

# *Free Cash Flow, Agency Theory Dan Signaling Theory. Konsep dan Riset Empiris*

Syukriy Abdullah

*E-mail : Syukriyabdullah@gmail.com*

Universitas Syiah Kuala

## **ABSTRACT**

*This paper discusses the literature on free cash flow (FCF), which is one source of corporate funding that can be distributed to investors after finance all investments with positive NPV. FCF contain agency problems (Jensen, 1986) giving rise to agency costs such as auditing fees. FCF can be distributed through dividends or stock repurchase, but sometimes management does not do so and instead uses for wealth management, such as for bonus and investment that can increase power and reduce the possibility of takeover. FCF can be used by management as a signal about the prospects of the company in the future due to policies such as specially designated dividend and stock repurchase has information content. In addition, some studies suggest that the management policy on FCF correlated with income and dividends smoothing.*

**Keywords:** *Free Cash Flow, Agency Theory, Signaling Theory, Specially Designated Dividend, Dividend, Stock Repurchase.*

## **ABSTRAK**

Paper ini membahas literatur tentang free cash flow (FCF) yang merupakan salah satu sumber pendanaan perusahaan yang dapat dibagikan kepada investor setelah mendanai semua investasi dengan NPV positif. FCF mengandung agency problems (Jensen, 1986) sehingga menimbulkan agency costs seperti auditing fees. FCF dapat didistribusikan melalui dividen atau stock repurchase, tetapi adakalanya manajemen tidak melakukannya dan justru menggunakan untuk kemakmuran manajemen, seperti untuk bonus dan investasi yang dapat meningkatkan power dan mengurangi kemungkinan takeover. FCF dapat dipakai oleh manajemen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan pada masa yang akan datang karena kebijakan seperti specially designated dividend dan stock repurchase memiliki kandungan informasi. Selain itu,

beberapa studi menunjukkan bahwa kebijakan manajemen atas FCF berkorelasi dengan laba dan perataan dividen.

**Kata kunci:** Free cash flow, agency theory, signaling theory, specially designated dividend, dividend, stock repurchase.

## **Pendahuluan**

Jensen (1986) memberikan kontribusi penting bagi literatur keuangan dan teori organisasi dengan mengajukan *free cash flow hypotheses*, yakni manajer ada kalanya tidak ingin mendistribusikan kas yang dimiliki perusahaan kepada pemegang saham. FCF adalah sumber dana internal perusahaan yang penggunaannya tergantung pada kebijakan manajer. Penggunaan di sini adalah pembayaran dividen, pembelian kembali saham perusahaan (*stock repurchase* atau *share repurchase*), penginvestasian dalam aktiva tetap atau aktiva lainnya, akuisisi terhadap perusahaan lain, atau kebijakan lainnya yang secara teoritis tidak dapat menaikkan nilai perusahaan. Dengan demikian, penggunaan FCF memiliki dua kemungkinan, yakni seiring atau bertentangan dengan keinginan prinsipal (pemegang saham dan kreditur). Dalam kasus pertama tidak terjadi *agency problems*, sementara pada kasus kedua terjadi, karena manajer bertindak untuk kepentingan sendiri.

FCF merupakan konsep penting dalam manajemen berdasarkan nilai (*value based management*), konsep yang akhir-akhir ini semakin berkembang dengan menggunakan pendekatan *value creation* untuk kemakmuran pemegang saham (*shareholders*). Pergeseran filosofi telah menyebabkan ukuran akuntansi seperti laba per saham atau ROA tidak lagi dipandang sebagai *benchmark* dari penciptaan nilai (*value creation*). Semakin banyak investor yang menganggap *investment accounting* sebagai *correct paradigm*, yang dipandang kecil kaitannya dengan laporan akuntansi historis (Martin & Petty, 2000).

Hipotesis FCF yang dikemukakan Jensen (1986) kemudian di respon oleh beberapa peneliti untuk melihat keterkaitan kebijakan atas FCF dengan revisi peramalan laba oleh analis (Gombola & Liu, 1999), keputusan untuk *go public* (Lehn & Poulsen, 1989), signal tentang kebijakan perusahaan (Gelb, 2000a), *specially designated dividend* (Brickley, 1983; Gombola & Liu, 1999; Howe, He, & Kao, 1992), *share repurchase* (Dittmar, 2000; Evans, Evans, & Gentry, 2000; Medury, Bowyer, Srinivasan, 1992; Stephens & Weisbach, 1998), reaksi pasar (Gelb, 2000b; Gombola & Liu, 1999; Howe, He & Kao, 1992; Lang & Litzenberger, 1989), nilai perusahaan dalam jangka panjang (Vogt & Vu, 2000), *fee* audit dan kepemilikan manajerial (Agrawal &

Jayaraman, 1994; Gul & Tsui, 1998, 2001), dan anomali dalam penginvestasiannya (Hackel, Livnat, & Rai, 2000). Hasil-hasil studi tersebut menunjukkan bahwa FCF mengandung masalah keagenan dan memiliki kandungan informasi sehingga penting dicermati oleh investor. Jika kandungan informasi ini dianggap penting oleh investor, maka manajemen dapat menggunakan kebijakan tersebut sebagai isyarat tentang nilai perusahaan, yang dapat dilihat dari pengaruhnya terhadap harga saham (Gombola & Liu, 1999; Lease et al, 2000).

Tulisan ini menguraikan pengertian dan implikasi kebijakan atas *free cash flow* terhadap kemakmuran pemegang saham, manajemen dan kreditur dengan menggunakan pendekatan teori keagenan dan *signaling theory*. Asumsi dasar dalam kedua teori tersebut tentang asimetri informasi menjadi dasar penjelasan mengapa manajer melakukan diskresionari tertentu. Beberapa studi empiris yang dilakukan dalam akuntansi dan *finance* menjadi acuan untuk menunjukkan aspek akademik dari perkembangan praktik, teori dan riset yang berkembang selama ini serta implikasinya bagi penelitian di Indonesia.

Pada bagian berikut dijelaskan pengertian, proksi dan masalah keagenan FCF dan proksi yang digunakan dalam riset FCF yang kemudian dilanjutkan dengan pembahasan biaya keagenan dari FCF, kaitan FCF dengan dividen, *stock repurchase*, dan *signaling theory*. Pada bagian akhir diberikan simpulan dan rekomendasi untuk penelitian berikutnya, terutama untuk riset empiris di Indonesia.

