

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
AGENCY COST SEBAGAI VARIABEL INTERVENING (Studi Pada Perusahaan
Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)**

Oleh:

Imam Basuki

Dosen Pembimbing:

Dr. Nur Khusniyah Indrawati, S.E., M.Si., CSRS

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan, mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost*, mengetahui pengaruh *agency cost* terhadap nilai perusahaan, dan mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui *agency cost*. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan tahun 2012 – 2014. Berdasarkan kriteria populasi yang telah ditetapkan, diperoleh jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sebanyak 15 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah menggunakan seluruh jumlah populasi (sampel jenuh). Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis yang diajukan adalah analisis jalur (*Path Analysis*). Hasil penelitian menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan, *free cash flow* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover*, *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan, dan *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan melalui *agency cost*.

Kata Kunci : *Free Cash Flow*, *Agency Cost*, Nilai Perusahaan

THE INFLUENCE OF FREE CASH FLOW ON FIRM VALUE WITH AGENCY COST AS INTERVENING VARIABLE (STUDY ON CONSUMER GOODS COMPANIES LISTED IN INDONESIA STOCK EXCHANGE)

By:

Imam Basuki

Supervisor:

Dr. Nur Khusniyah Indrawati, S.E., M.Si., CSRS

ABSTRACT

This study aims to determine the influence of free cash flow on firm value, the influence of free cash flows on agency cost, the influence of agency cost on firm value, and the influence of free cash flow on firm value through agency cost. The population of this study comprises consumer goods industry sectors listed in Indonesian Stock Exchange during 2012 – 2014 observation period. Based on the predetermined population criteria, the companies that meet the criteria are 15 companies. The sampling technique utilizes saturated sampling. The analysis technique to test the hypothesis is path analysis. The result of this study demonstrates that free cash flow has significant and positive impact on firm value, free cash flow has significant and negative impact on agency cost as proxied by asset turnover, agency cost proxied by asset turnover has significant and negative impact on firm value, and free cash flow has significant and positive impact on firm value through agency cost.

Keywords: Free Cash Flow, Agency Cost, Firm Value

PENDAHULUAN

Perusahaan – perusahaan yang ada saat ini secara umum memiliki karakteristik adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan. Kepemilikan perusahaan berada pada pemegang saham, sedangkan pengelolaan perusahaan dijalankan oleh manajer. Pemegang saham mempercayakan keseluruhan aktivitas perusahaan dan mendelagasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan perusahaan kepada manajer. Melalui pemberian wewenang ini, maka manajer akan memiliki kontrol atas pengambilan keputusan manajerial dalam melakukan pengelolaan perusahaan.

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer yang diberikan kewenangan oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan, diharuskan mewujudkan tujuan tersebut dengan berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga sahamnya (Sujoko dan Soebiantoro, 2007:44). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Dengan demikian, tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham atau usaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan dapat dicapai dengan memaksimalkan harga pasar saham perusahaan (Keown *et al.*, 2011:9).

Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kinerja perusahaan yang baik. Kinerja perusahaan merupakan prestasi kerja perusahaan yang memperlihatkan kemampuan manajer dalam mengelola perusahaan. Kinerja perusahaan dikatakan baik apabila manajer dalam mengelola perusahaan berhasil mengoptimalkan pengambilan keputusan keuangan, mengenai keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden yang menghasilkan peningkatan terhadap harga saham perusahaan.

Salah satu ukuran untuk mengukur nilai perusahaan adalah melalui rasio *Tobin's q*

yang mengukur nilai perusahaan dari sisi nilai pasar perusahaan terhadap biaya pergantian dari aset perusahaan. Nilai *Tobin's q* dihasilkan dari penjumlahan nilai pasar saham dengan nilai buku total kewajiban kemudian dibagi dengan nilai buku total aset (Chung and Pruitt, 1994). Nilai *Tobin's q* kurang dari satu ($q < 1$) menunjukkan harga saham perusahaan dalam kondisi *undervalued*, manajemen telah gagal dalam mengelola aset yang dimiliki oleh perusahaan, dan potensi pertumbuhan perusahaan rendah, sebaliknya nilai *Tobin's q* lebih besar dari satu ($q > 1$) menunjukkan harga saham perusahaan dalam kondisi *overvalued*, manajemen telah berhasil mengelola aset, dan potensi pertumbuhan perusahaan tinggi (Sudiyanto dan Puspitasari, 2010:15).

