

PENGARUH *CASH FLOW* PADA KINERJA KEUANGAN DAN IMPLIKASINYA PADA NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Ni Wayan Lady Andini¹
Ni Gusti Putu Wirawati²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia
e-mail: ladyandini@yahoo.com / *telp* : +62 85 935 237 812

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia

ABSTRAK

Maksimalisasi nilai perusahaan dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham serta meningkatkan kinerja merupakan tujuan dan kewajiban dari perusahaan. Namun dalam usaha pencapaiannya, tidak terlepas dari permasalahan, yang salah satunya dipicu oleh penggunaan *cash flow*. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah pengaruh *cash flow* (*free cash flow*) terhadap nilai perusahaan (PBV) dimediasi oleh kinerja keuangan (ROA). Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia periode 2011 hingga 2012 dengan memilih jenis industri manufaktur. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis jalur. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: 1) *Cash flow* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan (ROA). 2) *Cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (PBV). 3) Kinerja keuangan (ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (PBV). 4) Kinerja keuangan (ROA) tidak memediasi pengaruh antara *cash flow* dengan nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan kontribusi pengaruh langsung yang lebih besar dibandingkan dengan pengaruh tidak langsungnya.

Kata kunci: *cash flow, kinerja keuangan, nilai perusahaan*

ABSTRACT

Maximizing the value of the company to increasing shareholder wealth as well as increasing performance are the goals and obligations of the company. But in the process of that achievement, there are some problems, which one is caused by the use of cash flow. This study aims to determine whether the effect of cash flow (*free cash flow*) on firm value (PBV) mediated by financial performance (ROA). The research was conducted at the Indonesian Stock Exchange for 2011 and 2012 by selecting the type of manufacturing industry. The analysis technique used is the path analysis. The results showed that: 1) Cash flow has negative effect on financial performance (ROA). 2) Cash flow has positive effect on firm value (PBV). 3) The financial performance (ROA) has a positive effect on firm value (PBV). 4) Financial performance (ROA) does not mediate the effect of cash flow to firm value. This is shown by the contribution of the direct effect is greater than the indirect effect.

Keywords : *cash flow, financial performance, firm value*

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan tidak lagi berorientasi pada pemaksimalan *profit* semata, melainkan lebih pada pemaksimalan kemakmuran para pemegang sahamnya, melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Tujuan perusahaan dalam mengoptimalkan nilai perusahaan tersebut dapat dicapai dengan melaksanakan fungsi dari manajemen keuangan (Fama dan French, 1998). Nilai perusahaan merupakan bersedianya calon pembeli untuk membayar

harga saham apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan dan Pudjiastuti, 2002). Calon pembeli yang dimaksud adalah pemegang saham atau investor. Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007), nilai perusahaan mencerminkan pandangan investor terhadap suatu tingkat keberhasilan perusahaan di mana sering dikaitkan dengan harga saham, sehingga apabila harga saham tinggi, maka nilai perusahaan dapat menjadi tinggi pula. Berkaitan dengan hal tersebut, pemegang saham akan melakukan berbagai analisis untuk mengetahui bagaimana nilai perusahaan sebelum ia memutuskan untuk membelinya.

Aji dan Mita (2010) menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat didefinisikan melalui *Price to Book Value Ratio* (PBV) yang dihasilkan dari rasio antara nilai pasar ekuitas perusahaan terhadap nilai buku ekuitas perusahaan. Nilai perusahaan dapat diindikasikan dengan menggunakan *Price Book Value* (PBV) Hardiyanti (2012). *Price to book value* merupakan hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham. Semakin besar rasio PBV suatu perusahaan, maka para investor semakin tinggi menilai perusahaan tersebut. Perusahaan yang mampu menjalankan usahanya dengan baik, pada umumnya memiliki rasio PBV mencapai di atas satu yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar daripada nilai bukunya (Hidayati, 2010).