### **Pengertian dan Masalah Keagenan dari FCF**

Konsep FCF merupakan perluasan dari konsep biaya keagenan ke dalam manajemen struktur modal. Jensen (1986) mendefinisikan FCF sebagai “... *cash flow in excess of that required to fund all projects that have net present values when discounted at relevant cost of capital.*” Senada dengan Jensen (1986), Lease et al (2000:39) menyebut FCF sebagai selisih antara arus kas operasi dengan arus kas investasi. Martin & Petty (2000:56) menyatakan FCF sama dengan arus kas operasi dikurang tambahan investasi dalam modal kerja dan pengeluaran modal. Dengan demikian, FCF merupakan arus kas perusahaan yang tidak dapat lagi diinvestasikan secara menguntungkan dalam perusahaan. Jika dipaksakan perusahaan justru hanya akan mendapatkan *net present value* (NPV) yang negatif, sehingga akan menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan dalam industri yang *profitable*, tetapi tidak lagi mempunyai potensi untuk ekspansi, cenderung memiliki FCF dalam jumlah besar (Gul & Tsui, 2001).

Perhitungan untuk FCF dapat dilakukan berdasarkan laporan arus kas (Penman, 2001). FCF adalah fokus utama dalam analisis *discounted cash flow* (DCF), likuiditas, dan perencanaan finansial dan merupakan kas bersih yang dihasilkan dari operasi yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar klaim atas hutang dan ekuitasnya. Akan tetapi, dalam riset empiris, besaran nilai FCF tidak selalu ditentukan dengan cara ini (Kallapur, 1994). Perbedaan ini menimbulkan dugaan bahwa FCF masih memiliki pengertian yang ambigu, yakni adanya perbedaan pandangan dari para ahli dan peneliti tentang hakikat FCF yang sebenarnya.

Perhitungan FCF dapat dilakukan melalui angka-angka yang terdapat dalam *cash flow statement*, *income statement* dan *balance sheet*, yang secara matematis dapat ditulis:  $C - I = OI - \Delta NOA$ ; dengan  $C$  adalah arus kas operasi,  $I$  adalah arus kas investasi  $OI$  adalah laba operasi,  $\Delta NOA$  adalah perubahan dalam aktiva operasi bersih, dan  $C-I$  adalah FCF (Penman, 2001:219, 310). Dengan demikian, esensinya FCF adalah dividen dari operasi, yakni kas dari laba operasi setelah menahan sebagian laba tersebut sebagai *assets*. Jika investasi dalam *NOA* lebih besar dari laba operasi, maka FCF bernilai negatif, dan itu berarti dibutuhkan penanaman kas ke dalam operasi melalui penjualan *financial assets* dan atau dilakukan pinjaman (*financial obligations*).

Menurut Martin & Petty (2000), pendefinisian dan pengukuran FCF harus didasarkan pada alasan perhitungan arus kas. Meski hanya memiliki sedikit relevansi untuk tujuan penciptaan nilai bagi pemegang saham, format akuntansi tradisional yang disebut laporan arus kas dapat dipakai. Dalam konteks penilaian perusahaan, FCF adalah arus kas yang dihasilkan melalui operasi perusahaan dan investasi dalam aktiva, yang sama dengan kas yang dibayarkan kepada atau diterima oleh investor. Dengan demikian, FCF perusahaan sama dengan pembiayaan atau arus kas investor.

Berbagai studi terdahulu menunjukkan bahwa FCF merupakan proksi untuk biaya keagenan yang lebih baik daripada variabel lain seperti kepemilikan manajerial dan *leverage*. FCF menjadi masalah karena manajer sering menggunakannya untuk melakukan ekspansi perusahaan, meskipun tidak menguntungkan. Hal ini dikarenakan manajer merasa bahwa kekuasaan dan kepuasan kerja meningkat dengan semakin besarnya perusahaan. Dalam kondisi kompensasi manajer tidak terikat dengan profitabilitas perusahaan, akan sangat beralasan manajer melakukan investasi dalam operasi yang menghabiskan dana yang tidak dibutuhkan lagi untuk investasi, terutama untuk perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang rendah atas saham perusahaan (Jensen, 1986). Selain itu, FCF (bersama-sama dengan peluang tumbuh perusahaan) mempengaruhi hubungan hutang dan biaya audit. Untuk

mengatasi hal ini, monitoring merupakan langkah yang harus diambil, yang salah satunya adalah melalui pemeriksaan laporan keuangan (Gul & Tsui 2001).

Gul & Tsui (1998, 2001) menyatakan bahwa FCF berhubungan dengan *agency cost* atau lebih jelas lagi berasosiasi positif dengan *fee* audit. Auditor yang memeriksa laporan keuangan perusahaan dengan pertumbuhan rendah dan FCF tinggi akan menilai adanya risiko bawaan (*inherent risk*) yang tinggi sehingga memerlukan *effort* yang lebih besar dan *fee* yang lebih tinggi dibanding perusahaan dengan pertumbuhan rendah dan FCF rendah. Akan tetapi, asosiasi ini diperkirakan lebih lemah untuk perusahaan dengan hutang yang besar karena *debt monitoring* akan menurunkan biaya keagenan dari FCF ini (Jensen 1986).

Studi Gul & Tsui (2001), yang merupakan pengembangan dari Gul & Tsui (1998), menggunakan *pooled cross-sectional data* untuk 140 perusahaan Australia yang memiliki tingkat pertumbuhan rendah dan diaudit oleh The Big 6 untuk tahun 1992 dan 1993. Hasil pengujian atas peran kepemilikan direktur menunjukkan bahwa FCF tidak hanya signifikan dan positif berasosiasi dengan *fee* audit, tetapi juga terdapat interaksi negatif signifikan antara FCF dengan kepemilikan saham direktur. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan direktur merupakan faktor penting yang dapat mengurangi biaya keagenan FCF. Namun, mereka menemukan bahwa hubungan negatif tersebut hanya ada pada perusahaan dengan jumlah hutang rendah, tidak untuk perusahaan dengan hutang dalam jumlah besar. Mereka menyimpulkan bahwa kepemilikan saham direktur merupakan determinan penting dalam menguji hipotesis FCF dan *debt monitoring* dalam riset *audit pricing*.

