yang maksimal). Aktivitas ini meningkatkan penilaian *auditor* tentang *inherent risk* (resiko bawaan) dan, pada gilirannya, *audit effort* (usaha audit) dan *audit fees* (biaya audit). Jensen juga membantah hutang mengurangi aktivitas yang *non-value-maximizing* itu. Seperti itu, asosiasi FCF/*audit fees* yang positif diharapkan menjadi lebih lemah untuk perusahaan dengan pertumbuhan yang rendah dengan hutang tinggi dibanding untuk perusahaan serupa dengan hutang rendah. Kemunduran menghasilkan untuk suatu contoh pertumbuhan rendah perusahaan Hongkong mendukung hipotesis ini.

Hasil menunjukkan adanya asosiasi antara FCF dan *audit fees* adalah bergantung pada hutang. Signifikansi dan efek FCF yang utama adalah positif dan yang penting dan tanda yang negatif pada terminologi interaksi yang menyatakan bahwa secara progresif tingkat yang lebih tinggi pada hutang, berasosiasi positif antara FCF dan penurunan *audit fees*.

Hasil uji tersebut, bagaimanapun, tidak secara terang menghalangi penjelasan lain seperti permintaan untuk audit mutu yang lebih tinggi untuk mengurangi *agency cost* tersebut pada FCF. Kemungkinan lain adalah bahwa auditor meminta pembayaran yang lebih tinggi karena mereka sadar bahwa perusahaan itu mempunyai

kesanggupan untuk membayar lebih tinggi, oleh karena ketersediaan *discretionary resources* (sumber daya dengan bebas menentukannya) sebagai hasil FCF tinggi dan peluang pertumbuhan rendah. Hal ini adalah juga memungkinkan perusahaan itu dengan FCF tinggi dan hutang rendah sudah menjadi hak manajemen (Shleifer dan Vishny, 1989). *Fees* yang lebih tinggi bisa menghadirkan penghasilan tambahan yang tinggi seperti cross-subsidisasi dari urusan para manajer yang lain telah bersama *auditors*. Pembayaran yang lebih tinggi dapat juga mencerminkan suatu premi untuk resiko yang lebih tinggi pada proses pengadilan (Simunic dan Stein, 1996). Berbagai kemungkinan di atas menyarankan ruang untuk riset lebih lanjut.

BUKTI DARI RESTRUKTURISASI KEUANGAN

Teori *free cash flow* pada *capital structure* (struktur modal) membantu menjelaskan hasil yang membingungkan sebelumnya atas efek dari restrukturisasi keuangan. Pada riset yang dilakukan oleh Clifford Smith (1986) meringkas lebih dari selusin studi pada perubahan harga saham atas pengumuman transaksi-transaksi mengubah *capital structure*. Kebanyakan transaksi peningkatan *leverage*, meliputi: *repurchases* saham dan pertukaran hutang atau pertukaran saham preferen ke saham biasa, hutang ke saham preferen, dan pendapatan obligasi ke saham preferen, menghasilkan signifikansi positif meningkat dalam harga saham biasa. Dua hari range keuntungan dari 21,9 persen (hutang ke saham biasa) sampai dengan 2,2 persen (hutang atau pendapatan obligasi ke saham preferen). Kebanyakan transaksi pengurangan *leverage*, meliputi: penjualan saham biasa, dan pertukaran saham biasa ke hutang atau saham preferen, atau saham preferen ke hutang, dan sebutan pada *convertible bonds* atau *convertible preferred* yang memaksa konversi ke dalam saham biasa, menghasilkan signifikansi yang penurunan dalam harga saham. Dua hasil range kerugian dari -9,9 persen (saham biasa ke hutang) sampai dengan -0,4 persen (*convertible preferred* memaksa konversi ke saham biasa). Konsisten dengan ini, teori *free cash flow* meramalkan bahwa, kecuali untuk perusahaan dengan proyek investasi tanpa dana menguntungkan, harga akan naik dengan peningkatan tak diduga dalam *payouts* ke pemegang saham (atau menjanjikan untuk melakukannya), dan harga akan jatuh dengan pengurangan dalam pembayaran atau permintaan baru untuk dana (atau pengurangan dalam janji-jani untuk melakukan pembayaran di masa depan).