Untuk meningkatkan nilainya, perusahaan tentu harus dapat meningkatkan kinerjanya terlebih dahulu, sehingga para pemegang saham menunjuk manajer untuk mengelola perusahaan. Adanya pemisahan pengendalian dalam perusahaan dapat memunculkan hubungan keagenan, di mana manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik akan meningkatkan pula nilai perusahaan tersebut (Suharli, 2006). Kinerja merupakan suatu gambaran mengenai tingkat pencapaian suatu kegiatan yang telah dilaksanakan perusahaan dalam mewujudkan tujuan, sasaran, visi serta misi yang telah ditetapkan terlebih dahulu dalam *strategic planning*. Kinerja perusahaan dapat diukur menggunakan rasio-rasio

keuangan. Kinerja keuangan merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan seorang investor dalam membeli saham. Berdasarkan hasil penelitian oleh Fang *et al.* (2008) di Amerika Serikat, kinerja suatu perusahaan yang baik akan menunjukkan nilai perusahaan yang tinggi, sehingga dapat menjadi daya tarik bagi investor untuk melakukan investasi.

Penelitian ini menggunakan salah satu rasio profitabilitas, yaitu ROA sebagai indikator kinerja keuangan, karena variabel ini menunjukkan pengukuran kinerja yang lebih baik dalam beberapa penelitian sebelumnya (Dodd and Chen, 1996). *Return On Assets* (ROA) sebagai proksi dari kinerja keuangan. Menurut Tandelin (2001:40), *Return On Assets* menggambarkan seberapa besar kemampuan aset-aset yang dimiliki perusahaan dapat menghasilkan laba. Penelitian yang dilakukan oleh Ulupui (2009) menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham, sehingga ROA merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian oleh Susanto dan Ekawati (2006) menyatakan bahwa laba berhubungan positif dengan nilai pasar ekuitas. Hal tersebut menunjukkan bahwa harga saham perusahaan ditentukan oleh laba yang dihasilkan perusahaan. Penelitian-penelitian lain yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996), Syahib (2000), serta Uchida (2006) menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga dan return saham maupun nilai perusahaan.

Keinginan pemegang saham untuk meningkatkan kinerja perusahaan, mendorongnya untuk menunjuk agen (manajer) dalam mengelola perusahaan. Manajer yang ditunjuk oleh pemegang saham diharapkan dapat bertindak yang terbaik bagi pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai (Listyani, 2003). Adanya penyerahan tanggungjawab serta kekuasaan dari pemegang saham kepada pihak manajer, memunculkan masalah-masalah keagenan terkait perbedaan kepentingan antara pemegang saham atau *principal* dengan agennya (manajer). Perbedaan kepentingan tersebut salah satunya terkait dengan *cash flow* yang terdapat di dalam

perusahaan. Menurut Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 2 Paragraf 05 (IAI, 2007), arus kas atau *cash flow* didefinisikan sebagai arus masuk dan arus keluar kas atau setara kas. *Cash flow* atau laporan arus kas mengklasifikasikan transaksi ke dalam tiga kegiatan, yaitu operasi, pembiayaan, serta investasi. Permasalahan *cash flow* ditunjukkan oleh penggunaan *free cash flow*. Pemegang saham menginginkan agar *free cash flow* dibagikan sebagai dividen, sedangkan manajer menginginkan agar *free cash flow* digunakan untuk investasi yang nantinya dapat menguntungkan pihak manajer.

Brigham dan Houston (2006) mendefinisikan *free cash flow* sebagai arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menginvestasikan dananya pada aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan operasi perusahaan. Apabila suatu perusahaan memiliki arus kas bebas yang berlebih, maka perusahaan tersebut cenderung memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang rendah (Jensen, 1986).

Free cash flow yang terdapat pada perusahaan tentu akan mempengaruhi kinerja perusahaan tersebut. Arus kas bebas atau *free cash flow* dapat diartikan sebagai adanya dana yang berlebih, yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Arieska dan Gunawan, 2011). Penelitian Minton dan Schrand (1999) menyatakan *cash flow* berpengaruh negatif terhadap investasi perusahaan. Hal ini dikarenakan *cash flow* yang terdapat dalam perusahaan sebagian besar digunakan untuk membiayai riset dan pengembangan, serta biaya iklan, sedangkan untuk investasi memiliki porsi yang kecil. Jensen (1986) berpendapat bahwa terlalu banyak *free cash flow* akan mengakibatkan ketidakcukupan internal dan pemborosan sumber daya perusahaan, sehingga mengarah kebiaya agensi sebagai beban dari pemegang saham. Chung, *et al.* (2005) juga menemukan bahwa *free cash flow* yang berlebihan memiliki

dampak negatif pada profitabilitas perusahaan dan valuasi saham dan dengan demikian menyarankan harus adanya pengawasan kepemilikan institusional.