Dalam menjalankan kegiatan usahanya, perusahaan akan menghasilkan arus kas dari kegiatan operasinya yang merupakan kegiatan penghasil utama pendapatan perusahaan. Arus kas dari kegiatan operasi ini akan digunakan oleh perusahaan untuk melakukan investasi pada aset tetap dan modal kerja yang dibutuhkan dalam mempertahankan keberlangsungan operasinya. Apabila terdapat arus kas tersisa yang dimiliki oleh perusahaan setelah adanya pemenuhan kebutuhan tersebut, maka arus kas tersisa ini disebut sebagai arus kas bebas (*free cash flow*) (Brigham dan Daves, 2010:241).

Terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari kegiatan operasinya. Hal ini akan memberikan gambaran pada investor apakah perusahaan dapat mempertahankan keberlangsungannya dimasa mendatang atau tidak karena tanpa adanya kemampuan dalam menghasilkan kas dari kegiatan operasinya, perusahaan mungkin tidak mampu untuk bertahan dalam kondisi yang sulit. Selain itu, *free cash flow* juga menggambarkan fleksibilitas keuangan perusahaan karena perusahaan

akan memiliki arus kas yang tersedia untuk digunakan dalam pengembangan perusahaan, pembayaran hutang kepada kreditor, atau pembayaran deviden kepada pemegang saham. Oleh karena itu, nilai perusahaan akan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *free cash flow* (Brigham dan Daves, 2010 : 241).

Disatu sisi, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *free cash flow* merupakan faktor yang dapat menentukan penciptaan nilai perusahaan. Sedangkan disisi lain, terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan merupakan salah satu penyebab munculnya masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan sangat rentan terjadi pada perusahaan yang memisahkan antara fungsi kepemilikan (*owner*) dan fungsi pengelolaan (*control*) (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer memiliki tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Namun, pada kenyatannya tujuan tersebut sering tidak tercapai dikarenakan manajer juga merupakan pihak yang berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraannya. Apabila antara manajer dan pemegang saham sama – sama memiliki kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraannya, maka sulit untuk mempercayai bahwa manajer akan selalu melakukan tindakan yang terbaik demi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Kepentingan manajer yang tidak sejalan dengan pemegang saham akan memicu terjadinya konflik kepentingan antara kedua belah pihak yang disebut sebagai masalah keagenan (Keown *et al.*, 2011:10).

Dalam kaitannya dengan *free cash flow*, masalah keagenan muncul karena adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer atas pendistribusian dari *free cash flow* (Jensen, 1986). Pemegang saham menginginkan *free cash flow* untuk didistribusikan sebagai peningkatan pembayaran deviden, sedangkan bagi manajer membayarkan deviden kepada pemegang saham akan

mengurangi sumber dana internal yang dikuasainya. Manajer cenderung ingin menahan *free cash flow* di bawah kendalinya dan bukan untuk dibagikan kepada pemegang saham agar setiap saat dana ini dapat digunakan oleh manajer. Ketika tujuan manajer tidak sejalan dengan tujuan pemegang saham, maka keberadaan *free cash flow* di dalam perusahaan cenderung akan digunakan manajer pada penghamburan (Richardson, 2006 : 159).

Hipotesis *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) mengatakan bahwa konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham atas pendistribusian dari *free cash flow* akan semakin memburuk ketika perusahaan memiliki kesempatan pertumbuhan yang rendah, sedangkan jumlah *free cash flow* yang dihasilkan besar karena jika kondisi ini terjadi akan timbul kecenderungan manajer akan menggunakan *free cash flow* tersebut untuk melakukan investasi pada proyek - proyek yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986). Manajer memiliki insentif untuk membuat perusahaan bertumbuh melebihi ukuran optimalnya. Perusahaan yang bertambah besar akan meningkatkan keamanan pekerjaan, kekuasaan, dan kompensasi manajer (Brigham dan Daves, 2010 :11). Akibatnya, keberadaan *free cash flow* dalam jumlah yang besar cenderung akan digunakan manajer pada investasi yang berlebihan (*overinvestment*) dengan mendanai proyek – proyek baru meskipun hanya tersedia proyek – proyek investasi yang tidak menguntungkan.