Kecuali kepada aturan perubahan *leverage* yang sederhana ditargetkan *repurchases* dan penjualan hutang (dalam segala bentuk) dan saham preferen. Ini dihubungkan dengan kemunduran harga *abnormal* (sebagian adalah tidak signifikan). Kemunduran harga *repurchase* yang ditargetkan sepertinya berkaitan dengan kemungkinan yang dikurangi pada *takeover*. Kemerosotan harga atas penjualan hutang dan saham preferen adalah konsisten dengan teori *free cash flow* sebab penjualan ini membawa kas baru di bawah kontrol para manajer. Lebih dari itu, besaran pada perubahan nilai secara positif dihubungkan dengan perubahan dalam keketataan pada pengikatan komitmen pembayaran *cash flow* di masa depan; sebagai contoh, efek hutang untuk pertukaran saham preferen adalah lebih kecil daripada efek hutang ke pertukaran saham biasa. Efek pajak dapat menjelaskan beberapa tentang hasil ini, tetapi tidak semua, sebagai contoh, peningkatan harga atas pertukaran saham preferen ke saham biasa, yang tidak punya efek pajak.

BUKTI DARI *LEVERAGED BUYOUT* DAN MENUJU TRANSAKSI PRIBADI

Banyak dari benefits menuju pada transaksi *private* dan *leveraged buyout* (LBO) yang sepertinya berkaitan dengan fungsi kendali hutang. Transaksi ini sedang menciptakan suatu bentuk organisatoris baru yang bersaing dengan sukses dengan bentuk korporasi yang terbuka oleh karena keuntungan di dalam mengendalikan *agency cost* pada *free cash flow*. Pada tahun 1984, menuju transaksi *private* dengan total \$ 10.8 billion dan mewakili 27 persen dari semua akuisisi publik. Bukti menandai adanya pembayaran premi yang rata-rata di atas 50 percent.

Calon-calon *leveraged buyout* yang diinginkan adalah secara terus menerus perusahaan atau divisi perusahaan besar yang telah stabil pada sejarah bisnis dan *free cash flow* secara substansial (yaitu, prospek pertumbuhan yang lebih rendah dan tekanan tinggi untuk menghasilkan cash flows) situasi-situasi di mana *agency cost* pada *free cash flow* adalah nampaknya akan tinggi. transaksi LBO sering dibiayai dengan hutang yang tinggi; rasio 10 : 1 pada *debt to equity* tidaklah luar biasa. Lebih dari itu, penggunaan potongan pembiayaan dan alokasi hak kekayaan di dalam keberhasilan mengungkapkan suatu sensitifitas kepada insentif, konflik kepentingan, dan kos kebangkrutan.

Potongan keuangan, praktek di mana *nonequitas* surat-surat berharga penuh resiko dilaksanakan proporsi kira-kira sama, membatasi konflik kepentingan di antara pemilik surat-surat berharga dan oleh karena itu membatasi biaya kebangkrutan. Suatu contoh yang lebih disederhanakan menggambarkan suatu poin/nilai. Pertimbangkan dua perusahaan yang serupa dari semua segi kebaikan kecuali pembiayaan. Perusahaan A yang seluruhnya dibiayai dengan equitas, dan perusahaan B adalah yang sangat *leveraged* dengan *senior subordinated debt*, *convertible debt* dan saham preferen semacam ekuitas. Dukungan surat-surat berharga perusahaan B dijual hanya dalam potongan, bahwa, seorang pembeli harus membeli sebesar X persen pada semua surat-surat berharga, dan surat-surat berharga adalah "*stapled* (bahan pokok)" bersama-sama sehingga mereka tidak bisa dipisahkan kemudian. Pemilik surat-surat berharga pada kedua perusahaan mempunyai klaim *unleveraged* yang serupa atas distribusi *cash flow*, tetapi secara organisasi dua perusahaan adalah sangat berbeda.