Namun, menurut penelitian yang dilakukan Wang (2010) pada perusahaan *go public* di Taiwan, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Artinya, semakin tinggi *free cash flow* yang terdapat pada perusahaan, maka kinerja perusahaan akan semakin baik. Penelitian lain yang dilakukan Gregory dan Wang (2010) di Inggris menemukan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi menghasilkan *return* yang lebih baik daripada perusahaan dengan *free cash flow* rendah. *Free cash flow* yang tinggi pada perusahaan hanya dapat menjadi masalah ketika perusahaan memiliki sedikit kesempatan investasi. Kondisi seperti itu akan membuat manajer tergoda untuk menggunakan *free cash flow* yang tidak menguntungkan perusahaan (Jensen, 1988). Studi yang dilakukan oleh Szewczyk *et al.* (1996), Changet *et al.* (2007), serta Wang (2010), menemukan bukti empiris untuk mendukung teori kesempatan investasi bahwa investor akan mendukung perusahaan yang memiliki substansial *free cash flow* dan kesempatan investasi yang menguntungkan di dalam valuasi saham.

Penelitian mengenai *free cash flow* juga dilakukan oleh Dharmastuti dan Wirjolukito (2004) yang menguji apakah harga saham dari suatu perusahaan, baik perusahaan besar maupun perusahaan kecil, dipengaruhi oleh arus kas. Dari penelitian tersebut, didapatkan hasil bahwa arus kas mempengaruhi harga saham secara negatif. Vogt dan Vu (2000) meneliti mengenai dampak besarnya tingkat *free cash flow* terhadap kinerja pasar jangka panjang perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang paling tinggi akan memiliki *return* yang lebih besar daripada perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah.

Berdasarkan pemaparan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut.

H₁ : *Cash flow* berpengaruh pada kinerja keuangan.

H₂ : *Cash flow* berpengaruh pada nilai perusahaan.

H₃ : Kinerja keuangan berpengaruh pada nilai perusahaan.

H₄ : Kinerja keuangan memediasi pengaruh *cash flow* pada nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan manufaktur untuk menghindari terjadinya efek industri. Jumlah populasi sebanyak 146 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian dipilih pada dua tahun terakhir yaitu tahun 2011 sampai 2012 sehingga mendapatkan data terkini perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selain itu, pemilihan periode tersebut dikarenakan sejak tahun 2011 sektor manufaktur Indonesia mulai bangkit, terlihat dari aktivitas ekspor dan kontribusinya dalam pertumbuhan ekonomi yang terus meningkat (www.anneahira.com). Sedangkan sampel penelitian ini adalah 67 perusahaan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Untuk jenis data yang digunakan yaitu data kuantitatif dan sumber datanya berupa data sekunder. Metode pengumpulan data yang dilakukan adalah *observasi non partisipandengan* pengumpulan informasi melalui situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Terdapat tiga variabel di dalam penelitian ini, yaitu variabel terikat (Y) yaitu nilai perusahaan, variabel bebas (X) yaitu *cash flow*, dan variabel *intervening* (M) yaitu kinerja keuangan. Variabel nilai perusahaan diproksikan dengan *price to book value* (PBV) yang merupakan perbandingan dari harga pasar saham dengan nilai bukunya. *Cash flow* diproksikan dengan *free cash flow* yang merupakan perhitungan dari arus kas operasi dikurangi pengeluaran modal, dikurangi modal kerja bersih perusahaan. Kinerja keuangan diproksikan dengan *Return on Total Assets* (ROA) yang dapat dicari dengan membandingkan laba komprehensif dengan total aset perusahaan kemudian dikalikan seratus persen.

