

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Fleksibilitas Keuangan (Studi Kasus yada Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (Periode 2008-2012))

JAM
14, 3

Diterima, Desember 2015
Direvisi, Januari 2016
April 2016
Juli 2016
Disetujui, Agustus 2016

Adytia Pradnya Murti
Pascasarjana Institut Pertanian Bogor
Noer Azam Achsani
Trias Andati
Institut Pertanian Bogor

Abstract: This study aimed to determine the capital position and company's performance in Indonesia during the 2008-2012 period and to determine the factors that affected the company's financial flexibility in Indonesian firms. The samples of this study were 45 largest capitalized company listed on the Jakarta Stock Exchange. This study used synthetic rating and the debt service coverage ratio to determine the company's capital position and performance, and used panel data to determine the factors that affected financial flexibility. The results showed that existence a decrease in the default rate, in 2008 the average default rate was 6.12%, in 2009 decreased to 3.99%, in 2010 down to 2.91%, and then in 2011 and 2012 slightly increased to 3.17% and 3.30 %. Based on the results of panel data the factors that affected the financial flexibility is Leverage Ratio, Free Cash Flow, and crisis.

Keywords: capital position and company's performance, financial flexibility, synthetic rating, debt service coverage ratio, panel data

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui posisi modal dan kinerja perusahaan di Indonesia selama periode 2008-2012, dan menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan di perusahaan Indonesia. Penelitian ini mengambil sampel dari 45 perusahaan dengan nilai kapitalisasi terbesar yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. penelitian ini menggunakan synthetic rating dan rasio debt service coverage untuk menentukan posisi modal dan kinerja perusahaan, dan menggunakan data panel untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan. hasil penelitian menunjukkan adanya penurunan default rate, pada tahun 2008 rata-rata default rate ialah 6,12%, pada tahun 2009 menurun menjadi 3,99%, tahun 2010 turun menjadi 2,91%, dan kemudian pada tahun 2011 dan 2012 sedikit meningkat menjadi 3,17% dan 3,30%. Berdasarkan hasil data panel faktor-faktor yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan *Leverage Ratio*, *Free Cash Flow*, dan krisis.

Kata Kunci: posisi modal dan kinerja perusahaan, fleksibilitas keuangan, synthetic rating, rasio debt service coverage, data panel



Jurnal Aplikasi
Manajemen (JAM)
Vol 14 No 3, 2016
Terindeks dalam
Google Scholar

Alamat Korespondensi:
Adytia Pradnya Murti, Seko-
lah Pascasarjana Institut
Pertanian Bogor, DOI: [http://
dx.doi.org/10.18202/jam230
26332.14.3.11](http://dx.doi.org/10.18202/jam23026332.14.3.11)

Fleksibilitas keuangan meru-
pakan salah satu tema yang
menarik akhir-akhir ini. Hal ini
terjadi karena adanya survey

yang dilakukan oleh Graham dan Harvey (2001), dan
mendapatkan hasil bahwa dari 392 *chief finance
officer* (CFO) dari berbagai perusahaan di Amerika
mengatakan bahwa fleksibilitas keuangan merupakan

faktor penentu yang paling penting dalam penentuan komposisi struktur modal. Menurut Byoun (2008) fleksibilitas keuangan adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. variable-variabel yang perlu diperhatikan agar fleksibilitas keuangan suatu perusahaan dapat terjaga ialah: arus kas, kemampuan untuk berhutang yang tidak terpakai, aset yang likuid, akan tetapi ada dua variabel lain yang tidak berhubungan dengan keuangan yaitu: organisasi dan lingkungan, hal ini disebabkan oleh dinamika perekonomian dunia yang semakin kompetitif, sehingga akan semakin banyak ketidakpastian.

Dalam tingkat perusahaan fenomena tidak terduga dapat berbagai macam hal, oleh karena itu secara umum pada penelitian ini peneliti mendefinisikan suatu fenomena tak terduga yang dapat berdampak terhadap seluruh sektor dalam skala besar atau pun kecil ialah krisis global, dimana Indonesia merupakan salah satu negara yang terkena dampak krisis ekonomi global pada tahun 2008 dan 2012.

Berdasarkan studi pustaka salah faktor yang sering dikatakan berpengaruh terhadap fleksibilitas keuangan ialah kapasitas berhutang, sehingga salah satu cara suatu perusahaan untuk dapat menjaga fleksibilitas keuangannya ialah dengan mengatur proporsi antara utang dan modal sendiri. Hal ini pun sesuai dengan beberapa pernyataan peneliti dimana utang memang dapat memberikan keuntungan, akan tetapi juga memberikan beban dan acaman.

Permasalahan dalam mengkaji fleksibilitas keuangan ialah adanya perbedaan-perbedaan antara bidang usaha suatu perusahaan, sehingga menyebabkan fleksibilitas keuangan sulit dikaji secara umum. Menanggapi hal ini peneliti mengambil langkah untuk menjadikan krisis sebagai definisi dari perubahan yang terjadi secara tiba-tiba harus dihadapi setiap perusahaan, dalam konteks secara umum.

Pada penelitian ini penulis akan menggunakan metode *synthetic rating* dan mengkonversi hasilnya menjadi *default rate*, dengan tujuan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam hal kemampuan membayar hutang dan akan menggunakan *debt service coverage ratio* yang mana hasilnya menunjukkan kondisi keuangan perusahaan yang mana erat

kaitanya dengan kemampuan suatu perusahaan untuk membayar hutang.

Berdasarkan uraian diatas maka perumusan masalah pada penelitian ini ialah: Bagaimana performa kinerja perusahaan di Indonesia jika dinilai dengan *synthetic rating* dan rasio *debt service coverage*? serta Faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia?

Berdasarkan perumusan masalah maka tujuan dari penelitian ini ialah: Mengetahui posisi permodalan dan performa kinerja perusahaan di Indonesia dengan menggunakan metoda *synthetic rating* dan rasio *debt service coverage*, serta Mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

METODE

Pemilihan sampel pada penelitian ini akan menggunakan metode *purposive sampling* dengan populasi 5 perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mana memiliki kapitalisasi terbesar pada masing-masing sektornya pada periode 2008-2010, sehingga totalnya ialah 45 perusahaan.

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini ialah data sekunder yang terdiri dari data kuantitatif dan kualitatif, data kualitatif yang digunakan antara lain mengenai kondisi perekonomian negara Indonesia, serta kebijakan-kebijakan yang berkaitan dengan keuangan di Indonesia.

Sedangkan data kuantitatifnya ialah data laporan keuangan perusahaan selama periode 2008-2012, data kapitalisasi, data-data tersebut merupakan data historis, data pendukung pada penelitian ini diperoleh dari studi pustaka berupa jurnal, *text book*, tesis, disertasi, maupun internet.

Synthetic rating

Synthetic rating adalah penentuan sebuah rating sebuah perusahaan dengan menggunakan *bechmark*, pada penelitian ini akan digunakan rasio-rasio keuangan lembaga pemeringkatan kelas dunia, pada penelitian ini yang akan digunakan ialah rasio-rasio yang dikeluarkan oleh S & P 500. Setelah mendapatkan nilai-nilai dari rasio-rasio keuangan tersebut maka nilai-nilai tersebut dicocokkan dalam *benchmark* yang

keluarkan oleh S & P 500, setelah mendapatkan skor dari masing-masing rasio maka skor untuk sebuah perusahaan dapat ditentukan dengan cara mengasumsikan setiap rasio dianggap sama, sehingga rasio yang kurang dapat dikompensasikan dengan rasio yang berlebih. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 1, Tabel 2 dan Tabel 3 sebagai berikut:

Tabel 1. Rasio Keuangan S & P 500

Rasio Keuangan S&P 500	Rumus	Satuan
<i>EBIT interest coverage</i>	EBIT/Beban Bunga	Kali
<i>EBITDA interest coverage</i>	EBITDA/Beban Bunga	Kali
<i>Funds from operation (FFO)/total debt</i>	FFO/Total Hutang yang berbunga	Persen
<i>Free operating cashflow/total debt</i>	FOCF/Total Hutang yang berbunga	Persen
<i>Return on capital</i>	EBIT/Capital ¹	Persen
<i>Operating income/sales</i>	EBITDA/Penjualan	Persen
<i>Long-term debt/capital</i>	Hutang jangka panjang/ Capital ²	Persen
<i>Total debt/capital</i>	Total Hutang yang berbunga/ Capital ³	Persen