Seperti halnya Gul & Tsui (2001), Fenn & Liang (2001) menemukan bahwa kepemilikan saham manajemen berasosiasi dengan *payout* yang lebih tinggi pada perusahaan dengan masalah keagenan yang besar, yakni perusahaan dengan kepemilikan manajemen dan kesempatan investasi yang rendah (berarti FCF yang dimiliki perusahaan tinggi). Hasil studi mereka juga menunjukkan bahwa *stock option* manajemen berkorelasi dengan komposisi *payout*. Selain itu, juga terbukti adanya hubungan negatif yang kuat antara dividen dengan *stock option* manajemen dan hubungan positif antara *repurchase* dengan *stock option* manajemen. Dengan demikian, pertumbuhan dalam *stock option* kemungkinan dapat menjelaskan kenaikan dalam *repurchase* dan penurunan dalam dividen (terjadi *trade-off* di antara *repurchase* dan dividen).

Manajer perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan rendah dengan FCF tinggi cenderung melakukan aktifitas yang tidak meningkatkan nilai perusahaan (*non-value-maximizing activities*) seperti meningkatkan konsumsi

*perquisite* dan kompensasi yang dibebankan kepada pemegang saham. Alasan mengapa perilaku manajer seperti itu adalah (1) keberadaan kas di perusahaan memberikan otonomi kekuasaan kepada manajer untuk penggunaan dana tersebut, yang akan hilang jika perusahaan memperoleh dana dari luar; (2) peningkatan besaran perusahaan menambah prestise perusahaan dan gaji manajer; dan (3) kecenderungan perusahaan untuk *reward* manajer menengah melalui promosi daripada bonus menimbulkan bias terhadap pertumbuhan perusahaan (Jensen, 1986).

Nilai perusahaan ditentukan oleh persepsi investor tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dalam jangka panjang. Pendekatan arus kas disukai oleh investor dalam menilai perusahaan, sehingga fokus manajer terhadap FCF dapat menaikkan harga saham perusahaan (Martin & Petty, 2000:56). Penggunaan FCF untuk menaikkan *payout* kepada pemegang saham akan meningkatkan harga saham, sementara jika FCF digunakan untuk investasi yang tidak menguntungkan akan menurunkan nilai perusahaan (Vogt & Vu, 2000). Pada perusahaan dengan peluang investasi rendah, kenaikan investasi berasosiasi negatif dengan respon harga saham dalam jangka pendek. Nohel & Tarhan (1998) menemukan bahwa kinerja operasi perusahaan setelah *tender offer share repurchase* semakin baik hanya untuk perusahaan dengan *low-growth* dan perbaikan ini lebih dikarenakan penggunaan aktiva daripada perbaikan dalam peluang investasi.

Nilai perusahaan adalah penjumlahan dari nilai tunai FCF dengan nilai aktiva non operasi, sementara *shareholder value* adalah nilai perusahaan dikurang klaim pada masa yang akan datang (*future claims*). Dengan demikian, terdapat keterkaitan antara nilai perusahaan dengan FCF dan ini bermakna bahwa informasi *cash flow* memiliki kontribusi dalam membentuk nilai perusahaan yang selama ini lebih ditekankan pada informasi yang bersumber dari *earnings*.

### **Pendistribusian FCF: *Dividend* atau *Stock Repurchase*?**

Seperti dikemukakan sebelumnya, FCF merupakan kas yang tersedia (dan harus) untuk dibagikan kepada pemegang saham, misalnya dengan pembayaran dividen dan pembelian kembali saham (Dittmar, 2000; Jensen, 1986). Brennan & Thakor (1990) menyatakan bahwa dividen adalah cara yang paling disukai untuk pendistribusian dalam jumlah kecil, *open market repurchase* untuk pendistribusian dalam jumlah menengah, dan *tender offer* untuk pendistribusian kas dalam jumlah besar. Jika tarif efektif pajak penghasilan perorangan tidak terlalu tinggi, pemegang saham dengan kepemilikan rendah lebih menyukai dividen, sedangkan pemegang saham

dengan kepemilikan besar (asumsi tidak ada tarif pajak yang rendah) akan lebih menyukai *repurchase*.

Terdapat beberapa persamaan dan perbedaan motif mengapa perusahaan membayar dividen atau membeli kembali saham beredarnya (Lease et al, 2000:154-155). Kemiripan (tetapi tidak identik) motif pembelian kembali saham perusahaan dengan pembagian dividen adalah (1) karena peluang investasi yang ada tidak atau kurang menguntungkan; (2) untuk menyampaikan *superior inside information* yang dimiliki manajemen ke pasar; (3) untuk menyampaikan ekspektasi manajemen tentang prospek masa depan perusahaan; (4) sebagai tindakan yang menguntungkan pemegang saham tapi sebagai kerugian bagi kreditur (*bondholders* atau *debtholders*); dan (5) menyebabkan perubahan dalam struktur modal perusahaan, meskipun *magnitude*-nya lebih besar dengan pembelian kembali daripada dengan pembayaran dividen.

Perbedaan motif antara pembelian kembali dengan pembayaran dividen adalah (1) adanya perbedaan tarif pajak, dimana pajak untuk *gain* yang diperoleh investor dari kebijakan pembelian kembali saham perusahaan lebih rendah dari tarif yang harus mereka tanggung dari dividen. Dengan demikian, investor lebih menyukai *share repurchase* daripada dividen. (2) Pendistribusian kas dalam kebijakan pembelian kembali hanya diperoleh oleh investor yang menjual sahamnya, sementara yang tidak menjual tidak memperoleh kas. Konsekuensinya adalah terjadi perubahan dalam struktur kepemilikan perusahaan. Isu pengendalian sebagai proksi mekanisme defensif untuk menghindari *takeover* dapat menjelaskan fenomena ini.

#### *Pendistribusian FCF sebagai Dividen*

Kebijakan dividen dapat mempengaruhi komposisi aktiva, struktur modal, rencana investasi dan nilai perusahaan (Lease et al, 2000:73). Dua bentuk hubungan keagenan yang terpengaruh oleh kebijakan dividen adalah hubungan pemegang saham-kreditur dan hubungan manajer-pemegang saham. Dalam konflik antara pemegang saham-kreditur, manajer dan pemegang saham diasumsikan berada di pihak yang sama karena pemegang saham memilih dan mengangkat dewan direksi yang bertugas meng-*hire*, mengangkat, mengkompensasi, dan memecat manajer, sehingga dianggap efisien untuk menyamakan tujuan manajer dengan tujuan pemegang saham. Dengan demikian, semua keputusan manajer konsisten dengan keinginan pemegang saham. Pemegang saham menginginkan dividen yang sebesar mungkin, sementara kreditur menginginkan “jaminan keamanan” atas pengembalian pinjaman (plus bunga) yang diberikannya, termasuk ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Sebagai suatu bentuk transfer

aktiva kepada pemegang saham, kreditur jelas tidak menyukai pembayaran dividen karena meningkatkan risiko atas klaimnya.