Jika para manajer perusahaan B menahan dividen untuk berinvestasi dalam proyek dengan *value-reducing* (penurunan nilai) atau jika mereka tidak cakap, potongan pemilik meminta bantuan pada kekuasaan mengenai perbaikan tidak tersedia kepada pemilik equitas pada perusahaan A. Masing-masing surat berharga perusahaan B yang menetapkan hak pemiliknya menghadapi kejadian sanggup atas pembayaran bon atau dividennya, sebagai contoh, hak untuk mengambil perusahaan ke dalam kebangkrutan atau mempunyai perwakilan di perusahaan. Ketika masing-masing surat berharga di atas equitas menuju pada kelalaian, potongan pemilik menerima hak-hak baru untuk menjadi perantara organisasi itu. Sebagai hasilnya, itu adalah lebih cepat dan lebih mudah untuk menggantikan para manajer di dalam perusahaan B.

Lebih dari itu, karena tiap-tiap pemilik surat-surat berharga di dalam perusahaan yang sangat *leveraged* pada perusahaan B mempunyai kesamaan klaim terhadap perusahaan, tidak ada konflik antar penuntut senior dan yunior atas reorganisasi pada klaim dalam kejadian kelalaian; kepada potongan pemilik ini merupakan suatu perihal pergerakan dana dari satu saku ke lain. Dengan begitu perusahaan B tidak pernah memerlukan masuk ke dalam kebangkrutan, reorganisasi dapat terpenuhi dengan sukarela, dengan cepat, dan dengan lebih sedikit biaya dan gangguan dibanding melalui proses kebangkrutan.

Proporsi pemilikan dengan teliti pada semua surat-surat berharga tidaklah diinginkan, sebagai contoh, oleh karena pembatasan IRS yang menyangkal deduktibilitas pajak pada bunga hutang dalam situasi yang sedemikian dan membatasi atas pemilikan bank pada equitas. Bagaimanapun, hutang senior tanpa mengambil resiko tidak perlu jadilah di dalam potongan, dan itu adalah menguntungkan dengan mempunyai para top manajer dan *venture capitalists* (kapitalis ventura) siapa yang mempromosikan transaksi yang memegang suatu saham yang lebih besar pada equitas. Surat-surat berharga biasa (saham biasa) tunduk kepada praktek potongan adalah sering disebut "*mezzanine*" pembiayaan dan meliputi surat-surat berharga dengan prioritas lebih utama kepada saham biasa namun subordinat ke hutang senior.

Para top manajer sering menerima 15-20 persen pada equitas/hak kekayaan. *Venture capitalists* dan dana yang mereka wakili menguasai saham utama pada equitas. Mereka mengendalikan dewan direktur dan memonitor para manajer. Para manajer dan *venture capitalists* mempunyai suatu kepentingan yang kuat di dalam melakukan ventura yang sukses sebab kepentingan ekuitas mereka adalah subordinat bagi klaim lain. Keberhasilan memerlukan implementasi pada perubahan untuk menghindari investasi di dalam proyek dengan return yang rendah untuk menghasilkan kas untuk *debt service* (jasa hutang) dan untuk meningkatkan nilai equitas. Kurang dari sedikit penuh pada ventura ini telah berakhir dengan kebangkrutan, walaupun lebih melakukan melalui reorganisasi pribadi. Suatu test dengan saksama bentuk organisatoris ini memerlukan jalan lintasan waktu dan resesi lain.

TEORI *FREE CASH FLOW* PADA TAKEOVERS

Free cash flow adalah hanya salah satu dari kira-kira selusin teori untuk menjelaskan takeovers, semua dari yang Jensen percaya mempunyai beberapa keterkaitan (Jensen 1986). Di sini Jensen menguraikan dengan ringkas beberapa prediksi empiris tentang teori *free cash flow*, dan apa yang Jensen percaya adalah fakta yang memberikannya kepercayaan.