Sumber: Prihadi (2010)

Keterangan:

Capital : Debt + noncurrent deferred taxes + equity

Capital¹ : Dihitung secara rata-rata, termasuk noncurrent deferred taxes, tanpa minority interest

Capital² : Termasuk preferred stock dan minority interest, tanpa short term debt

Capital³ : Termasuk preferred stock, minority interest dan short term debt

EBIT : Laba sebelum pajak + bunga

EBITDA : Laba sebelum pajak + bunga + penyusutan + amortisasi

FFO : Operating profits from continuing operations, after tax + depreciation and amortization + deferred income tax

FOCF : Cash flow from operations - capex

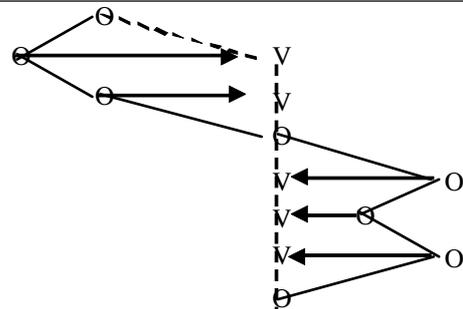
Tabel 2. Benchmark rating S&P 500

US Industrial long-term debt (1998-2000)	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
<i>EBIT interest coverage (X)</i>	21.4	10.1	6.1	3.7	2.1	0.8	0.1
<i>EBITDA interest coverage (X)</i>	26.5	12.9	9.1	5.8	3.4	1.8	1.3
<i>Free operating cash flow/ total debt (%)</i>	84.2	25.2	15.0	8.5	2.6	(3.2)	(12.9)
<i>Fund from oprations/total debt (%)</i>	128.8	55.4	43.2	30.8	18.8	7.8	1.6
<i>Return on capital (%)</i>	34.9	21.7	19.4	13.6	11.6	6.6	1.0
<i>Operating income/sales (%)</i>	27.0	22.1	18.6	15.4	13.9	12.9	11.9
<i>Long-term debt/capital (%)</i>	13.3	28.2	33.9	42.5	57.2	69.7	68.8
<i>Total debt/capital (include short-term debt (%)</i>	22.9	37.7	42.5	48.2	62.6	74.8	87.7
<i>Companies</i>	8	29	136	218	273	281	22

Sumber: S&P (2002) dalam Prihadi (2010)

Tabel 3. Contoh perhitungan Synthetic Rating sebuah perusahaan

No	Rasio	AAA	AA	A	BBB	BB	B	C
1	EBIT interest coverage (X)							
2	EBITDA interest coverage (X)							
3	Free operating cash flow/ total debt (%)							
4	Fund from oprations/total debt (%)							
5	Return on capital (%)							
6	Operating income/sales (%)							
7	Long-term debt/capital (%)							
8	Total debt/capital (include short-term debt (%))							



Sumber: Prihadi (2010)

Pada Tabel 3 terlihat bahwa tanda V adalah hasil modifikasi dari tanda O yang merupakan rasio asli terdekat dengan *benchmark*, dengan demikian penurunan total 5 langkah diikuti dengan kenaikan 5 langkah mendapatkan hasil *rating* pada BB atau memiliki nilai *default rate* 12.2% sesuai dengan *benchmark* yang dikeluarkan oleh S&P 500.

Debt Service Coverage Ratio

Pada penelitian ini batasan atau *proxy* suatu perusahaan akan mengarah atau akan mengalami *distress* ialah dengan mengunggakan rasio *debt service coverage* (DSC), menurut Rustter (1996) dalam Pranowo (2010) DSC yang baik ialah ≤ 1.2 . Secara matematis DSC dapat dituliskan sebagai berikut:

$$DSC = \frac{EBITDA}{\text{Bunga} + \text{principal payment}}$$

Keterangan:

- DSC : Rasio yang mengukur sampai seberapa cukup EBITDA menutup kewajiban terhadap kreditor berupa cicilan pokok dan bungannya
- EBITDA: Laba sebelum pajak + bunga + penyusutan + amortarisasi

Variabel dan Model Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui posisi dan faktor-faktor yang mempegaruhi fleksibilitas keuangan tersebut, oleh karena itu, variabel yang digunakan pada penelitian ini dibedakan menjadi 2, yaitu variabel dependen dan independen.

Variabel Dependen (Variabel Terikat)

Variabel dependen pada penelitian ini ialah *default rate* yang merupakan ukuran untuk mengetahui kemampuan perusahaan untuk membayar hutang, *default rate* ini diperoleh dari penilaian perusahaan dengan menggunakan *synthetic rating* dan kemudian di bandingkan dengan *benchmark* yang dikeluarkan dari S &P 500.

Variable Independen (Variabel Bebas)

Variabel independen pada penelitian ini antara lain: *Cash Holding*, *Rasio Leverage*, *Free Cash Flow*, *Cash Flow Adiquence*, *Divident Pay out Ratio*. Untuk perhitungannya dapat dilihat pada Tabel 4.

Model Data Panel

$$DR_{it} = \alpha + \beta_1 CH_{it} + \beta_2 RL_{it} + \beta_3 FCFS_{it} + \beta_4 CFA_{it} + \beta_5 DPR_{it} + \beta_6 CR_{it} + E_{it}$$

Keterangan:

- DR_{it} : Default Rate
- CH_{it} : Cash Holding
- RL_{it} : Rasio Leverage
- FCF_{it} : Free Cash Flow
- CFA_{it} : Cash Flow Adiquence
- DPR_{it} : Divident Pay out Ratio
- CR_{it} : Krisis
- E_{it} : Error

Teknik Pengolahan dan Analisis Data

Pengolahan dan analisis data dalam penelitian ini menggunakan teknik regresi data panel dengan bantuan *software eviews 7* untuk mengestimasi model

Tabel 4. Variabel independen

No	Variabel independen	Rumus	Hipotesis	Referensi
1	Cash Holding (CH)	$\frac{\text{Kas dan Setara Kas}}{\text{Total Assets}}$	Cash Holding akan berpengaruh negatif terhadap default rate	Acharya <i>et al.</i> (2012)
2	Leverage Ratio	$\frac{\text{Total Hutang yang berbunga}}{\text{Total Ekuitas}}$	Leverage Ratio akan berpengaruh positif terhadap default rate	C.H. Hui, C.F. Lo, M.X. Huang dan H.C. Lee (2008), dan Daniel <i>et al.</i> (2010)
3	Free Cash Flow	$EBIT (1 - \text{tax rate}) + d - \text{capital expenditure} - \Delta NWC$	Free cash flow akan berpengaruh negatif terhadap default rate	Hendro Sasongko (2012)
4	Deviden Payout Ratio	$\frac{\text{Dividen}}{\text{Net Income} + \text{Devident Preferred Stock}}$	Deviden Payout Ratio akan berpengaruh positif atau negatif terhadap default rate	Laarni Bulan dan Narayan an Subramanian (2008), dan Rapp, et al (2012)
5	Cash Flow Adequacy	$\frac{CFFO}{\text{Purchase of assets} + \text{Long term debt} + \text{Devident paid}} \times 100\%$	Cash Flow Adequacy akan berpengaruh negatif terhadap default rate	Hsien-Chang Kuo, Jin-Li Hu, dan Chia-Ling Hsu (2006) dan Inder K. Khurana, Raynolde Pereira, dan Eliza Zhang (2014)

Keterangan:

- EBIT : Laba sebelum pajak + bunga
- d : Beban non kas (depresiasi dan amortisasi)
- CAPEX : Pengeluaran barang modal
- Δ NWC : Perubahan modal kerja (net working capital)

dan pemilihan model terbaik. Data panel merupakan data yang dikumpulkan secara *cross section* dan diikuti pada periode waktu tertentu (*time series*) (nachrowi dan usman, 2006) data *cross section* adalah data yang dikumpulkan dalam satu waktu terhadap banyak individu, sedangkan data *time series* adalah data yang dikumpulkan dari waktu ke waktu terhadap suatu individu.

Salah satu alasan mengapa data panel lebih baik digunakan dalam model-model regresi dibandingkan model *time series* atau pun *cross section* adalah adanya heterogenitas yang dipertimbangkan dalam perhitungannya, hal ini sesuai dengan karakteristik populasi dan sampel yang memiliki heterogenitas atau keragaman dalam faktor penentu internalnya.

