

## FREE CASH FLOW, KINERJA INTERNAL, DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Irma Sari Permata, Nana Nawasiah, Trisnani Indriati

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasila

E-mail: [sari.pemata11@univpancasila.ac.id](mailto:sari.pemata11@univpancasila.ac.id), [nawasiahnana@univpancasila.ac.id](mailto:nawasiahnana@univpancasila.ac.id),  
[trisnani.indriati@yahoo.com](mailto:trisnani.indriati@yahoo.com)

### Abstract

*The purpose of this study is to answer the phenomena that occur both theoretical phenomena and the empirical phenomenon of potential internal conflicts to the free cash flow of the company and its use for the benefit of increasing corporate value. Such internal conflicts require an appropriate settlement so as not to affect the company's failure. This study examines the role of dividend policy and ownership structure in moderating the relationship between free cash flow and firm value on manufacturing companies listed on BEI as many as 236 companies using random sampling method. Free cash flows, profitability, firm size have a significant effect on company value while company growth has no significant effect. Dividends and majority ownership and managerial moderate free cash flow against corporate value. The results of this study are expected to generate alternative solutions to free cash flow problems and increase the value of the company.*

Kata Kunci: *probabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, kebijakan dividen nilai perusahaan*

### PENDAHULUAN

Perusahaan di dalam menjalankan kegiatan operasionalnya akan dihadapkan pada permasalahan yang berkaitan dengan tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai korporasi. Adanya konflik kepentingan antara para pemegang saham dan manajer serta informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) menyebabkan munculnya biaya keagenan (*agency cost*) yang harus dikeluarkan perusahaan sehingga secara jangka panjang akan menurunkan performa keuangan perusahaan. Ketidaksamaan informasi ini menyebabkan terjadinya moral hazard dan *adverse selection* oleh manajemen. Manajemen beranggapan bahwa kontrak yang mereka lakukan dengan pihak perusahaan tidak berjalan sesuai harapan mereka.

Kondisi ini menimbulkan ketidaksamaan informasi antara manajer dan pemegang saham mengenai pemanfaatan aliran kas bebas sehingga berpotensi menyebabkan konflik kepentingan dan berdampak pada kinerja perusahaan. Upaya untuk menurunkan konflik antara *principal* dan agen adalah dengan adanya peran dari kebijakan dividen sebagai signaling dan struktur kepemilikan manajerial sebagai fungsi monitoring. Kedua peran dari kebijakan dan struktur kepemilikan manajerial ini diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

*Free Cash Flow* yang dimiliki perusahaan memiliki manfaat besar dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Manfaat tersebut antara lain untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan manajer dalam bentuk

pembagian dividen, sebagai sumber pendanaan internal melalui pembiayaan operasional perusahaan seperti pembelian kembali saham, pengambilalihan kepemilikan saham dan pemeliharaan asset perusahaan. Pada kenyataannya, perusahaan belum dapat memaksimalkan dana *free cash flow* karena adanya perbedaan ke-pentingan antara manajer dan pemegang saham. Teori keagenan menyebutkan bahwa perbedaan itu pada akhirnya menimbulkan permasalahan keagenan yaitu biaya keagenan. Biaya keagenan ini kemudian berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Farooque *et al.*, (2007) menyatakan bahwa permasalahan keagenan yang muncul akibat ketidaksamaan informasi memerlukan penyelesaian melalui mekanisme kerja internal. Penyelesaian permasalahan keagenan melalui kebijakan dividen dan bentuk kepemilikan masih menjadi fenomena yang menarik untuk diteliti. Fenomena tersebut berkaitan dengan struktur kepemilikan saham yang menentukan pengawasan terhadap aktifitas manajer dan dividen sebagai bentuk peningkatan nilai perusahaan.

Teori keagenan menganalisis paradigma-paradigma yang dominan dan berkaitan dengan permasalahan keagenan itu sendiri, yaitu: (1) hubungan keagenan; (2) permasalahan keagenan yang terjadi; (3) sudut pandang kontraktual antara para pemegang saham dengan manajer; (4) biaya keagenan, dan (5) mekanisme tata kelola yang baik dalam mengurangi biaya keagenan yang terjadi dalam perusahaan.

Dari sudut pandang model *asymmetric information*, konflik yang terjadi antara manajemen dengan pemegang saham adalah dikarenakan terjadinya *moral hazard* dan *adverse selection* oleh manajemen (Caers *et al.*, 2006). Manajemen beranggapan bahwa kontrak yang mereka lakukan dengan pihak perusahaan tidak berjalan dengan harapan mereka, sehingga mereka cenderung akan melakukan penyimpangan keuangan berkaitan dengan motivasi *self-seeking* (Al Najjar, 2008).