Respon pasar yang positif terhadap penciptaan hutang di *takeovers* industri minyak (seperti halnya di tempat lain, Robert Bruner (1985)) adalah konsisten dengan dugaan bahwa hutang tambahan secara efisiensi meningkat karena memaksa organisasi dengan arus kas besar tetapi sedikit proyek investasi dengan return yang tinggi untuk mencurahkan kas kepada investor. Hutang

membantu mencegah seperti perusahaan dari pemborosan sumber daya atas proyek dengan return yang rendah.

Teori *free cash flow* meramalkan bahwa *mergers* dan *takeovers* adalah mungkin lebih merusak, daripada menciptakan, nilai; hal itu menunjukkan bagaimana *takeovers* adalah keduanya bukti konflik kepentingan antara pemegang saham dan para manajer, dan suatu solusi pada masalah. Akuisisi merupakan satu cara para manajer membelanjakan kas sebagai ganti pembayaran ke *shareholders*. Oleh karena itu, teori ini mempengaruhi para manajer perusahaan dengan tidak menggunakan kekuatan pinjaman/hutang dan *free cash flow* besar adalah lebih mungkin untuk berusaha pada *benefit* yang rendah atau bahkan merupakan *mergers* yang merusak nilai. Program diversifikasi biasanya sesuai dengan kategori ini, dan teori meramalkan mereka akan menghasilkan total *gain* (keuntungan) lebih rendah. Manfaat yang utama seperti transaksi adalah mungkin bahwa mereka melibatkan lebih sedikit sisa sumber daya dibanding jika dana telah secara internal diinvestasikan dalam proyek tak menguntungkan. Akuisisi tidak memperoleh saham yang melibatkan *payout* sumber daya sebagai target pemegang saham dan ini dapat menciptakan *benefit* bersih sekalipun *mergers* menghasilkan pemborosan operasi. Seperti *mergers* dengan return yang rendah adalah lebih mungkin di dalam industri dengan *cash flow* besar yang mempunyai ketentuan ekonomi yang menjadi jalan keluar. Pada industri yang merosot, *mergers* di dalam industri menciptakan nilai, dan *mergers* di luar industri itu lebih mungkin rendah atau bahkan proyek dengan return yang negatif. Perusahaan minyak sesuai dengan uraian ini demikian juga perusahaan tembakau.

Perusahaan tembakau menghadapi penurunan permintaan dalam kaitan dengan perubahan kebiasaan merokok tetapi menghasilkan *free cash flow* yang besar dan telah dilibatkan di dalam akuisisi utama pada baru-baru ini. Produk hutan adalah industri lain dengan kapasitas berlebih. *Mergers* pada industri makanan juga nampak untuk mencerminkan pembelanjaan *free cash flow*. Industri yang kelihatannya menghasilkan *cash flow* yang besar dengan sedikit peluang pertumbuhan. Oleh karena itu suatu calon yang baik untuk dengan *leveraged buyouts* dan mereka kini terjadi. *Beatrice LBO* dengan \$ 6.3 billion adalah pernah yang paling besar. Industri *broadcasting* menghasilkan sewa dalam wujud *free cash flow* yang besar atas lisensinya dan juga sesuai dengan teori tersebut. Regulasi membatasi *supply* atas lisensi dan jumlah yang dimiliki oleh suatu entitas tunggal. Jadi, profitabilitas pada investasi internal adalah dibatasi dan *free cash flow* industri

dibelanjakan pada ketidakefisienan organisasional dan program diversifikasi yang membuat target-target perusahaan *takeover*. Hutang CBS's untuk perestrukturan saham sesuai dengan teori tersebut.