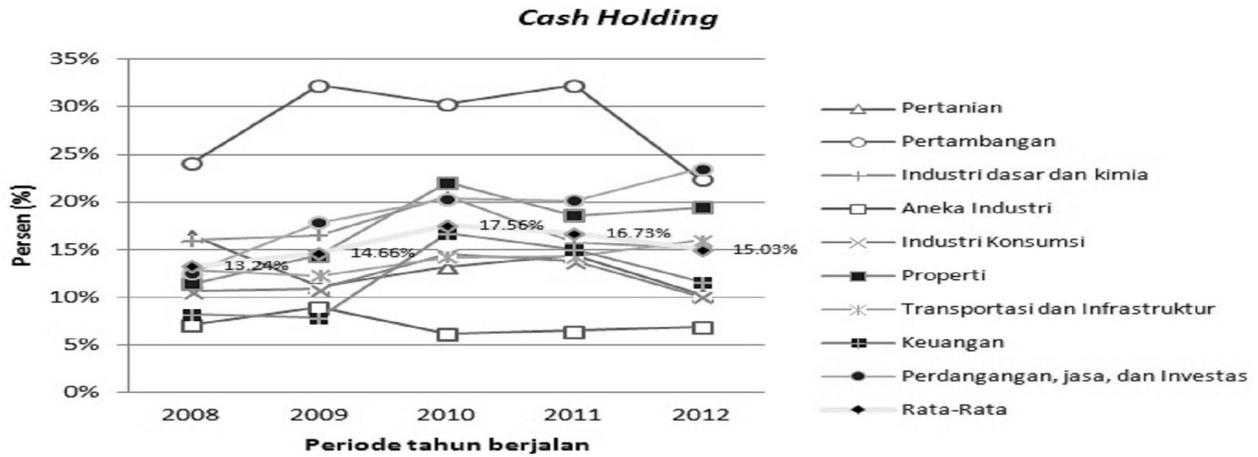
HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Variabel Penelitian

Pada bab ini akan dijelaskan deskripsi dari variabel-variabel penelitian dan hasil dari *synthetic rating* yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang telah ditetapkan sebagai sampel, dalam periode 2008-2012. Sampel pada penelitian ini ialah 5 perusahaan dengan kapitalisasi terbesar pada masing-masing sektornya, sehingga jumlah sampel adalah 45 perusahaan. Variabel-variabel tersebut italah *cash holding*, *devident payout ratio*, *free cash flow*, *cash flow adequacy*, *leverage ratio*, dan hasil dari *synthetic rating* dan *debt service coverage ratio*. Berikut hasil dari

pengamatan dapat dilihat pada Gambar 1, Gambar 2, Gambar 3, Gambar 4, Gambar 5, dan Gambar 6 sebagai berikut.

Tahun 2009 terdapat krisis dan perubahan-perubahan kebijakan, sertanya perlambatan

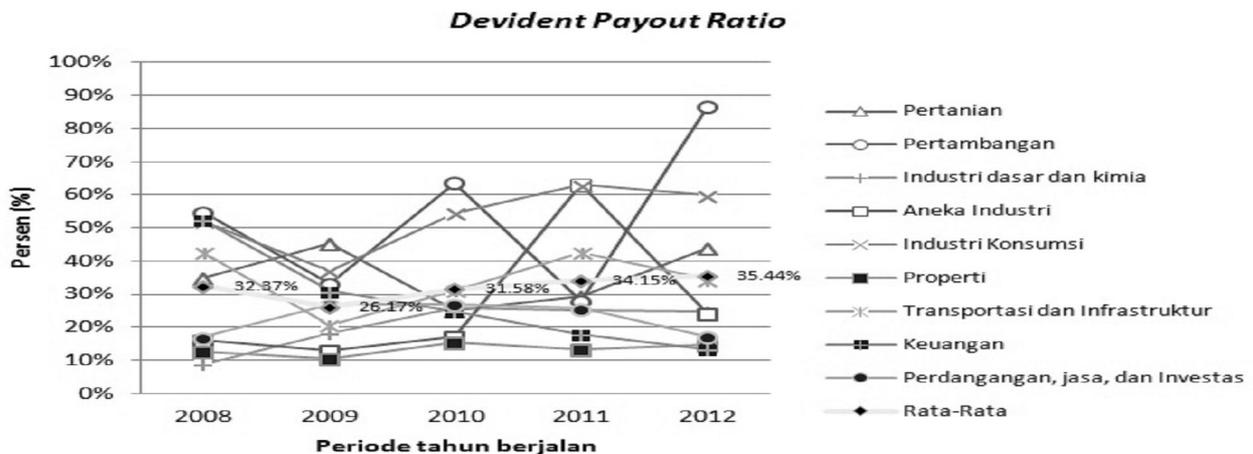


Gambar 1. Rata-rata *cash holding* per tahun pada periode 2008-2012

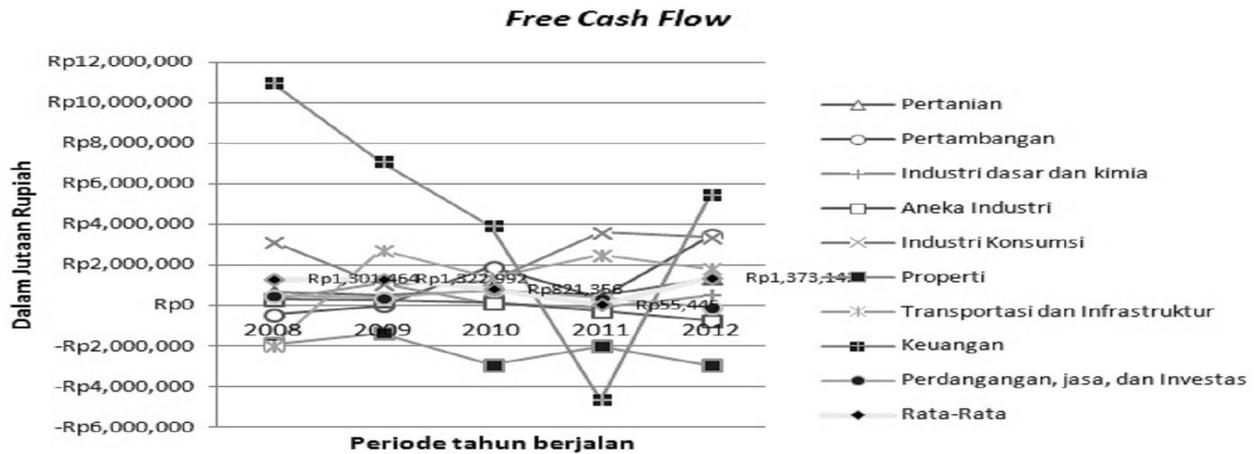
Gambar 1 Rata-rata *cash holding* per tahun pada periode 2008-2012. Pada Gambar-gambar diatas dapat dilihat kondisi variabel-variabel selama periode 2008-2012. Pada Gambar 1 dapat dilihat bahwa sektor pertambangan memiliki *cash holding* yang tertinggi. Hal menarik yang dapat dilihat dari Gambar tersebut ialah pada tahun 2010 dimana inflasi meningkat dan merupakan tahun titik awal dari krisis eropa sektor pertambangan dan sektor aneka industri mengalami penurunan prosentase *cash holding*, kondisi ini sesuai dengan pernyataan yang dikeluarkan oleh Subekti (2012), sementara untuk sektor yang lainnya memilih untuk menaikkan *cash holding*-nya karena merasa berada pada posisi ketidakpastian (Powel dan baker, 2010).

pertumbuhan ekonomi Indonesia menyebabkan 6 dari 3 sektor melakukan pengurangan pembayaran dividen, hal ini sesuai dengan hasil survey yang dilakukan oleh Brav, Graham, Harvey dan Michaely (2005) dimana ketika kondisi sangat ekstrim suatu perusahaan dapat melakukan kebijakan pengurangan dividen.