Jelaslah bahwa kebijakan dividen menempatkan kreditur pada posisi *worse-off*: mereka tidak menerima dividen, tetapi nilai klaim mereka jatuh lebih besar dari pembayaran dividen. Sementara pemegang saham berada pada posisi *better-off*: mereka menerima dividen dan nilai klaim mereka jatuh lebih kecil dari dividen yang diterimanya. Jadi, keuntungan yang diperoleh pemegang saham adalah kerugian atau beban bagi kreditur (Lease et al, 2000:77).

Pembayaran dividen dengan FCF dapat digambarkan dengan persamaan berikut:  $Net\ dividends = FCF + Net\ financial\ income - Change\ in\ net\ financial\ assets$  atau  $d = C - I + NFI - \Delta NFA$ . Artinya, dividen dibayar dengan FCF, bunga yang diperoleh dari *financial assets* dan penjualan *financial assets* atau pinjaman finansial (*financial obligations*). Jika perusahaan adalah *net debtor*, maka  $Net\ dividends = FCF + Net\ financial\ expense - Change\ in\ net\ financial\ obligations$ , atau  $d = C - I - NFE - \Delta NFO$ . Ini bermakna bahwa dividen bersumber dari FCF setelah pembayaran biaya bunga, tetapi juga dengan melakukan pinjaman. Implikasinya adalah bahwa dividen kemungkinan bukanlah indikator yang baik untuk menunjukkan keberhasilan dalam meningkatkan nilai perusahaan (setidaknya dalam jangka pendek), yakni perusahaan dapat melakukan pinjaman untuk membayar dividen (Penman, 2001:220). Perubahan atau kenaikan dividen yang bersumber dari FCF ternyata dapat menaikkan nilai perusahaan (Brickley, 1983; Gombola & Liu, 1999; Vogt & Vu, 2000).

#### *Pendistribusian FCF dalam Bentuk Share Repurchase*

Survey yang dilakukan Young (1969) dan Wansley, Lane & Sarkar (1989) (dalam Evans, Evans, & Gentry, 2000) menemukan 29 alasan perusahaan melakukan *repurchase*, yang dapat diklasifikasikan sebagai berikut: (1) suatu sinyal oleh manajemen tentang keyakinan masa depan mereka; (2) suatu sinyal kenaikan *leverage* perusahaan; (3) kelebihan kas; (4) membagikan saham kepada karyawan sebagai bonus atau *retirement plans*; (5) sebagai pengganti *cash dividend*; (6) bagian dari strategi defensif untuk menghindari *takeover*; dan (7) kekurangan peluang investasi. Sementara menurut Lease et al (2000:155) alasan-alasan *share repurchase program* adalah (1) untuk menyampaikan *positive inside information* ke pasar; (2) untuk mentransfer kemakmuran dari satu kelompok *claim holders* kepada kelompok *claim holders* lainnya; (3) untuk merubah struktur modal perusahaan; (4) untuk meminimalkan pajak; atau (5) untuk merubah struktur kepemilikan perusahaan - mungkin untuk alasan kontrol.



Stephens & Weisbach (1998) menemukan adanya hubungan positif antara pembelian kembali saham dengan *cash flow* dan negatif dengan returns sebelumnya, sehingga mengindikasikan bahwa perusahaan melakukan pembelian kembali atas sahamnya di pasar ketika harga saham *undervalued*. Dengan demikian, keputusan perusahaan membeli kembali sahamnya diantaranya dilatari oleh kelebihan kas, harga saham yang *undervalue*, dan *leverage* (Bhagwell & Shoven, 1989), yakni perusahaan membeli kembali sahamnya untuk menaikkan *leverage ratio*. Pengujian empiris yang dilakukan oleh Dittmar (2000) untuk melihat hubungan *stock repurchase* dengan distribusi kas, investasi, struktur modal, kontrol perusahaan, dan kebijakan kompensasi untuk periode 1977-1996 menemukan bahwa pembelian kembali dilakukan untuk mengambil keuntungan dari *undervaluation* dan dalam jangka panjang mendistribusikan modal lebih perusahaan. Selain itu, perusahaan melakukan pembelian kembali pada periode tertentu untuk menjaga *leverage ratio*, menghindari *takeover*, dan mencegah efek penghapusan *stock options*. Cudd, Duggal, & Sarkar (1996), menggunakan data primer yang diperoleh melalui *survey*, menyatakan bahwa *repurchase* dilakukan untuk alasan kontrol (seperti meningkatkan kepemilikan manajemen dan mencegah terjadinya *takeover*) dan berhubungan positif dengan perubahan dalam kemakmuran pemegang saham.

*Repurchase* berkaitan dengan ketersediaan arus kas bersih dan FCF positif merupakan faktor utama dalam keputusan *repurchase* (Evans, Evans, & Gentry, 2000). Evans, Evans, & Gentry (2000) menguji hubungan antara *repurchase* dengan perubahan dalam komponen arus kas dan kontribusi komponen-komponen FCF (yaitu *net operating flow*/NOF, *net investment flow*/NIF, dan *net working capital flow*/NWCF). Mereka menemukan bahwa setelah *repurchase*, komponen arus kas modal kerja bersih dan NOF menjadi lebih kecil, sementara NIF tidak berubah. Penggunaan dana dari luar perusahaan (*external fund*) juga berkurang. Selama periode sebelum pengumuman *repurchase*, perusahaan mempunyai rata-rata dan *median* FCF yang relatif (signifikan) lebih tinggi dibanding periode setelah pengumuman.

Pembayaran dividen dan *share repurchase* adalah alternatif bagi manajer untuk mendistribusikan FCF kepada pemegang saham. Jika manajer bersikap oportunis, maka FCF dimanfaatkan untuk kemakmuran manajer, yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Misalnya, manajer melakukan investasi dalam aktiva tetap, mengakuisisi perusahaan lain yang tidak berhubungan dengan operasi perusahaan (diversifikasi produk) (Mann & Sicherman, 1991), dan melakukan manipulasi untuk menaikkan bonus dan kompensasi manajer (Gul & Tsui, 2001). Mann & Sicherman (1991) menguji reaksi harga saham terhadap pemanfaatan FCF untuk mengakuisisi perusahaan

lain. Hasil analisisnya menunjukkan bahwa pemegang saham bereaksi lebih positif terhadap pengumuman penerbitan saham baru jika perusahaan mengakuisisi aktiva atau perusahaan yang berkaitan dengan bisnis intinya daripada pengumuman penerbitan saham lainnya.