Teori aliran kas dengan pendekatan *investment decisions* menyebutkan bahwa aliran kas yang dimiliki perusahaan berhubungan dengan nilai perusahaan. Aliran kas positif perusahaan akan mencerminkan tingkat kinerja operasional perusahaan yang baik (Richardson, 2004). Dari sudut pandang peluang investasi tersebut, pemanfaatan sumber dana internal untuk keperluan investasi dapat memberikan dampak yang lebih baik daripada sumber dana eksternal karena hal ini akan mengurangi beban bunga yang harus dibayarkan.

Kelebihan aliran kas bebas mencerminkan prospek kinerja yang lebih baik dan pada gilirannya akan meningkatkan nilai pemegang saham *Free Cash Flow* masih perlu mendapat perhatian serius dari pihak perusahaan karena *free cash flow* dapat digunakan untuk menyampaikan informasi kepada pihak eksternal, meningkatkan nilai perusahaan dalam bentuk investasi baru, mengambil alih kembali saham dan membayar dividen kepada pemegang saham.

Di lain pihak, *Free Cash Flow* juga memiliki potensi permasalahan keagenan dimana para manajer melakukan pengeluaran-pengeluaran yang tidak bermanfaat dan mengurangi kekayaan pemegang saham. Aliran kas yang cukup tinggi memberikan peluang terjadinya penyalahgunaan dana dimana manajer melakukan investasi yang tidak menguntungkan dan memperburuk perilaku manajer dalam melakukan manajemen laba (Opera, 2008). Perbedaan ini menimbulkan interpretasi yang berbeda mengenai pentingnya penggunaan *free cash flow* dalam perusahaan, baik untuk kepentingan penyampaian informasi kepada pihak eksternal maupun untuk kepentingan para pemegang saham.

Nilai perusahaan (*value of the firm*) merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini. Meningkatnya nilai perusahaan

adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat.

## TUJUAN PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh dari arus kas bebas (*free cash flow*), profitabilitas, pertumbuhan Perusahaan, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, serta mengetahui peran kebijakan deviden, struktur kepemilikan manajerial, kepemilikan mayoritas dalam memoderasi hubungan antara *free cash flow* dan nilai perusahaan.

## METODE

Disain penelitian ini adalah studi pustaka dan jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian eksplanatori (*explanatory research*) yaitu penelitian yang bertujuan untuk menguji suatu teori atau hipotesis guna memperkuat atau bahkan menolak teori atau hipotesis hasil penelitian yang sudah ada.

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder yaitu data-data keuangan yang telah dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia (BEI), data-data Indonesian Capital Market Directories (ICMD) ataupun situs-situs dan *website* yang mendukung dalam perolehan data penelitian.

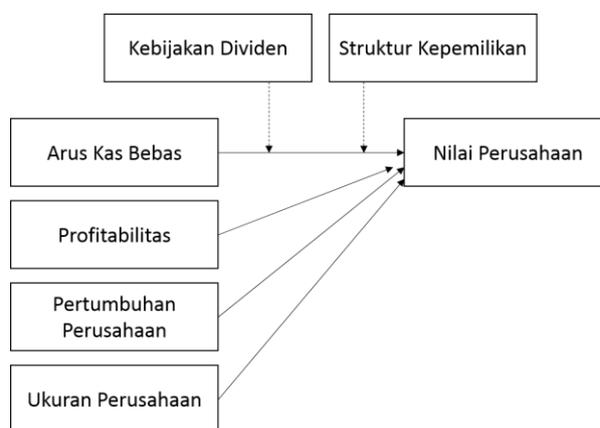
Teknik pengumpulan data adalah dengan cara *men-download* dari *website* terkait diantaranya dari BEI dan sumber lain yang memungkinkan untuk dapat mendukung penelitian ini. Data penelitian menggunakan *balance pooled* data (data panel) yang akan menghasilkan analisis data yang lebih baik, dimana nilai *standard error* koefisien independen akan semakin kecil sehingga tingkat penyimpangan akan semakin menurun (Driffield *et al.*, 2007).