Teori ini meramalkan *value-increasing* (peningkatan nilai) *takeovers* terjadi sebagai jawaban atas uraian tentang proses pengendalian intern perusahaan dengan *free cash flow* secara substansial dan kebijakan organisatoris (mencakup program diversifikasi) yang sedang memboroskan sumber daya. Hal itu meramalkan *takeovers* yang berlawanan, peningkatan besar di dalam *leverage*, *dismantlement* (pembongkaran) kekaisaran karena skala ekonomi yang sedikit/rendah atau skope untuk mencapai tujuan ekonominya (sebagai contoh, konglomerat-konglomerat), dan banyak kontroversi ketika para manajer sekarang ini menolak kehilangan pekerjaannya atau perubahan di dalam kebijakan organisatoris yang dipaksa atas mereka oleh ancaman *takeover*.

Hutang yang diciptakan dalam suatu *takeover* yang berlawanan (atau *takeover* yang dipertahankan) pada suatu perusahaan yang mengalami *agency cost* yang menjengkelkan pada *free cash flow* adalah sering tidak permanen. Dalam situasi ini, pengungkitan perusahaan sangat tinggi bahwa hal itu tidak dapat melanjut ke dalam format lamanya yang menghasilkan *benefits*. Hal itu menciptakan krisis untuk memotivasi pemotongan program ekspansi dan penjualan pada divisi itu semua yang menjadi lebih berharga di luar perusahaan. Proses digunakan untuk mengurangi hutang kepada suatu level yang lebih permanen atau normal. Proses ini mengakibatkan suatu pemikiran kembali yang lengkap pada strategi organisasi dan strukturnya. Ketika sukses suatu sandaran yang banyak dan hasil organisasi kompetitif.

Konsisten dengan data, teori *free cash flow* meramalkan bahwa banyak *acquirers* akan cenderung mempunyai kinerja yang sangat baik sekali sebelum akuisisi. (Lagi, pada industri minyak sesuai dengan baik). Bahwa kinerja sangat menghasilkan sekali *free cash flow* untuk akuisisi. Target akan terdapat dua macam: perusahaan dengan manajemen lemah yang sudah melakukan secara kurang baik sebelum *mergers*, dan perusahaan yang sudah melakukan dengan sangat baik dan mempunyai *free cash flow* yang besar yang mana mereka berkeberatan untuk membayar pemegang saham. Kedua jenis pada target nampak ada, tetapi analisis yang lebih berhati-hati adalah yang diinginkan (Mueller, 1980).

Teori meramalkan bahwa *takeovers* yang dibiayai dengan kas dan hutang akan menghasilkan *benefits* lebih besar dibanding mereka dipenuhi melalui pertukaran saham. Akuisisi saham cenderung untuk menjadi berbeda dari hutang atau akuisisi kas dan lebih mungkin untuk dihubungkan dengan peluang pertumbuhan dan suatu kekurangan pada *free cash flow*; tetapi hal itu adalah suatu topik untuk masa depan perlu pertimbangan.

Agency cost pada *free cash flow* adalah konsisten dengan suatu cakupan luas pada data untuk yang mana hal itu telah ada ketidak ada penjelasan yang konsisten. Jansen sudah tidak menemukan apapun data yang tidak konsisten dengan teori, tetapi hal itu adalah kaya akan prediksi namun untuk diuji.

BEBERAPA PENELITIAN LAINNYA

Hackel, Livnat, dan Rai (2000) menguji suatu strategi investasi yang didasarkan pada *free cash flow*. Strategi memilih surat-surat berharga ke dalam suatu portofolio yang "lama" yang *outperforms* (diluar) indeks pasar, return pada ukuran serupa surat-surat berharga, dan return pada resiko serupa surat-surat berharga (*beta* dan *book-to-market*). Portofolio meliputi perusahaan yang merupakan generator *free cash flow* yang konsisten, yang itu mempunyai solvabilitas keuangan yang rendah, dan yang menjual berbagai *free cash flow* yang rendah.