### ***Free Cash Flow dan Signaling Theory***

*Signaling theory* telah digunakan dalam banyak penelitian untuk menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan kebijakan dividen (Kao & Wu, 1994; Kumar & Lee, 2001; Rumbey & Officer, 1992) dan *share repurchase* (Cudd, Duggal, & Sarkar, 1996). Sejak proposisi *dividend irrelevance* Miller & Modigliani (1961) yang mengakui adanya kemungkinan kandungan informasi dari dividen, beberapa studi kemudian mencoba menggali lebih jauh apakah dividen digunakan sebagai sinyal tentang nilai perusahaan (Kao & Wu, 1994; Gombola & Liu, 1999; Gelb, 2000b; Garret & Priestley, 2000). Pada tahun 1977, Ross (dalam Rumbey & Officer, 1992) mengajukan sebuah bentuk teori sinyal tentang relevansi dividen, yakni investor menginterpretasikan sinyal-sinyal dari manajemen dan menyesuaikan nilai perusahaan secepatnya, baik untuk inisiasi maupun omisi dividen.

*Signaling theory* menyatakan bahwa kebijakan dividen mencerminkan ekspektasi manajer tentang arus kas masa depan perusahaan dan pasar akan bereaksi terhadap pengumuman pembayaran dividen. Studi Asquith & Mullins (1983) menemukan adanya hubungan positif antara *abnormal returns* perusahaan yang mengumumkan inisiasi dividen kas dan negatif antara *abnormal returns* dalam omisi dividen. Namun, Rumbey & Officer (1992) menyatakan bahwa tidak semua sinyal perusahaan ditangkap sepenuhnya oleh pasar. Artinya, investor tetap memiliki ketidakpastian, yang disebabkan oleh kurangnya informasi di pasar atau adanya asimetri informasi yang tinggi, sehingga sering terjadi respon investor yang berlawanan dengan yang diprediksikan oleh teori (seperti diduga oleh Ross). Rumbey & Officer (1992) mengakui bahwa pola respon investor terhadap pengumuman perubahan kebijakan dividen lebih kompleks dari sekedar sebuah dikotomi sederhana.

Howe, He, & Kao (1992) menguji apakah pasar mengartikan SDD sebagai alat untuk mendistribusikan FCF kepada pemegang saham. Jika hal ini terjadi, maka reaksi pasar atas pengumuman ini akan lebih besar untuk perusahaan dengan masalah keagenan yang lebih besar dalam FCF dimana masalah keagenan ini lebih besar pada perusahaan dengan peluang investasi jelek, sehingga nilai Tobin's Q juga lebih rendah ( $<1$ ). Howe, He, & Kao (1992) tidak menemukan adanya perbedaan reaksi pasar yang signifikan antara perusahaan dengan Tobin's Q rendah dan Tobin's Q tinggi yang mengumumkan SDD, yang berarti tidak mendukung hipotesis FCF.

Gombola & Liu (1999) kemudian menguji lebih jauh dengan melihat *signaling effect* dari pengumuman SDD. Mereka menguji perubahan ramalan laba *ex ante* analisis, yang merupakan proksi dari ekspektasi pasar terhadap laba masa depan. Hasil analisis mereka mendukung *signaling hypotheses*, yakni adanya revisi membaik yang signifikan dalam ramalan laba analisis, yang berasosiasi dengan pengumuman SDD. Ini konsisten dengan reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman SDD. Mereka juga menemukan adanya hubungan positif signifikan antara revisi ramalan analisis atas laba tahun berjalan dengan reaksi pasar terhadap pengumuman SDD. Tetapi, temuan Gombola & Liu (1999) tidak mendukung hipotesis FCF atau *wealth transfer hypotheses*, karena pendistribusian FCF kepada pemegang saham tidak meningkatkan laba perusahaan, tetapi meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Kao & Wu (1994), yang mengembangkan model Marsh-Merton (1987) dan mengajukan *generalized friction model* untuk menguji efek informasi dari dividen dengan melihat dinamika penyesuaian dividen dan hipotesis *information signaling*, menemukan bahwa terdapat relasi positif yang kuat antara *unexpected dividend* dan perubahan *unexpected earnings*. Perubahan dividen memberi sinyal perubahan dalam pandangan manajemen tentang prospek laba perusahaan di masa depan. Mereka juga menemukan adanya hubungan negatif antara *dividend signaling* dengan risiko sistematis perusahaan, pembiayaan ekuitas eksternal, dan *size*, serta hubungan positif dengan investasi bersih dan tingkat perataan dividen. Menurut Kao & Wu (1994), hipotesis kandungan informasi dan hipotesis *partial-adjustment* tidak bertentangan karena faktanya perilaku dividen perusahaan konsisten dengan keduanya.

Dengan menggunakan *inter-temporal signaling framework* (di mana penyesuaian dividen hanya memberi sinyal tentang variasi-variasi penting dalam laba permanen perusahaan), Kumar & Lee (2001) menemukan bahwa perataan dividen berhubungan dengan kandungan informasi dari dividen berasosiasi positif dengan faktor-faktor yang berpengaruh negatif terhadap *demand* investor atas saham perusahaan. Faktor-faktor tersebut mencakup faktor risiko (seperti variansi laba, likuiditas rendah dan probabilitas kebangkrutan yang tinggi) dan return dari investasi modal.

Kallapur (1994) menguji teori FCF dengan mengaitkannya dengan *dividend payout ratios* dan *earnings response coefficients* (ERC) untuk menunjukkan bahwa secara empiris FCF mempengaruhi asosiasi positif antara ERC dan *payout ratios*. Kallapur (1994) menggunakan model Fama & Miller (1972) yang menyatakan harga saham sebagai sebuah fungsi dari laba akuntansi, *payout ratios*, dan *expected rate of return*. Dengan menggunakan

data dari sampel 112 perusahaan selama periode 1951-1986, ia menemukan bahwa *returns* untuk laba ditahan lebih rendah dari return yang diisyaratkan pasar, konsisten dengan teori FCF yang menyatakan manajer cenderung melakukan *overinvest* atas laba ditahan dengan mengambil proyek yang memiliki NPV negatif daripada membayar dividen kepada pemegang saham atau membeli kembali saham perusahaan. Namun, Kallapur (1994) mengingatkan bahwa hasil analisisnya yang menunjukkan *Jensen's alpha*, yang dihitung untuk periode sampel bernilai positif atau tidak konsisten dengan teori FCF, sehingga interpretasi atas hasil tersebut harus dilakukan dengan hati-hati. Ketidakkonsistenan ini akan terlihat jelas jika dua kondisi berikut terpenuhi: *pertama*, total NPV untuk semua proyek yang dibiayai dengan FCF, seperti halnya dengan modal eksternal, adalah negatif; dan *kedua*, pasar “mempelajari” NPV tersebut selama periode sampel.