Pada penelitian ini digunakan teknik analisis data berupa analisis jalur (*path analysis*) yang merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda. Persamaan substruktur 1 dan substruktur 2 adalah sebagai berikut.

$$M = p_2X + e_1 \dots\dots\dots(1)$$

$$Y = p_1X + p_3M + e_2 \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan :

X : *Free Cash Flow*

M : Kinerja Keuangan

Y : Nilai Perusahaan

p : Koefisien regresi *standarized*

e : *Error of term* atau variabel pengganggu

Pada analisis jalur terdapat tiga jenis koefisien, yaitu koefisien pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung dan pengaruh total.

Pengaruh langsung *free cash flow* ke nilai perusahaan = p₁

Pengaruh tidak langsung *free cash flow*

ke kinerja keuangan ke nilai perusahaan = p₂ x p₃

Pengaruh total (korelasi *free cash flow* ke nilai perusahaan) = $\frac{p_1 + (p_2 \times p_3)}{1}$

Untuk memastikan agar hasil prediksi analisis regresi tidak bias serta tidak melanggar asumsi-asumsi metode kuadrat terkecil yaitu BLUE (Best, Linear, Unbias Estimator), maka uji asumsi klasik perlu dilakukan di mana meliputi uji multikolinearitas, autokorelasi, dan heterokedastisitas, serta terdapat pula teknik analisis data berupa pengujian hipotesis (uji t). Persyaratan dari uji multikolinearitas adalah model regresi harus memiliki nilai VIF diatas 10 atau nilai tolerance di atas 0,10. Model regresi yang dinyatakan lolos uji autokorelasi apabila nilai Durbin Watson (DW) lebih besar dari du dan lebih kecil dari 4-du. Model regresi dapat terhindar dari gejala heteroskedastisitas jika sig. t masing-masing variabel bebas lebih besar dari 0,05.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011 hingga 2012 adalah sebanyak 146 perusahaan. Sebanyak 5 perusahaan tidak *listing* di BEI periode 2011-2012 secara berturut-turut, 40 perusahaan tidak mempublikasikan laporan keuangan dan *annual report* secara berturut-turut tahun 2011 sampai 2012 di *website* BEI, 15 perusahaan melakukan *merger* atau akuisisi selama periode penelitian, dan 19 perusahaan menggunakan mata uang asing di dalam laporan keuangannya, sehingga perusahaan tersebut tidak sesuai dengan kriteria penentuan sampel. Perusahaan yang terpilih untuk dijadikan sampel yaitu sebanyak 67, dengan total pengamatan sebanyak 134 perusahaan (jumlah perusahaan terseleksi x 2 tahun periode pengamatan).

Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif, variabel nilai perusahaan (NP) yang diproksikan dengan PBV memiliki nilai minimum sebesar -52,14 dan nilai maksimum sebesar 47,27. Rata-rata variabel nilai perusahaan adalah 2,2327 dengan standar deviasi sebesar 7,39848. Pada variabel kinerja keuangan (KK) yang diproksikan dengan ROA memiliki nilai minimum sebesar -14,10 dan nilai maksimum sebesar 41,65. Rata-rata variabel ini adalah 7,9369 dengan standar deviasi sebesar 7,40224. Variabel *cash flow* yang diproksikan dengan *free cash flow* memiliki nilai terkecil (Minimum) sebesar Rp -842.753.167.677,00 dan nilai terbesar (Maximum) adalah Rp 749.265.000.000,00. Rata-rata *free cash flow* perusahaan dari 134 jumlah pengamatan adalah Rp -229.246.477.952,15 dengan standar deviasi Rp 297.294.798.889,74.

Pada penelitian ini dilakukan dua kali regresi. Untuk uji asumsi klasik, model regresi substruktur 1 tidak dilakukan uji multikolinearitas karena hanya terdiri dari 1 variabel bebas, sedangkan untuk regresi substruktur 2, nilai tolerance yang didapat dari analisis sebesar 0,919 dan nilai VIF sebesar 1,088. Tidak ada variabel independen yang memiliki koefisien tolerance

lebih kecil dari 0,10, dan VIF lebih besar dari 10, sehingga tidak terdapat gejala multikolinear.