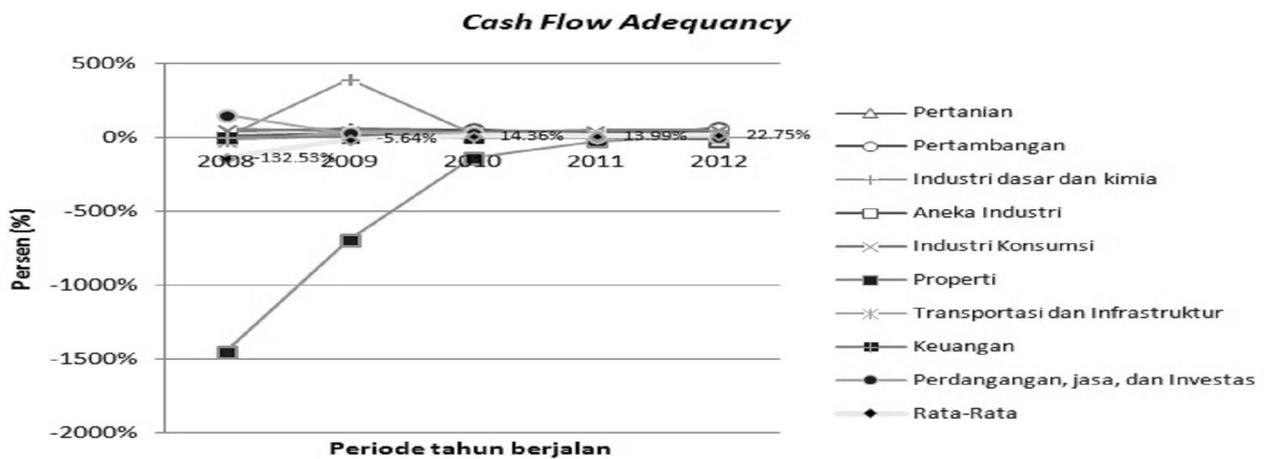
Pada Gambar 3 dan 4 dapat dilihat bahwa rata-rata *free cash flow* dan *cash flow adequacy*, FCF selalu bernilai positif, sedangkan CFA hanya bernilai negatif ditahun 2008-2009. Jika dilihat secara sektoral *free cash flow* hanya bernilai negatif pada sektor aneka industri dan properti, sedangkan untuk *cash flow adequacy* hanya pada sektor properti. Nilai



Gambar 2. Rata-rata *devident payout ratio* per tahun pada periode 2008-2012



Gambar 3. Rata-rata *free cash flow* per tahun pada periode 2008-2012



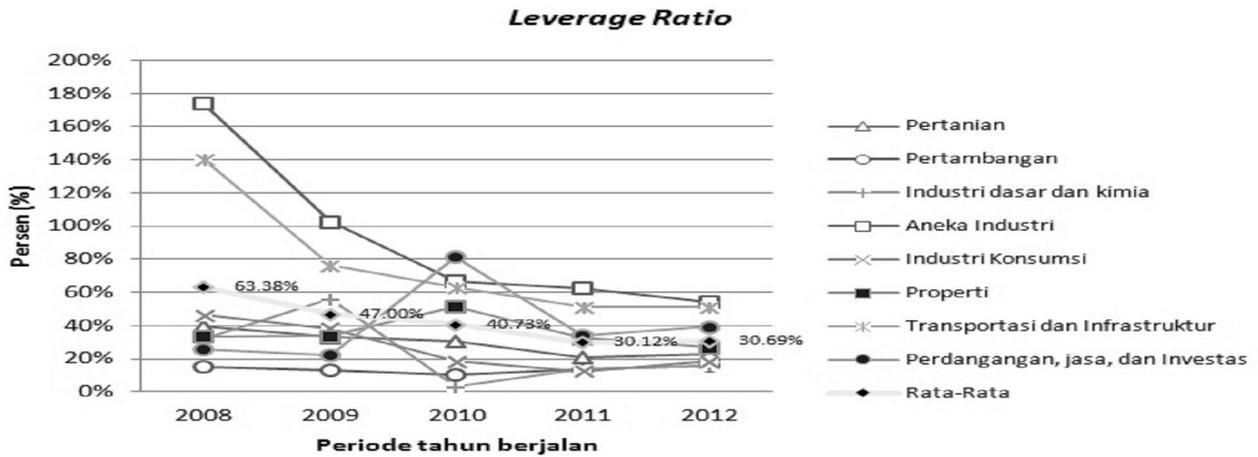
Gambar 4. Rata-rata *cash flow adequacy* per tahun pada periode 2008-2012

negatif *free cash flow* sektor aneka industri dapat disebabkan oleh pengaruh dari krisis yang terjadi, sedangkan nilai negatif *free cash flow* dan *cash flow adequacy* pada sektor properti dapat disebabkan oleh jenis bidang usaha dan budaya dari pada sektor yang bersangkutan. Pada bagian *leverage ratio* ini penulis memisahkan sektor keuangan dengan sektor-sektor lainnya dengan tujuan agar dapat melihat trend dari sektor-sektor lain.

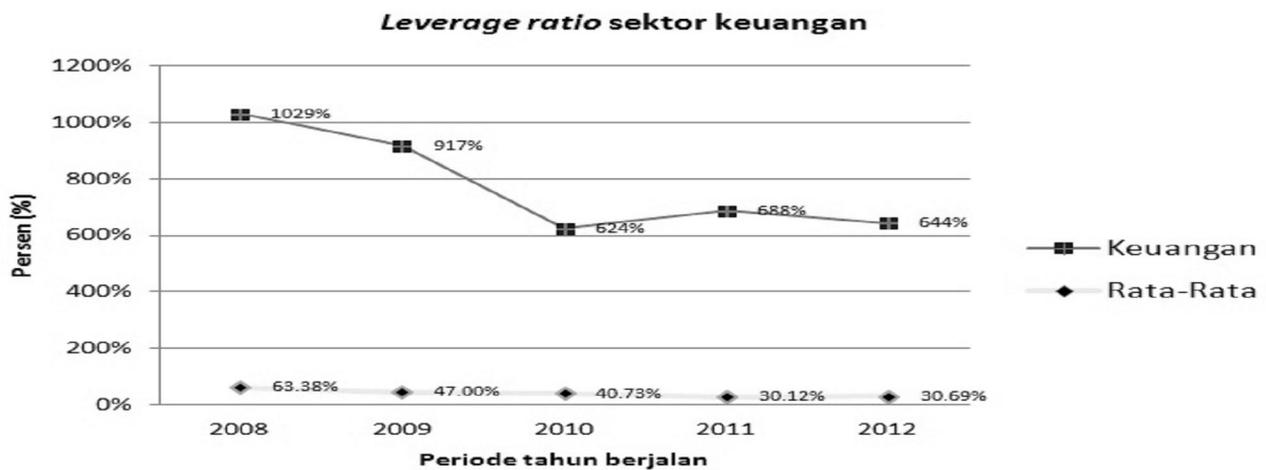
Variabel *leverage ratio* mengalami penurunan pada tahun 2012 pada sektor transportasi dan infrastruktur dan sektor aneka industri, hal ini dapat terlihat jelas bahwa adanya pengaruh krisis terhadap kedua sektor tersebut. Selain kedua sektor tersebut sektor lainnya yang menarik untuk diamati ialah sektor industri dasar dan kimia dimana pada tahun 2009 mengalami

peningkatan yang besar, tetapi pada tahun-tahun berikutnya terjadi penurunan yang drastis, pola yang sama pun terjadi pada sektor properti dan sektor jasa hanya saja peningkatan *leverage ratio* kedua sektor tersebut terjadi pada tahun 2010.

Hal menarik lainnya yang dapat diamati ialah pada sektor keuangan dimana pada tahun 2008-2009 nilainya beskisar dari 1000%-800% dan kemudian pada masa 2010-2012 terjadi penurunan menjadi 500%-700%, hal ini mungkin disebabkan oleh adanya krisis yang menyebabkan turunnya nilai IHSG, hal ini menyebabkan masyarakat lebih memilih untuk menabung dibanding berinvestasi, karena secara awam terlihat lebih aman. Pada tahun-tahun berikutnya kondisi IHSG dan perekonomian terus mengalami peningkatan, dan masyarakat pun kembali berinvestasi.



Gambar 5. Rata-rata leverage ratio per tahun pada periode 2008-2012



Gambar 6. Rata-rata leverage ratio per tahun sektor keuangan periode 2008-2012

Synthetic Rating dan Default Rate

Berdasarkan tujuan penelitian, metode *Synthetic Rating* akan digunakan untuk mengetahui performa kinerja keuangan perusahaan yang terdapat pada bursa efek Indonesia, Tabel 5 berikut merupakan hasil dari perhitungan metode *synthetic rating* metode:

Menurut Damodaran (2002) perusahaan yang layak mendapatkan *investment grade* ialah yang semaksimalnya mempunyai rating BBB, oleh karenanya pada Tabel 22 penulis membagi hasil *synthetic rating* menjadi 2 kelompok, yaitu: yang tergolong dalam *investment grade* (diatas BBB) dan yang tidak tergolong kedalam *investment grade* (dibawah BB). Berdasarkan Tabel 22 dapat dilihat bahwa jumlah perusahaan yang mendapat rating dibawah BBB pada tahun 2008 ialah sebanyak 17 perusahaan, kemudian

pada tahun 2009 menurun menjadi 12, pada tahun 2010 menurun kembali menjadi 8, tahun 2011 9 perusahaan, dan pada tahun 2012 menurun kembali menjadi 8 perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa terdapat peningkatan *investment grade*. Untuk lebih jelas melihat pergerakannya dapat dilihat pada Tabel 6.