Paper ini menguji kinerja dari suatu strategi investasi yang mengidentifikasi perusahaan dengan suatu pola yang konsisten pada pengoperasian dan *free cash flow*, solvabilitas permodalan yang rendah, dan berbagai *free cash flow* yang rendah. Hal itu menunjukkan bahwa portofolio didasarkan atas return hasil strategi investasi lebih pandai dari indeks S&P 500, ukuran portofolio-portofolio serupa, beta portofolio-portofolio serupa, dan *book-to-market* portofolio-portofolio serupa. Paper ini menyangkal penjelasan resiko potensial, atau attribution hasil kepada anomali lain, dengan suatu pengujian pada returns di dalam pasar bawah dan dengan secara rinci menyesuaikan untuk anomali yang dikenal.

Hasil ini menandai pentingnya analisis laporan keuangan dengan cukup. Sebagai ganti memusatkan atas perubahan *earnings* atau ramalan dari suatu perubahan *earnings*, paper ini mencoba untuk menentukan keinginan suatu surat berharga berdasarkan pada *free cash flow*-nya, seperti diperkirakan dari laporan keuangan lebih dari empat tahun. Juga, paper ini mendokumentasikan kegunaan

yang potensial penempatan beberapa pembatasan atas perusahaan-perusahaan portofolio.

Hasil di dalam studi ini adalah untuk pasar modal U.S. Persiapan pengujian kembali pada strategi untuk investasi asing menunjukkan bahwa portofolio asing adalah juga lebih pandai daripada suatu indeks pasar asing. Jadi, strategi yang sama dapat diberlakukan untuk menghasilkan *abnormal return* atas portofolio yang dikombinasikan di Amerika dan saham asing.

Vogt dan Vu (2000), Penelitian dibangkitkan oleh beberapa bukti yang mendukung hipotesis *free cash flow*. Pertama, peningkatan pembayaran kas dihubungkan dengan respon jangka pendek yang positif pada harga saham. Charest (1978) menemukan return saham menjadi negatif bila perusahaan memotong deviden dan positif bila deviden meningkat. Brickely (1983) menemukan bahwa harga saham biasa bereaksi baik terhadap peningkatan pendisainan deviden secara khusus.

Lang dan Litzenberger (1989) memberikan dukungan yang lebih kuat terhadap *free cash flow*, tampak ketika mereka menemukan respon secara positif pada harga saham dihubungkan dengan peningkatan deviden yang dipusatkan pada perusahaan yang kesempatan investasinya kurang baik diukur dengan *Tobin's Q!*. Denis et al (1994) keberatan terhadap interpretasi penelitian di atas. Akhirnya, Nohel dan Tarhan (1998) menemukan kinerja operasi terhadap perusahaan. Mereka mengusulkan penjualan kembali saham digunakan sebagai bagian paket restruktur keseluruhan yang ditujukan untuk menggerakkan kembali ketidakefisienan hubungannya dengan *free cash flow* dari pada suatu sinyal pada kesempatan investasi baru.

Kedua, pada bukti yang mendukung hipotesis *free cash flow* adalah bahwa peningkatan pengeluaran *capital* secara *negative* berhubungan dengan respon harga saham jangka pendek di antara perusahaan dengan kesempatan investasi yang kurang baik. McConnell dan Muscarella (1985) menemukan pengumuman peningkatan pengeluaran *capital* dari perusahaan eksplorasi *oil* dan *gas* antara tahun 1975 s/d 1981 mempertunjukkan respon negatif harga saham secara jangka pendek.

Dilanjutkan dengan Lang et al. (1991) menemukan bahwa *bidders* (penawar-penawar) return saham perusahaan sekitar merger dan akuisisi perusahaan secara negatif berhubungan dengan *free cash flow* pada tawar menawar ini mempunyai kesempatan investasi yang kurang baik. Sedangkan Szewczyk et al, (1996) menemukan

bahwa harga saham pada perusahaan yang mengumumkan pengeluaran riset dan pengembangan adalah negatif untuk perusahaan dengan kesempatan investasinya kurang baik.