Nilai Durbin-Watson regresi substruktur 1 sebesar 2,100 lebih besar dari (d_U) 1,7329 dan kurang dari $4 - 1,7329$ ($4 - d_U$). Untuk regresi substruktur 2, nilai Durbin-Watson adalah 1,885 lebih besar dari (d_U) 1,7482 dan kurang dari $4 - 1,7482$ ($4 - d_U$). Sehingga dapat disimpulkan kedua model regresi tersebut tidak mengandung gejala autokorelasi. Pada uji heteroskedastisitas regresi substruktur 1, sig.t *free cash flow* sebesar 0,293. Untuk regresi substruktur 2, sig.t *free cash flow* sebesar 0,743 dan kinerja keuangan sebesar 0,371. Hasil uji asumsi klasik yang dilakukan menunjukkan bahwa data penelitian ini bebas dari gejala multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Oleh karena itu, data penelitian ini dapat dilanjutkan untuk diolah dengan analisis jalur.

Berdasarkan hasil analisis jalur, persamaan struktural substruktur 1 adalah sebagai berikut.

$$M = -0,284 X + e_1 \dots \dots \dots (3)$$

Dari persamaan substruktur 1, dapat diketahui nilai koefisien jalur *cash flow* negatif sebesar -0.284, yang memiliki arti jika *cash flow* meningkat sebesar satu rupiah, maka kinerja keuangan akan menurun sebesar 0.284 persen atau sebaliknya. Hasil analisis jalur menjadikan persamaan struktural substruktur 2 sebagai berikut.

$$Y = 0,191 X + 0,186 M + e_2 \dots \dots \dots (4)$$

Berdasarkan persamaan substruktur 2, dapat diketahui nilai koefisien jalur *cash flow* sebesar 0,191, di mana memiliki arti jika *cash flow* meningkat sebesar satu rupiah, maka nilai perusahaan juga meningkat sebesar 0,191 kali atau sebaliknya. Koefisien jalur kinerja keuangan sebesar 0,186 memiliki arti jika kinerja keuangan meningkat sebesar satu persen, maka nilai perusahaan meningkat pula sebesar 0,186 kali atau sebaliknya.

Perhitungan pengaruh antar variabel (pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung, dan pengaruh total) dirangkum sebagai berikut.

Tabel 1.
Pengaruh antar Variabel

Pengaruh Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung (melalui Kinerja Keuangan) (p2 x p3)	Pengaruh Total (p1 + (p2 xp3))
CF → NP	p1 = 0,191	-0,05282	0,13818
CF → KK	p2 = -0,284	-	-0,284
KK → NP	p3 = 0,186	-	0,186

Sumber : Data sekunder diolah, 2013

Berdasarkan Tabel 1, besarnya pengaruh langsung *cash flow* (CF) ke nilai perusahaan (NP) yaitu 0,191 dan besar pengaruh tidak langsungnya melalui kinerja keuangan (KK) adalah -0,05282.

Hipotesis pertama menyatakan bahwa *cash flow* memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan. Dari hasil analisis, didapatkan perbandingan nilai sig. t dengan sig. 0,05 sebesar $0,001 < 0,05$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Koefisien jalur variabel *cash flow* (X) yang diprosikan oleh *free cash flow* terhadap kinerja keuangan (M) yang diprosikan oleh ROA adalah signifikan sebesar -0,284. Tanda negatif pada koefisien jalur memiliki arti bahwa semakin besar *cash flow* yang terdapat pada perusahaan, maka kinerja keuangan perusahaan akan semakin menurun, demikian juga sebaliknya. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Chung, *et al.* (2005), dengan hasil penelitian bahwa *free cash flow* yang berlebihan memiliki dampak negatif pada profitabilitas perusahaan dan valuasi saham. Selain itu, pada penelitian sebelumnya, Jensen (1986) berpendapat bahwa terlalu banyak *free cash flow* akan mengakibatkan ketidakcukupan internal dan pemborosan sumber daya perusahaan, sehingga mengarah ke biaya agensi sebagai beban dari pemegang saham.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa *cash flow* memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis, didapatkan perbandingan nilai sig. t dengan sig. 0,05 sebesar $0,034 < 0,05$, maka H_0 ditolak dan H_2 diterima. Koefisien jalur variabel *cash flow* (X)