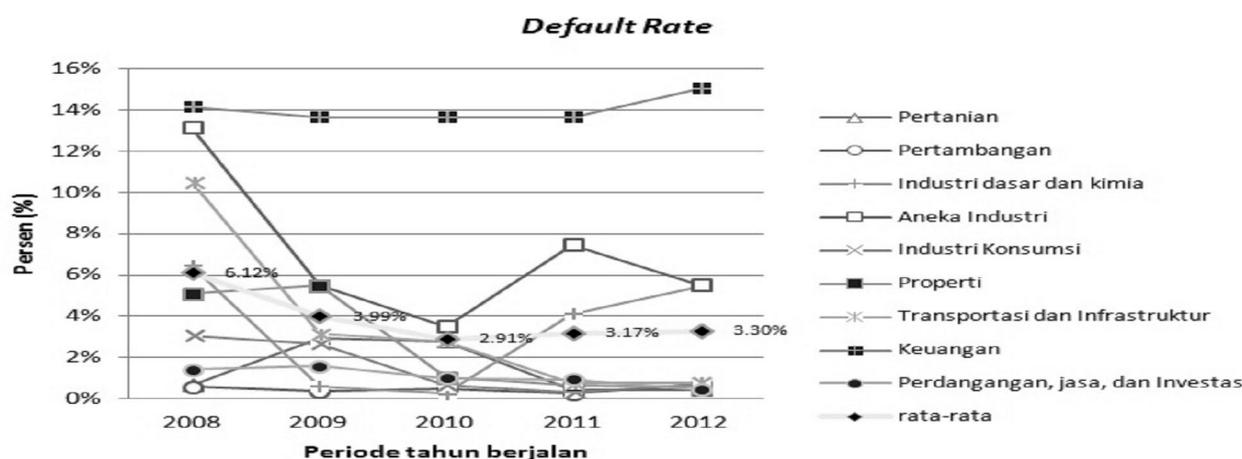
Hasil dari *synthetic rating* dapat diubah menjadi *default rate* yang mana merupakan presentase kemungkinan suatu perusahaan untuk gagal membayar utang, oleh karenanya *default rate* dapat dijadikan sebagai salah satu tolak ukur dari fleksibilitas keuangan, mengingat faktor yang paling mempengaruhi fleksibilitas keuangan ialah kapasitas untuk berhutang. Berikut Gambar 7 menggambarkan kondisi dari *default rate* secara rata-rata pada setiap sektor dari tahun 2008 ke tahun 2012.

Tabel 5. Hasil perhitungan *Synthetic rating*

Nilai	2008	2009	2010	2011	2012
AAA	4	4	5	4	6
AA	12	12	11	13	12
A+	0	4	5	9	6
A	4	3	6	5	4
A-	4	5	7	4	7
BBB	4	5	3	1	2
Sub Jumlah	28	33	37	36	37
BB	12	11	7	7	5
B+	2	1	1	2	2
B	3	0	0	0	1
B-	0	0	0	0	0
Sub Jumlah	17	12	8	9	8
Total Jumlah	45	45	45	45	45

Tabel 6. Presentase perusahaan yang tergolong dalam *investment grade* dan perusahaan yang tidak tergolong *investment grade*

	2008	2009	2010	2011	2012
Investment grade	62%	73%	82%	80%	82%
Non investment grade	38%	27%	18%	20%	18%



Gambar 7. Kondisi *default rate* perusahaan sampel selama periode 2008-2012

Pada Gambar 7 dapat dilihat rata-rata nilai *default rate* selama periode 2008-2012 masih tergolong rendah karena nilainya tidak mencapai 50 persen. Pola yang terlihat pun menunjukkan adanya pengaruh krisis terhadap kondisi *default rate*, dimana mengalami penurunan dari tahun 2008 ke tahun 2009 sampai

tahun 2011 dan mengalami peningkatan pada tahun 2012.

Peningkatan *default rate* yang terjadi pada tahun 2012 dapat disebabkan oleh krisis yang terjadi di kawasan eropa. Krisis yang terjadi di kawasan eropa tidak memiliki dampak secara langsung kepada

Indonesia, karena proporsi ekspor Indonesia ke negara-negara kawasan Eropa tidaklah besar, akan tetapi negara-negara tujuan ekspor Indonesia memiliki pasar di kawasan Eropa. Oleh karenanya fenomena krisis ini berjalan dengan lambat sehingga dampaknya tidak terlihat terlalu besar.

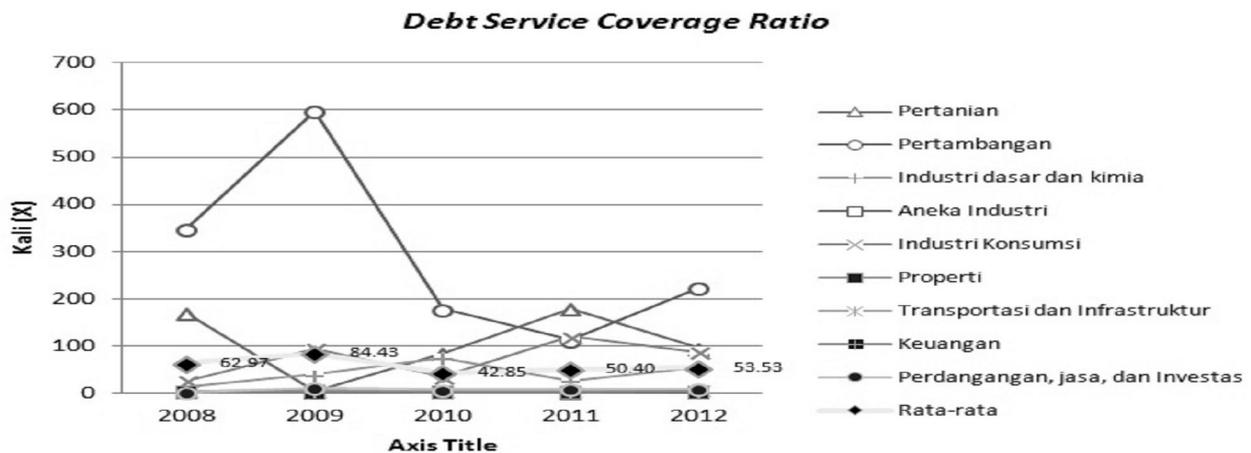
Debt service coverage ratio merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk dapat menutupi beban utang serta bunganya, sehingga dapat dijadikan juga sebagai salah satu cara untuk menilai fleksibilitas keuangan perusahaan. Menurut Rustter (1996) dalam Pranowo (2010) DSCR yang baik ialah jika nilainya diatas 1.2X (kali).

Jika dilihat secara rata-rata maka nilai dari DSCR dapat dikatakan kondisinya sangat baik. namun bila dilihat lebih detail terdapat beberapa perusahaan yang mendapatkan nilai DSCR dibawah 1.2X. Pada tahun 2008 13 dari 45 mendapat skor DSCR kurang dari 1.2X, kemudian pada tahun 2009 jumlahnya menurun menjadi 11 perusahaan dari 45, selanjutnya pada tahun 2010 sampai tahun 2012 jumlahnya tidak berubah, yaitu 8 perusahaan dari 45 yang memiliki nilai DSCR kurang dari 1.2X. Berdasarkan hasil pengamatan maka kondisi dari DSCR tidak lah jauh berbeda

dengan hasil *synthetic rating* atau dapat dikatakan kondisi performa perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian mengalami peningkatan secara umum. Untuk memperjelas paparan diatas dapat melihat pada Gambar 8 dan Tabel 7.