Akhirnya Voght (1997) menemukan respon harga saham yang positif untuk pengumuman keputusan pengeluaran capital dipusatkan pada perusahaan dengan kesempatan investasinya menguntungkan yang diukur dengan *Tobin's Q*. Semua studi ini melaporkan bahwa hasilnya konsisten dengan hipotesis *free cash flow*.

Sebagai tambahan untuk mengukur kinerja saham jangka panjang (*long-run*), dikendalikan beberapa pengaruh secara teoritis variabel utama yang mempertunjukkan kinerja jangka panjang. Pertama, membagi sub-sampel ke group yang didasarkan atas: (1) *book-to-market* (B/MV), (2) tingkatan pada *Tobin's Q*, dan (3) magnitude (besaran) pada *free cash flow*. Kedua, melakukan analisis regresi cross-sectional terhadap variabel *capital spending* (pengeluaran modal), *dividend payout* (pengeluaran deviden), dan kebijakan pembelian saham pada perusahaan yang mempengaruhi atas kinerja saham jangka panjang.

Penelitian ini memberikan bukti adanya pengaruh *free cash flow* dan keputusan manajer *long-run* (jangka panjang) pada nilai pemegang saham. Ditemukan suatu sampel yang sesuai/tepat waktu pada pengidentifikasian perusahaan di Value Line Investment Survey's secara mingguan tampak di "*Largest Free Cash Flow Generator*" menghasilkan secara mentah/lemah, *market-adjusted and size adjusted rates* (tarif penyesuaian pasar dan penyesuaian ukuran) pada return naik untuk satu tahun setelah perusahaan ini terdaftar di Value Line. Hasilnya kurang secara tegas untuk lebih dua tahun yang akan datang, dan hanya mentah dan return penyesuaian pasar adalah secara statistik signifikan.

Konsisten dengan literatur sebelumnya, ditemukan *excess return* pada perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi adalah paling besar untuk: (1) *high book-to-market firms* (Fama dan French 1992) dan (2) perusahaan dengan rasio *Tobin's Q* di bawah *unity* (satu kesatuan). Konsisten dengan hipotesis Jansen, manajer dengan perusahaan yang *free cash flow*-nya tinggi, rata-rata memberi respon untuk insentif pasar yang mengelola *free cash flow* ke dalam cara memaksimalkan nilai.

Akhirnya perusahaan yang mengurangi pengeluaran *capital*, meningkatkan deviden, dan pengeluaran *rate of net share* pada tahun-tahun berikut yang listing di Value Line. Selain itu kinerja

harga saham perusahaan mungkin menimbulkan kesalahan mengatur *free cash flow* (mis: rendahnya Q perusahaan) dalam merespon secara positif untuk pembelian kembali setelah listing, sementara penambahan pengeluaran capital tidak menambah nilai pasar. Hal ini berbeda lebih efisien (high Q) perusahaan menghasilkan lebih untuk dari pada penambahan pengeluaran capital secara marginal memperbaiki nilai pasar.

KESIMPULAN

Teori *free cash flow* sangat terkait dengan teori agensi, baik tentang *agency problem* maupun *agency cost*-nya. Dalam dunia *finance* khususnya dan manajemen serta akuntansi pada umumnya. *Free cash flow* banyak dilakukan penelitian terhadap penggunaannya. Diharapkan baik agen maupun prinsipal menggunakan tanpa atau mengurangi konflik kepentingan. Beberapa hasil penelitian telah menunjukkan dengan hal tersebut.