yang diproksikan oleh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan (Y) yang diproksikan dengan *price to book value* (PBV) adalah signifikan sebesar 0,191. Berdasarkan koefisien jalur yang bertanda positif, maka dapat diartikan bahwa semakin besar *cash flow* yang terdapat dalam suatu perusahaan, maka semakin tinggi nilai perusahaan, demikian juga sebaliknya. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Vogt dan Vu (2000), di mana perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang paling tinggi akan memiliki *return* yang lebih besar daripada perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah. Selain itu, *free cash flow* harus dibayarkan kepada pemegang saham jika perusahaan ingin memaksimalkan nilainya. Crutchley dan Hansen (1989) melalui penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan dapat mendistribusikan *free cash flow* kepada para pemegang saham dengan melakukan pembayaran dividen untuk menghindari penyalahgunaan *free cash flow* tersebut. Tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau menghilangkan risiko perusahaan (Jensen, 1986).

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa kinerja keuangan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Dari hasil analisis, didapatkan perbandingan nilai sig. t dengan sig. 0,05 sebesar $0,038 < 0,05$, maka H_0 ditolak dan H_3 diterima. Koefisien jalur variabel kinerja keuangan (M) terhadap nilai perusahaan (Y) adalah signifikan sebesar 0,186. Tanda positif pada koefisien jalur mengartikan bahwa semakin tinggi kinerja keuangansuatu perusahaan, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan tersebut, demikian juga sebaliknya. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2006), di mana perusahaan yang memiliki kinerja yang baik akan meningkatkan pula nilai perusahaan tersebut. Demikian juga penelitian yang dilakukan Uchida (2006), menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis keempat menyatakan bahwa kinerja keuangan memiliki hubungan dalam memediasi pengaruh antara *cash flow* terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil

perhitungan, didapatkan nilai koefisien pengaruh tidak langsung sebesar $-0,05282$, yang dihitung dari $-0,284 \times 0,186$, sedangkan nilai koefisien jalur pengaruh langsung, yaitu sebesar $0,191$. Hal ini mengakibatkan pengaruh langsung akan memberikan efek yang lebih besar ($p1 > p2 \times p3$), sehingga kinerja keuangan tidak memediasi pengaruh antara *cash flow* terhadap nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian yang telah diuraikan, maka dapat disimpulkan bahwa *cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, *cash flow* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, kinerja keuangan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, serta pengaruh *cash flow* terhadap nilai perusahaan tidak dimediasi oleh kinerja keuangan.

Adapun beberapa saran yang dapat diberikan bagi pihak-pihak yang terkait, meliputi pihak perusahaan, pemegang saham, dan peneliti selanjutnya. Pihak perusahaan sebaiknya memperkecil tingkat ketersediaan *free cash flow* yang terdapat di dalam perusahaan itu sendiri dengan menggunakan kebijakan hutang serta membagikannya sebagai dividen kepada pemegang saham, sehingga dapat menghindarkan tindakan manajer dalam menggunakan *free cash flow* secara konsumtif yang dapat merugikan perusahaan. Untuk pihak pemegang saham, *free cash flow* dapat dijadikan salah satu indikator dalam menilai perusahaan. Selain itu, pemegang saham juga perlu mempertimbangkan pengawasan terkait dengan penggunaan *free cash flow* oleh manajer dengan memperhatikan kebijakan hutang dari perusahaan. Disarankan bagi peneliti selanjutnya untuk menambahkan variabel lain, seperti kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam diagram jalur penelitian, karena penelitian ini hanya terdiri dari tiga variabel, yaitu masing-masing terdiri dari satu variabel independen, satu variabel *intervening*, dan satu variabel dependen.