Penelitian ini adalah menggunakan empat variabel bebas yaitu *free cash flow*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan

serta satu variabel terikat yaitu nilai perusahaan. Sedangkan deviden dan struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan mayoritas) akan digunakan sebagai variabel moderasi untuk melihat pengaruhnya terhadap hubungan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan model teoritikal dasar, kajian empiris mengenai mekanisme deviden dan struktur kepemilikan dan juga kajian penelitian-penelitian terdahulu maka berikut ini disajikan model penelitian empiris untuk mengetahui peran moderasi deviden dan struktur kepemilikan terhadap penyelesaian permasalahan aliran kas dan upaya peningkatan nilai perusahaan.



Gambar 1. Model/Kerangka Penelitian

Pertama dilakukan uji asumsi klasik, hal ini dimaksudkan agar hasil analisis regresi berganda tidak bias. Pengujian asumsi klasik ini meliputi uji normalitas residual, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik kemudian pengujian hipotesis.

Diperoleh nilai probabilitasnya adalah 0,200 dimana nilai probabilitas  $> 0,05$  maka keputusannya adalah  $H_0$  diterima. Dapat diambil kesimpulan bahwa data residual penelitian berdistribusi normal. Di samping itu, semua variabel bebas memiliki nilai *tolerance* di

atas 0,1 dan nilai VIF di bawah angka 10. Sehingga hal ini mengindikasikan dalam model regresi tidak terjadi multikolinearitas.

Nilai t hitung dari dependen variabel AbsRes<sup>2</sup>, seluruh variabel independen memiliki nilai t hitung lebih kecil dari t tabel (1,97), dengan demikian terhindar dari heteroskedastisitas.

Hasil dari uji *Durbin Watson* (D-W) sebesar 1,903 dalam perhitungan tabel k (variabel bebas) = 4 dan n (jumlah data) = 236, tabel signifikan 0,05 menghasilkan nilai batas luar (dL) sebesar 1,728 dan batas dalam (dU) sebesar 1,810. Nilai DW sebesar 1,903 maka ini berarti  $dU < d < 4-dU$  yaitu  $1,810 < 1,903 < 2,097$ . Oleh karena itu, berdasarkan uji *Durbin Watson* (D-W) tidak ada autokorelasi baik positif maupun negatif.

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang digunakan dan dimasukkan ke dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Dalam hal ini untuk mengetahui apakah variabel bebas berpengaruh secara signifikan atau tidak terhadap variabel terikat.

Tabel 1. Hasil Uji Regresi

Variabel	Koefisien	Uji t	Sig	VIF
Konstanta	40645,270	7,239	,000	-
RETA	,111	2,213	,026	1,039
ROA	,016	3,178	,011	1,033
PERTAS	,095	,719	,473	1,024
SIZE	-,565	-3,212	,020	1,042
Uji Normalitas	0,200			
Uji F	0,001			
<i>AdjustedR</i> <sup>2</sup>	0,160			
Nilai DW	1,903			

Sumber: data diolah, 2017

Pada penelitian ini dilakukan 4 tahap dalam uji anova atau uji F yaitu; (1) menguji semua variabel bebas yang terdiri dari arus kas bebas, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, (2) menguji semua variabel bebas yang terdiri

dari arus kas bebas dengan dimoderasi oleh kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, (3) menguji semua variabel bebas yang terdiri dari arus kas bebas dengan dimoderasi oleh kepemilikan mayoritas, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan, (4) menguji semua variabel bebas yang terdiri dari arus kas bebas dengan dimoderasi oleh kepemilikan manajerial, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Nilai signifikansi yang dihasilkan  $0,001 < 0,050$  maka tolak H<sub>0</sub>. Dari pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa variabel bebas Arus Kas Bebas (X<sub>1</sub>), Profitabilitas (X<sub>2</sub>), Pertumbuhan Perusahaan (X<sub>3</sub>), Ukuran Perusahaan (X<sub>4</sub>) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat Nilai Perusahaan (Y).

Nilai signifikansi yang dihasilkan  $0,001 < 0,050$  maka tolak H<sub>0</sub>. Dari pengujian tersebut dapat disimpulkan secara simultan variabel RETA\*DPR, ROA, PERTA dan SIZE berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