Studi Kallapur (1994) memberi bukti bahwa pasar “memperhatikan” FCF yang didistribusikan dalam bentuk dividen dengan mempertimbangkannya sebagai faktor yang dapat mempengaruhi hubungan rasio *payout* dengan ERC. Vogt & Vu (2000) menguji pengaruh level FCF terhadap kinerja pasar jangka panjang dan menemukan bahwa kenaikan dalam *cash payout* berhubungan positif dengan respon harga saham jangka pendek. Hal ini konsisten dengan hipotesis Jensen (1986) dan Lang & Litzenberger (1989) yang menyatakan bahwa respon positif harga saham terhadap kenaikan dividen perusahaan dengan IOS rendah (diukur dengan Toibin's Q).

Uyara (2001) menguji pengaruh FCF terhadap hubungan rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan *earnings response coefficients* (ERC). Dengan menggunakan sample sebanyak 45 perusahaan yang mengumumkan dividen tiga tahun berturut-turut sampai tahun 1996 dari berbagai industri yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, Uyara (2001) menemukan adanya pengaruh FCF terhadap hubungan rasio pembayaran dividen-ERC, di mana sebelum FCF dimasukkan sebagai variabel moderat, hubungan tersebut tidak signifikan, tetapi menjadi signifikan setelah variabel moderat FCF dimasukkan. Artinya, ERC meningkat seiring dengan meningkatnya rasio pembayaran dividen, terutama pada perusahaan dengan FCF besar. Namun, Uyara (2001) tidak menemukan adanya pengaruh FCF terhadap hubungan pengeluaran modal-ERC.

*Signaling hypothesis* juga dapat menjelaskan motivasi dan konsekuensi dari *share repurchase* (Cudd, Duggal & Sarkar, 1996; Masulis, 1980; Ofer & Thakor, 1987). Sinyal dalam *repurchase* dilakukan oleh perusahaan yang nilai sahamnya di bawah nilai intrinsik atau *undervalued*. Temuan dalam studi tersebut menunjukkan adanya kenaikan *abnormal returns* sebagai respon terhadap pengumuman *share repurchase*. Bartov (1991) menemukan return

atas pengumuman *repurchase* berkorelasi positif (negatif) dengan perubahan *earnings (risk)* yang dibawa oleh pengumuman tersebut. Medury, Bowyer, & Srinivasan (1992) menemukan bahwa *open-market repurchase* dimotivasi oleh *leverage adjustment hypothesis* dan *free cash flow hypothesis*. Sementara Brennan & Thakor (1990) menyatakan reaksi pasar terhadap pengumuman *tender offer* berkorelasi negatif dengan tingkat *oversubscription*.

Beberapa penelitian yang menguji apakah *repurchase* memiliki kandungan informasi dan pengumuman *repurchase* direaksi oleh pasar adalah Asquith & Mullins (1986), Bhattacharya & Dittmar (2001), Comment & Jarrell (1991), Evans, Evans, & Gentry (2001), Lee, Mikkelsen, & Partch (1992), Vermaelen (1981). Sementara Fried (2001) memberikan alasan logis mengapa OMR dapat dicurigai tidak dimaksudkan oleh manajemen untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham, tetapi tidak lain sebagai perilaku oportunistik manajer yang bertindak untuk kemakmurannya sendiri.

Bhattacharya & Dittmar (2001) menguji dua mekanisme signaling yang dapat membedakan perusahaan bagus (*good type*) dengan perusahaan jelek (*bad type*), yakni *costless signaling* dan *costly signaling*. *Costless signaling* adalah sinyal dalam pengumuman *repurchase*, tetapi sebenarnya perusahaan tidak melakukan *repurchase*, sementara *costly signaling* adalah sinyal dalam pengumuman *repurchase* dan perusahaan memang melaksanakan *repurchase*. Dalam *costless signaling* perusahaan bagus dapat membedakan diri dengan perusahaan jelek dengan cara menarik perhatian dan pengamatan investor atau *speculator* (spekulan), sedangkan perusahaan jelek tak akan mau mengambil risiko untuk diteliti investor. Sementara dalam *costly signaling* perusahaan bagus dapat membedakan diri dari perusahaan jelek dengan benar-benar merealisasikan *repurchase* yang sudah diumumkan, sedangkan perusahaan jelek tidak akan melakukan hal yang sama karena terlalu mahal.

Dalam *costless signaling costs* yang terjadi merupakan beban spekulasi, sementara dalam *costly signaling* beban tersebut ditanggung oleh perusahaan. Dengan demikian, perusahaan yang *undervalued* lebih menyukai *costless signaling*. Namun, *costless signaling* hanya terjadi pada kondisi khusus karena kemampuan untuk menarik perhatian spekulasi tergantung pada apakah cukup alasan bagi investor untuk meneliti perusahaan, yakni *trading profit* yang dapat mereka peroleh dari informasi non publik tentang perusahaan. Jadi, *costless signaling* ada jika *benefits* untuk pengamatan tersebut tinggi. *Benefits* akan tinggi jika terdapat *firm-specific risk* yang lebih besar tentang nilai perusahaan dan jika informasi publik tentang perusahaan di pasar sedikit, atau perusahaan memang sangat *undervalued* (sehingga meningkatkan potensi *capital gain* bagi spekulasi).

Temuan Bhattacharya & Dittmar (2001) menunjukkan bahwa sebesar 25% dari perusahaan yang mengumumkan *repurchase* tidak melakukan *repurchase (costless signaling)*. Perusahaan yang melakukan *costless signaling* ini ternyata memiliki risiko spesifik perusahaan yang lebih besar (diukur dengan deviasi standar dari *abnormal returns*), kurang diperhatikan (oleh analis), dan lebih *undervalued* (diukur dengan *market-to-book ratio*). Yang mengejutkan, *costless signaling* dan *costly signaling* direaksi tidak berbeda oleh pasar, yakni *abnormal returns* selama pengumuman *repurchase* sama untuk keduanya.