Hasil Regresi Data Panel

Pada penelitian ini metode analisis data yang digunakan ialah data panel, data panel sendiri memiliki pengertian sebagai kombinasi dari data *time series* dan *cross section*, dengan mengakomodasikan informasi baik yang terkait dengan variabel-variabel dari data *time series* atau pun *cross section* (Gujarati, 2003). Data panel memiliki tiga model, yaitu model kuadrat terkecil atau *ordinary least square/pooled least square* (PLS), model efek tetap atau *fixed effect* (MFE), dan model efek acak atau *random effect* (MRE). Untuk menentukan model mana yang terbaik pada pengolahan data panel dapat dilakukan dengan cara melakukan uji *Chow* dan uji *Hausman*, untuk membandingkan ketiga model tersebut. Uji *Chow* digunakan untuk membandingkan antara PLS dengan MFE sebagai model yang lebih sesuai untuk pengolahan



Gambar 8. Kondisi *debt service coverage ratio* selama periode 2008-2012

Tabel 7. Perbandingan pergerakan *synthetic rating* dan DSCR

	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Investment grade</i>	62%	73%	82%	80%	82%
DSCR > 1.2X	72%	76%	83%	83%	83%
<i>Non investment grade</i>	38%	27%	18%	20%	18%
DSCR < 1.2X	28%	24%	17%	17%	17%

data panel, jika model terpilih ialah PLS maka tidak perlu melakukan uji *hausman*, karena uji *hausman* digunakan untuk membandingkan MFE dan MRE. Berdasarkan hasil uji *Chow* dan uji *Hausman* model terbaik ialah menggunakan model efek acak (MRE), berikut hasil pengolahan data dengan model MRE dapat dilihat pada Tabel 8 sebagai berikut.

Tabel 8. Uji MRE

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LR	0.015581	0.002257	6.904306	0.0000*
FCF	-3.88E-09	1.69E-09	-2.294754	0.0274*
CFA	-0.001486	0.001441	-1.031333	0.3089
DPR	-0.010589	0.022535	-0.469869	0.6411
CH	-0.176503	0.072135	-2.446832	0.0191*
CR	0.013483	0.007751	1.739543	0.0900
C	0.050940	0.015165	3.358931	0.0018*
R-squared	0.682581	Prob(F-statistic)		0.000000

Keterangan: *Signifikan pada taraf nyata 5%

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan *software* *eviews* didapatkan model persamaan sebagai berikut:

$$DR_{it} = 2.74 - 6.78Ch_{it} + 1.53R_{it} - 1.22E-07FCF_{it} - 0.0035CFA_{it} - 0.000204DPR_{it} + 1.27C_{it} + e_{it}$$

Berdasarkan informasi yang terdapat pada Tabel 8 pada pengujian ini diperoleh nilai *R-Square* sebesar 0.682581, artinya bahwa variabel skor dari *Cash Holding*, *Leverage Ratio*, *Free Cash Flow*, *Cash Flow Adiquence*, *Devident Payout Ratio*, dan *crisis* secara bersama-sama mampu menjelaskan variasi data *Default Rate* sebesar 68.2%, sedangkan sisanya 31.8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak masuk dalam model.

Untuk mengetahui pengaruh semua variabel independen yang terdapat di dalam model secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependennya, maka dilakukan uji F. Berdasarkan hasil pengolahan data penelitian didapatkan bahwa probabilitas F-statistik memiliki pengaruh signifikan $0.000000 < 0.05$. Dari hasil ini berarti tolak H_0 dan terima H_1 , mengindikasikan bahwa secara keseluruhan semua variabel independen yang meliputi *Cash Holding* (*CH*), *Leverage Ratio* (*LR*), *Free Cash Flow* (*FCF*), *Cash Flow Adiquence* (*CFA*), *Devident Payout Ratio* (*DPR*), dan *Crisis* (*CR*) memiliki pengaruh terhadap variabel dependennya, yaitu *Default Rate* (*DR*).

Berdasarkan hasil uji t, menunjukkan bahwa koefisien konstanta memiliki nilai probabilitas yang signifikan yaitu: $0.0018 < 0.05$, sedangkan untuk variabel independennya terdapat 3 yang memiliki pengaruh secara signifikan, berikut variabel independen: *Cash Holding* (*CH*) $0.0191 < 0.05$ dengan arah negatif, *Leverage Ratio* (*LR*) $0.0000 < 0.05$ dengan arah

positif, *Free Cash Flow* (*FCF*) $0.0274 < 0.05$ dengan arah negatif, *Cash Flow Adiquence* (*CFA*) $0.3089 > 0.05$ dengan arah negatif, *Devident Payout Ratio* (*DPR*) $0.6411 > 0.05$ dengan arah negatif, dan *crisis* (*CR*) $0.0900 < 0.05$ dengan arah positif. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa hasil estimasi dengan menggunakan model efek random (MRE) variabel independen *LR*, *FCF*, dan *CH* memiliki pengaruh terhadap variabel dependen (*DR*) secara signifikan.

Pengaruh *Cash Holding* terhadap *Default Rate*

Variabel *cash holding* memiliki probabilitas 0.0191 dengan α sebesar 5 persen serta koefisien -2.446832. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *cash holding* berpengaruh secara signifikan, dan memiliki pengaruh yang negatif terhadap *default rate*. Hasil ini akan menggambarkan bahwa kenaikan *cash holding* akan menyebabkan penurunan terhadap nilai *default rate*.

Hasil penelitian ini pun sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rapp, *et al.* (2012) dimana dalam penelitiannya dikatakan bahwa perusahaan dengan *cash holding* yang rendah akan memiliki fleksibilitas keuangan yang rendah, dengan semakin besarnya nilai *cash holding* akan menyebabkan nilai *default rate* menjadi rendah, dimana semakin rendah *default rate*

maka semakin besar fleksibilitas keuangan yang dimiliki suatu perusahaan.

Pengaruh *Leverage Ratio* terhadap *Default Rate*

Variabel *leverage ratio* memiliki probabilitas 0.0000 dengan α sebesar 5 persen serta koefisien 6.904306. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *leverage ratio* berpengaruh secara signifikan dan memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai *default rate*, artinya semakin tinggi nilai *leverage ratio* maka semakin tinggi juga nilai *default rate*. Semakin tinggi nilai *default rate* menandakan perusahaan yang bersangkutan mengalami penurunan kinerja dan kewajibannya meningkat, sehingga fleksibilitas keuangannya menurun. Hasil ini pun sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Arslan, *et al.* (2010) yang mengatakan kondisi *leverage ratio* perlu diperhatikan guna menjaga fleksibilitas keuangan. Daniel, *et al.* (2010) juga sependapat bahwa ketika terjadi hal-hal yang tidak diinginkan maka perusahaan yang memiliki *leverage ratio* yang rendah akan memiliki fleksibilitas keuangan lebih besar.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Default Rate*

Variabel *Free Cash Flow* memiliki probabilitas 0.0274 dengan α sebesar 5 persen serta koefisien -2.294754. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow* berpengaruh secara signifikan, dan memiliki pengaruh yang negatif terhadap *Default Rate*. *Free Cash Flow* sendiri merupakan kas yang telah bebas dari berbagai kebutuhan perusahaan, dimana kas ini dapat digunakan untuk meningkatkan fleksibilitas keuangan dengan berbagai cara, diantaranya: mengurangi utang, membeli kembali saham-saham, melakukan investasi yang menguntungkan, serta membayar dividen.

Pranowo (2010) melakukan penelitian mengenai hubungan antara *free cash flow* dengan nilai pemegang saham dengan proksi kesempatan untuk berinvestasi, dimana hasilnya ialah *free cash flow* yang positif akan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai pemegang saham, sedangkan untuk *free cash flow* yang negatif juga akan memberikan pengaruh akan tetapi ada batasannya, dengan kata lain para

pemegang saham mengetahui *free cash flow* yang negatif tersebut disebabkan oleh adanya investasi yang menguntungkan. Sedangkan untuk dividennya ialah untuk menarik perhatian para pemegang saham, hal ini dapat dilihat pada kasus sektor pertambangan dimana pembagian dividennya meningkat seiring sektor tersebut sedang mengalami pemunduran.