REFERENSI

- Aji, Dhamar Yudho dan Aria Farah Mita. 2010. Pengaruh Profitabilitas, Risiko Keuangan, Nilai Perusahaan, dan Struktur Kepemilikan terhadap Praktek Perataan Laba: Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*.
- Arieska, Metha dan Barbara Gunawan. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Universitas Muhammadiyah, Yogyakarta*.
- Brigham, Eugene F and Joel F.Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Satu, Edisi Sepuluh. PT. Salemba Empat : Jakarta.
- Chang, S.C, S.S. Chen, A. Hsing and C. W. Huang. 2007. Investment Opportunities, Free Cash Flow, and Stock Valuation Effects of Secured Debt Offerings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28 (4), pg : 123-145.
- Chung, R., M. Firth and J. B. Kim. 2005a. FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring. *Corporate Ownership and Control*, 2 (4), pg: 51-61.
- Crutchley, C. E. and R. S. Hansen. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18 (5), pg: 36-46.
- Dharmastuti, F. dan A. Wirjolukito. 2004. Analisis Pengaruh Faktor-Faktor Keuangan terhadap Harga Saham Perusahaan Go Public di BEJ. *Jurnal Manajemen Fakultas Ekonomi Atmajaya*, 1 (1), hal : 44 – 61.
- Dodd, J.L, and Chen, S. 1996. EVA: A New Panacea?. *B & E Review*, July-Sept. 1996, pg: 26-28.
- Fama, E. F. and K. R. French. 1998. Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, 53 (6), pg : 1975-1999.
- Fang, Vivian W, Thomas H. Noe, and Sheri Tice. 2008. *Stock Market Liquidity and Firm Performance: Wall Street Rule or Wall Street Rules?*. Los Angeles.
- Gregory, Aand Yuan-Hsin Wang. 2010. Cash Acquirers: Free Cash Flow, Shareholder Monitoring, and Shareholder Returns. *Discussion Paper No: 10/07*. University of Exeter, UK.
- Hardiyanti, Nia. 2012. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Leverage, Profitabilitas, Firm Size dan Dividen Payout Ratio terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro, Semarang*.
- Hidayati, Eva Eko. 2010. Analisis Pengaruh DER, DPR, ROE dan Sizet terhadap PBV Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI Periode 2005-2007. *Jurnal Manajemen Universitas Diponegoro Semarang*.

- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2002. *Teori Portofolio dan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP AMP YKPM.
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). 2007. *Standar Akuntansi Keuangan*. Salemba Empat : Jakarta
- Jensen, M., and W.H. Meckling. 1976. The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, 3 (4), pg: 305-360
- Jensen, M.C. 1988. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), pg: 21-48.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*, 76. May 1986, pg: 232-329.
- Listyani Theresia Tyas, 2003, Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional. *Jurnal Politeknik Negeri Semarang*, Vol 3.
- Minton, Bernadette A. and Catherine Schrand, 1999. The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and The Cost of Debt and Equity Financing. *Journal of Financial Economics* 54 USA, pg: 423-460.
- Suharli, Michell. 2006. *Akuntansi untuk Bisnis Jasa dan Dagang*. Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro, 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Factor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan, *Jornal Ekonomi Manajemen*, Fakultas Ekonomi, Universitas Petra.
- Susanto, San dan Erni Ekawati. 2006. Relevansi Nilai Informasi Laba dan Aliran Kas terhadap Harga Saham dalam Kaitannya dengan Siklus Hidup Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang*.
- Syahib, Natarsyah. 2000. Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham (Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 15 (3), hal: 294-312.
- Szewczyk, S. H., G. P. Tsetsekos dan Z. Zantout. 1996. The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow. *Financial Management*, 25 (1), pg : 105-110.
- Tandelin, Erduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta.
- Uchida, Konari. 2006. Agency Costs of Debt and the Relationship Between Firm Performance and Managerial Ownership: Evidence from Japan. *Journal Faculty of Economics and Business Administration, The University of Kitakyushu, Japan*.

- Ulupui, I G. K. A. 2009. Pengaruh Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman Di BEJ). *Jurnal Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana*.
- Vogt, Stephen C and Joseph D Vu. 2000. Free Cash Flow and Long-Run Firm Value : Evidence From The Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues*, 12 (2), pg: 188.
- Wang, George Yungchih. 2010. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science & Management*. Vol.3, pg: 408-418, Department of International Business, National Kaohsiung University of Applied Sciences, Kaohsiung, Taiwan, China.
- . <http://www.anneahira.com/manufaktur-indonesia.htm>. Diunduh 28 Agustus 2013.