Namun, Fried (2001) berpendapat bahwa anggapan OMR sebagai penjelasan *signaling theory* secara teoritis adalah problematis karena mengasumsikan manajer “bersedia” mengorbankan kemakmurannya untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Asumsi ini disangkal oleh banyak temuan empiris yang cenderung konsisten dengan prediksi dalam teori keagenan. Fried (2001) mengajukan penjelasan alternatif yang disebut *managerial-opportunism theory*. Teori ini berasumsi bahwa manajer selalu ingin memaksimalkan kemakmurannya dan berprediksi bahwa manajer mengumumkan OMR baik ketika saham perusahaan *undervalued* ataupun tidak *undervalued*. Ketika *undervalued*, manajer mengumumkan dan melaksanakan OMR untuk mentransfer *value* kepada mereka sendiri dan pemegang saham lainnya. Ketika manajer ingin menjual saham yang dimilikinya dalam porsi besar, mereka mengumumkan OMR. Karena OMR diartikan sebagai sinyal positif oleh investor, maka pengumuman OMR akan menaikkan harga saham perusahaan. Setelah harga naik, mereka kemudian menjual saham yang mereka miliki. Fried (2001) berargumen bahwa perilaku oportunistis manajer ini merupakan motif yang lebih jelas (*plausible*) untuk OMR daripada *signaling theory* dan lebih konsisten dengan data empiris.

Temuan-temuan empiris di atas menunjukkan bahwa FCF digunakan oleh manajemen sebagai sinyal kepada pasar tentang prospek perusahaan pada masa yang akan datang melalui pendistribusian kas dengan dividen atau *repurchase*. Ternyata perubahan dividen dan *repurchase* direaksi positif oleh pasar sehingga secara tersirat FCF berperan dalam membentuk opini pasar. Kallapur (1994) dan Uyara (2001) membuktikan secara empiris adanya pengaruh FCF terhadap ERC.

### **Simpulan, Diskusi dan Rekomendasi untuk Riset Mendatang**

*Free cash flow* (FCF) merupakan sumber pendanaan bagi perusahaan yang mengandung masalah keagenan (Jensen, 1986) dan telah banyak diteliti untuk melihat keterkaitannya dengan perilaku manajer sebagai agen dari pemegang saham dan kreditur. Pada dasarnya FCF adalah dana yang *harus*

didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk pembayaran dividen atau pembelian kembali saham perusahaan, namun faktanya manajer tidak selalu melakukannya sehingga FCF menimbulkan masalah keagenan dan implikasinya menimbulkan biaya keagenan yang harus ditanggung prinsipal.

Peningkatan dividen dan *share repurchase* memberi sinyal tentang prospek arus kas masa depan perusahaan dan nilai saham perusahaan yang *undervalued*. Karena itu, jika FCF didistribusikan dengan kebijakan tersebut, maka besaran dan *magnitude* FCF harus pula diperhatikan.

Beberapa topik penelitian yang dapat dikembangkan, khususnya di Indonesia, adalah:

- a. Karena pendistribusian FCF tergantung pada kebijakan perusahaan, maka perlu dilihat bagaimana keterkaitan antara FCF dengan struktur modal dan kepemilikan perusahaan. Dalam perspektif teori keagenan, kepemilikan manajemen yang rendah cenderung mengandung *agency problems* yang besar karena adanya perilaku *moral hazard* dan *adverse selection* pada manajer. Masalah keagenan yang besar bermuara pada kemungkinan penggunaan FCF yang tidak memaksimalkan nilai perusahaan atau kemakmuran pemegang saham.
- b. Beberapa studi sebelumnya menunjukkan bahwa ada kaitan antara kebijakan kenaikan dividen, IOS, dan FCF. IOS yang berbeda untuk industri berbeda secara tersirat juga berarti ada perbedaan FCF untuk industri berbeda. Karenanya perlu diteliti apakah ada interaksi antara IOS dan jenis industri perusahaan dan kaitannya dengan besaran-*magnitude* dan pendistribusian FCF.
- c. Karena FCF dapat digunakan untuk SDD atau dividen tambahan, yang secara empiris terbukti memiliki kandungan informasi, maka perlu diuji apakah FCF memang secara langsung memberi sinyal tentang kebijakan SDD, atau sebaliknya, apakah SDD bermakna ada FCF yang besar dalam perusahaan. Kemudian, apakah SDD tidak bersumber dari pendanaan lain, seperti pinjaman, dengan tujuan untuk “mengelabui” pasar dengan memberikan sinyal “palsu”.
- d. *Share repurchase* (TOR atau OMR) juga memiliki kandungan informasi dan memberi sinyal ke pasar. Tetapi, perlu dibuktikan secara empiris apakah kebijakan pembelian kembali saham perusahaan ini memang untuk tujuan meningkatkan kemakmuran pemegang saham atau justru perilaku oportunistik manajer yang juga memiliki saham perusahaan? Apakah jumlah FCF berhubungan dengan pemilihan bentuk *repurchase*?
- e. Dua bentuk sinyal yang disampaikan melalui pengumuman *repurchase*, yakni *costly* dan *costless signaling*, selayaknya berkaitan dengan FCF

karena berkaitan dengan baik atau buruknya perusahaan. Karena FCF dan *repurchase* mengandung masalah keagenan, dimana manajer berperilaku oportunistik, maka perlu diuji secara empiris bagaimana pengaruh FCF terhadap bentuk sinyal yang dipilih manajer. Apakah FCF yang besar berarti *costly signal* yang dipilih?

## REFERENSI

- Agrawal, A. & N. Jayaraman. 1994. The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory. *Managerial and Decision Economics* 15: 139-148.
- Arzac, E.R. 1999. Investment efficiency through compensation schemes upon free cash flow. March. *SSRN Working Paper*.
- Asquit, P. & D. Mullins, Jr. 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business* 56 (January): 77-96.
- Bartov, E. 1991. Open-market stock repurchase as signals for earnings and risk changes. *Journal of Financial Economics* 14 (September): 275-294.
- Bhagwell, L.S. & J.B. Shoven. 1989. Cash distribution to shareholders. *Journal of Economic Perspectives* 32: 129-140.
- Bernanke, B. 1989. Is there too much corporate debt? *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia (September-October): 5-8; in Keown, A.J., D.F. Scott, J.D. Martin, and J.W. Petty. 1996. *Basic Financial Management*. Seventh edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice-hall, Inc.
- Bhattacharya, U. & A. Dittmar. 2001. Costless versus costly signaling: Theory and evidence from share repurchase. *SSRN Working Paper*.
- Brennan, M.J. & A.V. Thakor. 1990. Shareholder preferences and dividend policy. *Journal of Finance* 47 (4): 993-1018
- Brickley, J.A. 1983. Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend. *Journal of Financial Economics* 12: 187-209.