Pengaruh *Cash Flow Adequacy* terhadap *Default Rate*

Variabel *Cash Flow Adequacy* memiliki probabilitas 0.3089 dengan α sebesar 5 persen serta koefisien -1.031333. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *Cash Flow Adequacy* tidak berpengaruh secara signifikan, akan tetapi memiliki pengaruh yang negatif terhadap *Default Rate*. Melakukan pengukuran *Cash Flow Adequacy* merupakan salah satu cara untuk menilai kinerja arus kas perusahaan, dimana pada beberapa penelitian sebelumnya telah disebutkan bahwa kinerja arus kas dapat membentuk fleksibilitas keuangan, adanya perbedaan hasil ini dapat disebabkan oleh cara pengukuran kinerja arus kas. Secara teori kinerja arus kas yang baik akan memberikan pengaruh terhadap performa perusahaan yang mana akan juga berpengaruh terhadap fleksibilitas keuangan.

Pengaruh *Divident Payout Ratio* terhadap *Default Rate*

Variabel *divident payout ratio* memiliki probabilitas 0.6411 dengan α sebesar 5 persen serta koefisien -0.469869. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *divident payout ratio* tidak berpengaruh secara signifikan dan memiliki pengaruh yang negatif terhadap *default rate*. Hal ini berarti kenaikan dividen akan menyebabkan penurunan nilai *default rate*. Pengaruh kebijakan dividen terhadap fleksibilitas keuangan dapat dilihat dari kondisi perusahaan, karena penundaan dividen dapat menjadi sumber fleksibilitas keuangan, akan tetapi pembayaran dividen pun dapat juga menjadi sumber fleksibilitas keuangan. Pada dasarnya dividen merupakan pembagian keuntungan yang berasal dari kas yang sudah bebas dari berbagai kebutuhan perusahaan, atau lebih dikenal dengan *free cash flow*. Kas ini dapat digunakan untuk meningkatkan fleksibilitas keuangan, dengan

cara membayar utang, membeli kembali saham-saham, investasi dan penambahan modal kerja guna meningkatkan nilai perusahaan atau dapat juga melakukan pembayaran dividen dengan tujuan untuk menarik perhatian investor yang mana pada akhirnya dapat menjadi sumber dari fleksibilitas keuangan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Daniel, *et al.* (2010) dan Rapp, *et al.* (2012), dimana mereka menyatakan bahwa penundaan pembayaran dividen merupakan pilihan terakhir bagi sebuah perusahaan untuk mendapatkan fleksibilitas keuangan, terutama bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki kapitalisasi besar.

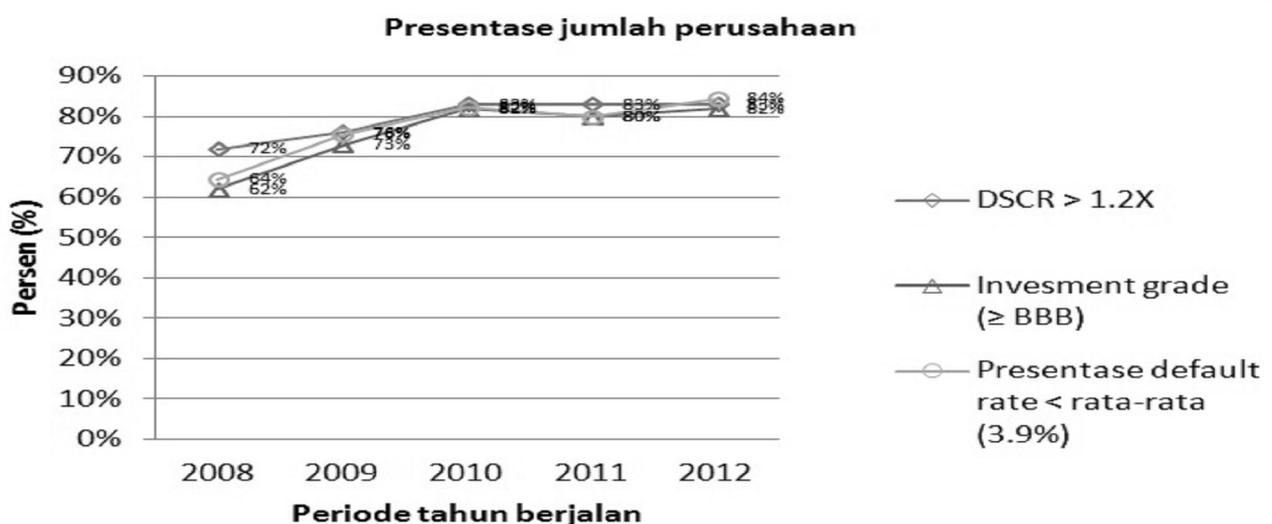
Pengaruh Krisis terhadap *Default Rate*

Variabel Krisis memiliki probabilitas 0.0900 dengan α sebesar 5 persen serta koefisien 1.739543. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel krisis tidak berpengaruh secara signifikan, dan memiliki pengaruh yang positif terhadap *default rate*. Hal ini dapat disebabkan oleh adanya keterkaitan antara setiap negara, sehingga jika terjadi sesuatu atau krisis pada suatu negara maka akan memberikan pengaruh terhadap negara lain baik secara langsung atau pun tidak langsung. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Raz, *et al.* (2012), bahwa krisis finansial global pada tahun 2008 sedikit banyak akan memberikan pengaruh terhadap perekonomian negara-negara yang berada pada di Asia timur.

Fleksibilitas Keuangan dan Kaitannya dengan Variabel-Variabel Independen

Fleksibilitas keuangan pada penelitian ini digambarkan dengan *default rate*, dengan hasil skor *synthetic rating* dan DSCR sebagai proksinya. Penilaian fleksibilitas keuangan dengan *default rate* ialah apabila nilai *default rate* semakin kecil maka fleksibilitas keuangannya pun meningkat. Berdasarkan hasil penelitian kondisi fleksibilitas keuangan mengalami peningkatan dari tahun 2008 sampai tahun 2012, hal ini dinilai dari jumlah perusahaan yang nilai *default rate*-nya berada dibawah rata-rata semakin mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, walaupun pada tahun 2011 sempat mengalami penurunan dengan jumlah yang sangat sedikit. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Gambar 9.

Investment grade (\geq BBB) dan DSCR dapat digunakan untuk menggambarkan kondisi kinerja perusahaan, sehingga jika semakin banyak perusahaan yang memiliki *investment grade* \geq BBB dan DSCR $> 1.2X$ maka akan menyebabkan peningkatan jumlah perusahaan yang memiliki nilai *default rate* $< 3.9\%$, seperti pada Gambar 18 dimana jumlah perusahaan yang *investment grade*-nya \geq BBB dan DSCR-nya $> 1.2X$ mengalami peningkatan maka jumlah perusahaan yang memiliki nilai *default rate* $< 3.9\%$ juga mengalami peningkatan selama periode tahun 2008-2012.



Gambar 9. Hubungan antara DSCR, DR, dan *Investment grad*

Adanya ketidak pastian merupakan salah satu alasan mengapa suatu perusahaan perlu memiliki fleksibilitas keuangan, pada penelitian ini ketidak pastian tersebut digambarkan dengan krisis. Pada Gambar 18 dapat dilihat bahwa krisis memiliki pengaruh, walaupun tidak signifikan, hal tersebut dapat disebabkan oleh sampel dari penelitian yang merupakan perusahaan-perusahaan yang sudah *mature*, sehingga dapat dikatakan perusahaan-perusahaan sampel cukup fleksibel secara keuangan untuk dalam menghadapi krisis global yang terjadi pada tahun 2008-2009. Berdasarkan hasil perhitungan data panel variabel yang berpengaruh secara signifikan ialah: *leverage ratio*, *free cash flow*, dan *cash holding*. Krisis dapat menyebabkan perusahaan mengalami kekurangan kas dalam menjalankan oprasionalnya, dalam mengatasi masalah ini beberapa langkah umum yang dapat dilakukan oleh perusahaan ialah melakukan pinjaman kepada kreditor untuk menutupi kebutuhan oprasionalnya.

Adanya kondisi ini menyebabkan peningkatan pada *leverage ratio*, yang mana berdasarkan analisis data panel *leverage ratio* akan berpengaruh positif terhadap *default rate*. Kondisi kekurangan arus kas ini terjadi karena pada tahun 2008-2009 Amerika Serikat mengalami krisis keuangan, sehingga terjadi penundaan pembayaran, sehingga dapat menyebabkan *free cash flow* menjadi negatif. *Free cash flow* memiliki pengaruh yang negatif terhadap *default rate*, sehingga ketika kondisinya menurun akan menyebabkan kenaikan pada *default rate*. Pernyataan mengenai adanya penundaan pembayaran pun terdapat pada penelitian yang dilakukan oleh Pranowo (2010) dimana dalam penelitian terdapat perusahaan-perusahaan yang kekurangan kas karena penundaan pembayaran, contohnya: PT Telkom, dan pada penelitian Pranowo (2010) pun solusi dari masalah ini ialah dengan melakukan pinjaman kepada kreditor. Hal ini mendukung hasil-hasil penelitian terdahulu yang sebagian besar mengatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk berhutang merupakan sumber utama dari fleksibilitas keuangan.