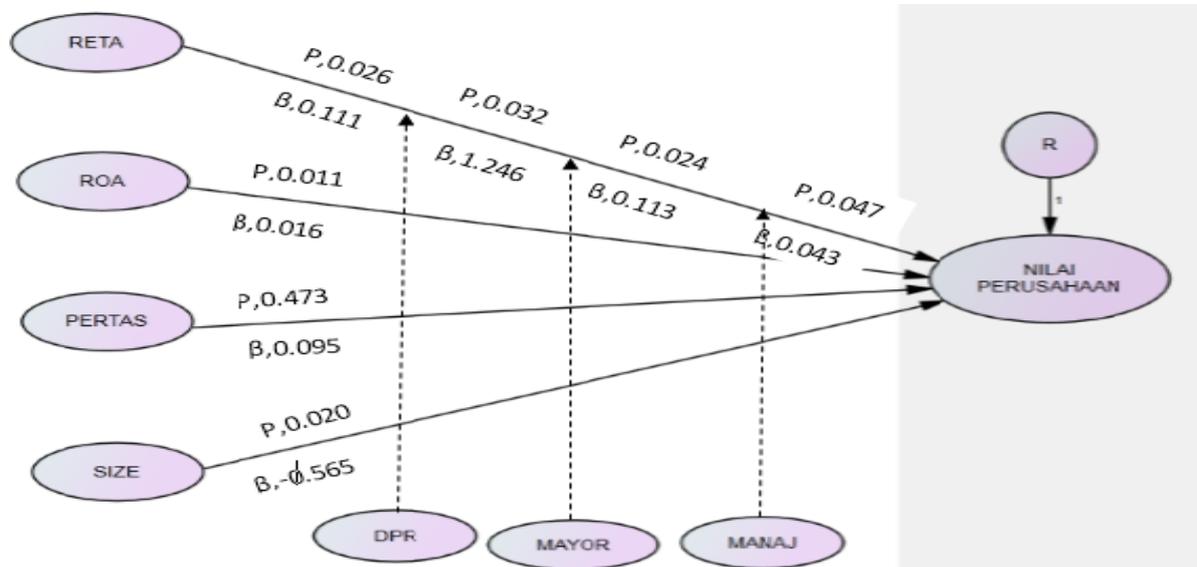
Nilai signifikansi yang dihasilkan  $0,001 < 0,050$  maka tolak H<sub>0</sub>. Dari pengujian tersebut dapat disimpulkan secara simultan variabel RETA\*MYOR, ROA, PERTA dan SIZE berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Nilai signifikansi yang dihasilkan  $0,008 < 0,050$  maka tolak H<sub>0</sub>. Dari pengujian tersebut dapat disimpulkan secara simultan variabel RETA\*MNJ, ROA, PERTA dan SIZE berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

*Free Cash Flow* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, demikian pula halnya dengan profitabilitas dan ukuran perusahaan. Hanya pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Free Cash Flow* yang dimoderasi oleh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan berpengaruh signifikan terhadap

Apabila *Free Cash Flow*, profitabilita, pertumbuhan dan ukuran perusahaan dianggap konstan atau nol maka besarnya nilai



nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan Demikian pula ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

perusahaan adalah 40645,270. Setiap kenaikan sebesar satu satuan *Free Cash Flow* maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,111 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan profitabilitas maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,016 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan pertumbuhan perusahaan maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,095 satuan. Dan Setiap kenaikan sebesar satu satuan ukuran perusahaan maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,565 satuan.

Pengaruh *Free Cash Flow* yang dimoderasi oleh kepemilikan mayoritas terhadap nilai perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan Demikian pula ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Apabila *Free Cash Flow*, profitabilita, pertumbuhan dan ukuran perusahaan dianggap konstan atau nol maka besarnya nilai perusahaan adalah 4120,638. Setiap kenaikan sebesar satu satuan *Free Cash Flow* yang dimoderasi oleh kebijakan dividen maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 1,246 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan profitabilitas maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,029 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan pertumbuhan perusahaan maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,082 satuan. Dan Setiap kenaikan sebesar satu satuan ukuran perusahaan maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,629 satuan.

Pengaruh *Free Cash Flow* yang dimoderasi oleh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan Demikian pula ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil uji t pada model 1, 2 3 dan 4 hanya variabel pertumbuhan perusahaan yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan peran dividen, kepemilikan mayoritas dan kepemilikan manajerial signifikan di dalam memoderasi hubungan antara arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Yang paling berperan diantara ketiganya adalah kepemilikan mayoritas.

Apabila *Free Cash Flow*, profitabilitas, pertumbuhan dan ukuran perusahaan dianggap konstan atau nol maka besarnya nilai perusahaan adalah 4062,718. Setiap kenaikan sebesar satu satuan *Free Cash Flow* yang dimoderasi oleh kepemilikan mayoritas maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,113 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan profitabilitas maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,018 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan pertumbuhan perusahaan maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,095 satuan. Dan Setiap kenaikan sebesar satu satuan ukuran perusahaan maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,564 satuan.