Teori *free cash flow* bisa juga dikaitkan dengan *pecking order teori*, sebagai dampak adanya informasi asimetri. Walaupun bersifat berlawanan, namun keduanya teori dipakai mana yang paling signifikan berpengaruh, misalnya terhadap investasi. Jadi teori *free cash flow* sangat menarik untuk dikembangkan untuk diteliti karena banyaknya variasi dan model penelitian yang bisa digunakan, selain permasalahan yang timbul yang bisa dikembangkan untuk penelitian selanjutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, George, 1986, "Compensation and Hierarchies," Harvard Business School.
- Brickely, James A., 1983, "Shareholder Wealth Information Signaling and the Specially Designated Dividend," *Journal of Financial Economics* 12: 187-210.
- Bruner, Robert, F., 1985, "The Use of Excess Cash and Debt Capacity as Motive for Merger," Colgate Darden Graduate School of Business (December).
- Charest, Guy, 1978, "Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency II," *Journal of Financial Economics* 6: 297-330.
- Denis, David, Diane Denis dan Atulya Sarin, 1994, "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow

- signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29 (December): 567-587.
- Doukas, John, 1995, “Overinvestment, Tobin’s Q and Gains from Foreign Acquisitions,” *Journal of Banking & Finance*, No. 19, 1285-1303.
- Easterbrook, Frank H., 1984, “Two Agency-Cost Explanations of Dividends,” *American Economic Review* 74; 650-659.
- Fama, Eugene dan Kenneth French, 1992, “The Cross-Section of Expected Returns,” *Journal of Finance* 46 (June), 427-265.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard dan B. Peterson, 1988, “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brooking Papers on Economic Activity* 1: 141-206.
- Gul, Ferdinand A., and Judy S. L. Tsui, 1998, “A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing,” *Journal of Accounting and Economics*, No. 24, 219-237.
- Hackel, Kenneth S., Joshua Livnat, and Atul Rai, 2000, “A Free Cash Flow Investment Anomaly,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 15, No. 1, New Series, Winter, 1-24.
- Jensen, Michael C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Capital Structure”, *Journal of Finance Economics* 3, 305-360.
- Lang, Larry dan Robert Litzenger, 1989, “Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis,” *Journal of Financial Economics* (September): 181-191.
- Lang, Larry, Rene Stulz dan Robert Walkling, 1991, “A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns,” *Journal of Financial Economics* (October): 315-335.
- Mann, Steven V., and Nell W. Sicherman, 1991, “The Agency Cost of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues,” *Journal of Business*, Vo. 64, April, 213-227.

- McConnell, J. J. dan C. J. Muscarella, 1985, "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm," *Journal of Financial Economics* 14: 399-422.
- Mueller, D., 1980, "The Determinants and Effects of Mergers," Cambridge, Oelgeschlager.
- Murphy, Kevin J., 1985, "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 11-42.
- Myers, S. dan N. Majluf, 1984, "Financing Decisions when Firms have Investment Information that Investors do not," *Journal of Financial Economics* (June), 187-220.
- Nohel, Tom, and Vefa Tarhan, 1998, "Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Cost of Free Cash Flow," *Journal of Financial Economics*, No. 49, 187-222.
- Rozeff, Michael, 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research* 5: 249-259.
- Shleifer, A, dan R. W. Vishny, 1989, "Management Entrenchment, the Case of Manager-Specific Investments," *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
- Simunic, D. A. dan M. T. Stein, 1996, "The Impact of Litigation Risk on Auditing Pricing: A Review Of The Economics And Evidence," *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 15, 119-134
- Smith, Clifford, 1986, "Investment Banking and the Capital Acquisition Process," *Journal of Financial Economics* 15 (Nov, 1-2).
- Szewczyk, Samuel, George Tsetsekos dan Zaher Zantout, 1996, "The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow," *Financial Management* (Spring): 105-110.
- Voght, Stephen, 1994, "The Cash Flow/ Investment Relationship: Evidence from U. S. Manufacturing Firms," *Financial Management* (Summer): 1-20.
- Voght, Stephen, 1997, "Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements," *Financial Management* (Summer):44-57.

Vogt, Stephen C., and Joseph D. Vu, 2000, "Free Cash Flow and Long-Run Firm Value: Evidence from the Value Line Investment Survey," *Journal of Managerial Issues*, Vol. XII, NO. 2, Summer, 188-207.