Cash holding memiliki pengaruh yang negatif terhadap *default rate*, sama halnya dengan *free cash flow* dimana ketika kondisinya menurun akan menyebabkan kenaikan pada *default rate*. *Cash holding* memiliki fungsi sebagai *buffer*, atau dengan kata lain

uang pegangan untuk berjaga-jaga, selain itu *cash holding* dapat digunakan untuk mengurangi jumlah pinjaman. Adanya kondisi ini dapat menyebabkan kreditor memandang risiko yang akan ditanggung lebih kecil, sehingga kreditor pun lebih memprioritaskan untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan yang melakukan *cash holding*, hal ini dapat menjadi penyebab mengapa *cash holding* berpengaruh secara signifikan terhadap fleksibilitas keuangan.

Variabel independen lainnya pada penelitian ini ialah *dividen payout ratio*, dan *cash flow adequacy*, berdasarkan hasil uji variabel-variabel ini juga memiliki pengaruh, akan tetapi tidak signifikan. Dividen merupakan salah satu pengeluaran perusahaan, oleh karenanya dalam kondisi perusahaan kekurangan kas, penundaan dividen dapat menjadi salah satu sumber fleksibilitas keuangan, akan tetapi dividen sifatnya kebijakan, sehingga hal ini akan tergantung dari budaya perusahaan, oleh karenanya sulit untuk dikatakan berpengaruh secara signifikan. *Cash flow adequacy* menggambarkan kinerja dari arus kas untuk dapat menutupi kebutuhan oprasionalnya, akan tetapi sifatnya belum bebas seperti *free cash flow*, hal ini menyebabkan nilai yang besar dari *cash flow adequacy* belum tentu dapat menjadi sumber fleksibilitas keuangan, sehingga pengaruhnya menjadi kurang signifikan.

Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi Fleksibilitas keuangan, maka dapat dirumuskan beberapa implikasi manajerial yang dapat dilakukan oleh emiten, regulator keuangan, dan investor.

Bagi regulator keuangan, sebaiknya regulator keuangan menetapkan sebuah kebijakan untuk membatasi jumlah utang bagi setiap emiten. Kebijakan untuk melakukan *cash holding* sudah di tetapkan pada perusahaan-perusahaan BUMN (pranowo 2010), dengan tujuan untuk menjaga kesehatan perusahaan, hasil dari penelitian ini juga menunjukkan bahwa *cash holding* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *default rate*, oleh karenanya ada baiknya jika regulator mewajibkan emiten-emiten dari pihak swasta untuk melakukan *cash holding*, guna untuk menjaga fleksibilitas keuangan emiten, hal ini pun

Bagi emiten, untuk menjaga fleksibilitas keuangan sebaiknya emiten melakukan sebuah penelitian untuk

mengetahui presentase *cash holding* optimal, meninjau kembali proporsi utang dengan mempertimbangkan perkiraan perekonomian global dimasa mendatang, dan meninjau kembali manajemen piutangnya untuk menghindari kekurangan modal dalam hal oprasional maupun investasi, dengan harapan emiten yang bersangkutan dapat selalu siap menghadapi krisis.

Bagi investor, dalam mengambil keputusan untuk investasi, investor sebaiknya menganalisis terlebih dahulu laporan keuangan perusahaan dan dapat memahami dan menginterpretasikan kebijakan-kebijakan yang dipilih oleh emiten, serta kemampuannya dalam menghadapi ketidak pastian. Sebaiknya investor mencermati pergerakan *free cash flow* dan *leverage ratio* emiten dan mengkolaborasikannya dengan investasi dan profitnya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan perhitungan *Synthetic Rating* secara rata-rata emiten-emiten yang menjadi sampel penelitian mengalami peningkatan kinerja dari tahun 2008 sampai dengan 2012, jika dilihat dari perhitungan *Debt Service Coverage Ratio* pun emiten-emiten tersebut juga dinilai mengalami peningkatan kinerja dari tahun 2009 sampai dengan 2012, sedangkan jika dilihat dari *default rate* maka sektor yang memiliki fleksibilitas keuangan paling tinggi ialah sektor pertambangan dengan rata-rata *default rate* 0.48%.

Berdasarkan perhitungan metode data panel faktor-faktor yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan secara signifikan pada tingkat kepercayaan 95% ialah: *Leverage Ratio*, *Free Cash Flow*, dan *Cash Holding*. Faktor-faktor lainnya memberikan pengaruh, tetapi tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap fleksibilitas keuangan.

Saran

Berdasarkan hasil analisis faktor yang memiliki pengaruh signifikan terhadap fleksibilitas keuangan ialah *free cash flow* dan *leverage ratio*, oleh karena itu saran untuk penelitian selanjutnya ialah: menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *free cash flow* serta karakteristiknya, mungkin sebagai contoh salah satunya ialah piutang. Untuk *leverage ratio* disarankan untuk meneliti komposisi utang yang

optimal, memperhitungkan, dan merencanakan kebutuhan atas fleksibiitas keuangan dimasa mendatang. Penelitian ini bersifat umum oleh karenanya ada baiknya bila ruang lingkupnya diperkecil dengan berfokus pada satu sub sektor saja.

DAFTAR RUJUKAN

- Acharya, V., Davydenko, S.A., Strebulaev, I.A. 2012. Cash holdings and credit risk. *Journal of Financial Studies, Society for Financial Studies*. 25(12):3572-3609.
- Arslan, O., Florackis, C., Ozkan, A. 2010. *Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance*. Working Paper. Hull University Business School.
- Bulan, L., Subramanian, N. 2008. A Closer Look at Dividend omissions: payout policy, invesment, and financial flexibility. *International Business School, Brandeis University*.
- Byoun, S. 2008. How and When do Firms Adjust their Capital Structures Toward Targets? *Journal of Finance*. 63(6):3069 - 3096.
- Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey (US): John Wiley & Sons, Inc.
- Daniel, N., Denis, D., Naveen, L. 2010. *Sources of ûnancial ûexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls*, Working Paper, Purdue University.
- Graham, J., Harvey, C. 2001. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from The Field. *Journal of Financial Economics*. 60(2):187-243.
- Gupta, S., Jain, P.K., Yadav, S.S. 2011. Generating Financial Flexibility and Financial Performance through Disinvestment: A Comparative Study of Disinvested and Non-Disinvested Public Sector Enterprises in India. *Global Journal of Flexible Systems Management*. 12(1):27-46.
- Hochmuth, D. 2010. Sources of Financial Flexibility and their Economic Significance Empirical Evidence from the Financial Crisis 2007-2009 [Tesis]. Aarhus (DK): Aarhus University.
- Kuo, H.C., Hu, J.L., Hsu, C.L. 2006. MNE Financial Flexibility and Operational Performance : Evidence from Taiwan. *Global Journal of Flexible Systems Management*. 7(3):1-15.
- Powell, G.E., Baker, H.K. 2010. Management views on corporate cash holding. *Journal of Applied Finance*. 2(1): 155-168.
- Pranowo, K. 2010. *Corporate Financial Distress Perusahaan Publik (Non Financial Companies) di Indonesia [Disertasi]*. Bogor (ID) : Institut Pertanian Bogor.
- Prihadi, T. 2010. *Analisis Laporan Keuangan Teori dan Aplikasi*. Jakarta (ID): PPM.

- Raz, A.F., Indra, T.P.K., Artikasih, D.K., Citra, S. 2012. *Krisis Keuangan Global dan Pertumbuhan Ekonomi: Analisa dari Perekonomian Asia Timur*. Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan. Jakarta(ID): Bank Indonesia.
- Sasongko, H. 2012. Analisis pengaruh aliran kas bebas positif dan negatif, dividen, dan leverage terhadap nilai pemegang saham studi kasus: perusahaan non keuangan yang terdaftar di bursa efek indonesia periode 2003-2012 [disertasi]. Bogor (ID): Institut Pertanian Bogor.
- Subekti. 2012. Cash holding perusahaan non keuangan di bursa efek indonesia tahun 2003-2010. [disertasi]. Bogor (ID): Institut Pertanian Bogor.