Apabila *Free Cash Flow*, profitabilita, pertumbuhan dan ukuran perusahaan dianggap konstan atau nol maka besarnya nilai perusahaan adalah 4063,004. Setiap kenaikan sebesar satu satuan *Free Cash Flow* yang dimoderasi oleh kepemilikan manajerial maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,043 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan profitabilitas maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,006 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan pertumbuhan perusahaan maka akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,103 satuan. Dan Setiap kenaikan sebesar satu satuan ukuran perusahaan maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,624 satuan.

## KESIMPULAN

*Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena *Free Cash Flow* menggunakan rasio LDT/TA dimana LDT (Laba ditahan) digunakan untuk biaya operasional dan modal kerja dibandingkan dengan total aset (TA) dengan tujuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Sedangkan Nilai Perusahaan tergambar dari kinerja pasar dan kinerja perusahaan. Kinerja pasar (dilihat dari harga saham dan jumlah saham yang beredar/kapitalisasi pasar) dan kinerja keuangan.

Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan-perusahaan manufaktur, demikian juga dengan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Tetapi pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan-perusahaan manufaktur.

Kebijakan dividen memoderasi hubungan antara arus kas bebas dengan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur, karena dengan adanya kebijakan dividen manajer dapat menghilangkan ketidaksamaan informasi melalui mekanisme kerja internal.

Kepemilikan mayoritas memoderasi hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur, artinya *Free cash flow* dapat digunakan untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan yang mempunyai positif *net present value*.

Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur, karena *Free cash flow* dapat digunakan untuk menambah investasi pemilik dalam perusahaan dalam bentuk laba yang ditahan dapat meningkatkan nilai perusahaan yang dimoderasi oleh kepemilikan manajerial.

Implikasi hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan ilmu maupun bagi para praktisi. Secara teoritis penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi ilmu manajemen keuangan dan pasar modal, khususnya terkait struktur kepemilikan dan nilai perusahaan di Indonesia, Teori *agency*, melalui penjelasan secara empiris mengenai peran manajemen dan pemerintah dalam hubungan antara *free cash flow* terhadap nilai perusahaan untuk mengurangi *agency cost*. Dan secara praktis penelitian ini diharapkan dapat dijadikan referensi bagi berbagai pihak mengenai *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dan struktur kepemilikan dan kebijakan dividen sebagai pemoderasi.

Diharapkan untuk riset mendatang memperluas unit analisis terhadap nilai

perusahaan selain manufaktur di Indonesia, agar supaya dapat digeneralisis tentang *free cash flow*, terhadap nilai perusahaan dan struktur kepemilikan dan kebijakan dividen. Sebaiknya untuk riset mendatang juga menambah variabel bebas seperti tingkat suku bunga dan variabel pemoderasi seperti; liquiditas keuangan dan lain-lain.

Zeitun, R., Tian, G. And Keen, S., 2007, Default Probability for The Jordanian Companies: A Test of Cash Flow Theory, *International Research Journal of Financial and Economics*, issue 8, pp. 147-162

## DAFTAR PUSTAKA

- Al-Najjar, 2008, *Dividend Behavior and Smoothing; New Evidence from Jordanian Panel Data*, Working Paper.
- Caers, R., Du Bois, C., Jegers, M., De Gieter, S. Schepers, C., Pepermans, R., 2006, Principal -Agent Relationships on the Stewards hip-Agency Axis, *Non-Profit Management & Leadership*, Vol. 17, No.1, pp.25-47.
- Driffield, Nigel et al., 2007. *How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia*, United Kingdom: Blackwell Publishing Ltd.
- Farooque O.A., Van Zijl T., Dunstan K., Karim A.K.M.W., 2007, Ownership Structure and Corporate Perfoemance: Evidence from Bangladesh, *Asia-Pasific Journal of Accounting & Economics*, Vol.14, pp. 127-150.
- Opera, R., 2008, Free Cash Flow and Takeover Threats: An Experimental Study, *Southern Economic Journal*, Vol. 75, No. 2, pp. 351-366.
- Richardson,S., 2004, Over-Investment of Free Cash Flow, Working Paper, University of Pennsylvania.
- Yudianti, N., 2003, *The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to The Relationship Between Free Cash Flow and Shareholder Value*, Disertasi, Sanata Dharma University, Indonesia.