- Brief, R.P. & P. Zarowin, 1999, The value relevance of dividends, book value and earnings. *SSRN Working paper*.
- Christie, W.G. & V. Nanda. 1994. Free cash flow, shareholder value, and the undistributed profits tax of 1936 and 1937. *Journal of Finance* 49 (5): 1727-1754.
- Comment, R. & G. Jarrell. 1991. The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market repurchases. *Journal of Finance* 46: 1243-1271.
- Cudd, M., R. Duggal, & S. Sarkar. 1996. Share repurchase motives and stock market reactions. *Quarterly Journal of Business & Economics* 36 (2): 66-76.
- Denis, D.J. 1990. Defensive changes in corporate payout policy: Share repurchases and special dividends. *The Journal of Finance* 47 (5): 1433-1456.
- Denis, D.J., D.K. Denis, & A. Sarin. 1994. The information content of dividend changes: Cash flow signaling, over-investment, and dividend clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29 (4): 567-587.
- Dittmar, A.K. 2000. Why do firms repurchase stock? *Journal of Business* 73 (3): 331-355.
- Easterbrook, F. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74: 650-659.
- Evans, J.P., R.T. Evans, & J.A. Gentry, 2001, The decision to repurchase shares: A cash flow story. *SSRN Working Paper*.
- Fenn, G.W. & N. Liang. 2001. Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60: 45-72.
- Fried, J.M. 2001, Open market repurchase: Signaling or managerial opportunism? *SSRN Working Paper*.
- Garret, I. & R. Priestley. 2000. Dividend behavior and dividend signaling. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (2): 173-189.

- Gelb, D.S. 2000a. Corporate signaling with dividends, stock repurchases, and accounting disclosure. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 15 (2): 99-120.
- \_\_\_\_\_. 2000b. Payout composition and investors' reaction to dividend and stock repurchase announcements. *SSRN Working Paper*.
- Gombola, M.J. & F. Liu. 1999. The signaling power of specially designated dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34(3) (September): 409-424.
- Gul, F.A. & J.S.L. Tsui. 1998. A test of free cash flow and debt monitoring hypothesis: Evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics* 24 (2): 219-237.
- \_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_. 2001. Free cash flow, debt monitoring and audit pricing: Further evidence on the role of director equity ownership. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 20 (2) (September): 71-84.
- Hackel, K.S., J. Livnat, & A. Rai. 2000. A free cash flow investment anomaly. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 15(1): 1-24.
- Ho, S.M.S., C.K.K. Lam, & H. Sami. 1999. Association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, leasing, and compensation policies: Some evidence from an emerging market. *SSRN Working Paper*.
- Howe, K.M., J. He, & G.W. Kao. 1992. One time cash flow announcement and free cash flow theory: Share repurchase and special dividends. *Journal of Finance* 47: 1963-1975.
- Kallapur, S. 1994. Dividend payout ratios as determinants of earnings response coefficients: A test of the free cash flow theory. *Journal of Accounting and Economics* 17: 359-375.
- Kao, C. & C. Wu. 1994. Tests of dividend signaling using the Marsh-Merton model: A generalized friction approach. *Journal of Business* 67 (1): 45-68.

- Kumar, P. & B. Lee. 2001. Discrete dividend policy with permanent earnings. *Financial Management* (Autums): 55-76.
- Lang, L. & R. Litzenberger. 1989. Dividend announcements: Cash flow signaling vs. free cash flow hypotheses. *Journal of Financial Economics* (September): 181-191.
- Lease, R.C., K. John, A. Kalay, U. Loewenstein, & O.H. Sarig. 2000. *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Lee, D., W. Mikkelson, & M. Partch. 1992. Managers' trading around stock repurchases. *Journal of Finance* 47: 1947-1961.
- Lehn, K. & A. Poulsen. 1989. Free cash flow and stockholder gains in going private trasactions. *The Journal of Finance* 44 (3): 771-787.
- Mann, S.V. & N.W. Sichernan. 1991. The agency cost of free cash flow: Acquisition activity and equity issues. *Journal of Business* 64 (2): 213-227.
- Martin, J.D. & J.W. Petty. 2000. *Value based management: The corporate response to the shareholder revolution*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Masulis, R.M. 1980. Stock repurchase by tender offer: An analysis of the acuses of common stock prices changes. *Journal of Finance* 35 (May): 305-319.
- Medury, P.V., L.E. Bowyer, & V. Srinivasan. 1992. Stock repurchase: A multivariate analysis of repurchasing firms. *Quarterly Journal of Business & Economics* 31 (1): 21-44.
- Miller, M. & F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* 34: 411-433.
- Ofer, A.R. & A.V. Thakor. 1987. A theory of stock price response to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchase and dividends. *Journal of Finance* 42 (June): 365-394.

- Opler, T. & S. Titman. 1993. The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress cost. *The Journal of Finance* 48 (5): 1985-1999.
- Penman, S. 2001. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Singapore: McGraw-Hill.
- Rimbey, J.N. & D.T. Officer. 1992. Market response to subsequent dividend actions of dividend-initiating and -omitting firms. *Quarterly Journal of Business & Economics* 31 (1): 3-20.
- Stephens, C.P. & M.J. Weisbach. 1998. Actual share requisitions in open market repurchase program. *Journal of Finance* 53: 313-334.
- Uyara, A.S. 2001. Pengaruh aliran kas bebas terhadap hubungan rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan earnings response coefficients. *Thesis S2 UGM, tidak dipublikasikan*.
- Velez-Pareja. 2001. Construction of free cash flows: A pedagogical note: Part I. *SSRN Working Paper*: [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=196588/](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=196588/)
- Vermaelen, T. 1981. Common stock repurchase and market signaling: An empirical study. *Journal of Financial Economics* 9: 139-183.
- Vogt, S.C. & J.D. Vu. 2000. Free cash flow and long-term firm value: Evidence from The Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues* 12 (2): 188-207.
- Williams, J. 1988. Efficient signaling with dividends, investment, and stock repurchases. *Journal of Finance* 43: 737-747.