Keberadaan *free cash flow* dalam jumlah yang besar di dalam perusahaan lebih baik digunakan oleh manajer untuk didistribusikan kepada pemegang saham sebagai peningkatan pembayaran deviden atau pembelian kembali saham daripada hanya terbuang sia – sia dengan menggunakannya untuk melakukan investasi pada proyek yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986). Apabila manajer lebih memilih menggunakannya untuk melakukan investasi pada proyek - proyek yang tidak menguntungkan, maka

hal ini akan menyebabkan penurunan terhadap nilai perusahaan (Vogt dan Vu, 2000:188). Dalam penelitian ini, *free cash flow* dihitung dengan mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Holder *et al.* (1998), yaitu yang dihitung melalui penjumlahan *net income* dengan *depreciation* dan *interest expense* kemudian dikurangi oleh *capital expenditure* kemudian dibagi dengan *total asset*.

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan untuk melihat pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Wang (2010), Arfan dan Hofizar (2013), Prayitno dan Sumiyana (2013), dan Andini dan Wirawati (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Santi (2012) juga menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan. Namun, hasil penelitian Khidmat dan Rehman (2014) dan Heydari *et al.* (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan.

Masalah keagenan yang terjadi di dalam perusahaan dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham. Dengan adanya mekanisme pengawasan ini, maka akan menimbulkan biaya – biaya yang harus dikeluarkan yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*). Biaya ini mencakup biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengawasi perilaku manajer (*monitoring cost*), biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menjamin bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham (*bonding cost*), dan biaya yang harus di tanggung oleh pemegang saham akibat dari penyimpangan tindakan manajer yang lolos dari pengawasan (*residual loss*) (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam penelitian ini *agency cost* diukur dengan menggunakan salah satu proksi

pengukuran *agency cost* oleh Sing dan Davidson (2003), yaitu menggunakan proksi rasio *asset turnover*.

Rasio *Asset turnover* mengukur seberapa efisien manajemen dalam menggunakan aset yang dimiliki oleh perusahaan untuk menghasilkan penjualan (Gitman dan Zutter, 2013:75). *Agency cost* yang diukur dengan menggunakan proksi rasio *asset turnover* memiliki hubungan yang berbanding terbalik. *asset turnover* yang rendah menunjukkan pengambilan keputusan investasi yang tidak optimal dan penggunaan aset untuk tujuan yang tidak produktif oleh manajer sehingga hal ini berdampak pada menurunnya nilai pemegang saham. Dengan demikian, perusahaan dengan *asset turnover* yang rendah mengindikasikan *agency cost* yang dimiliki perusahaan relatif tinggi (Singh and Davidson, 2003).

Keberadaan *free cash flow* di dalam perusahaan merupakan salah satu penyebab munculnya masalah keagenan, sehingga akan menyebabkan timbulnya *agency cost* atau yang disebut sebagai *agency cost of free cash flow* (Jensen, 1986). *Agency cost* diperlukan untuk mencegah terjadinya penyalahgunaan *free cash flow* oleh manajer pada investasi berlebihan yang memberikan kerugian bagi pemegang saham. Dengan demikian, Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham atas pendistribusian dari *free cash flow* yang semakin memburuk ketika perusahaan memiliki kesempatan pertumbuhan yang rendah, sedangkan jumlah *free cash flow* yang dihasilkan besar akan menyebabkan *agency cost* juga akan meningkat.

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan untuk membuktikan teori *agency cost of free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Paramitha (2012), Prayitno dan Sumiyana (2013), Khidmat dan Rehman (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *agency cost*. Namun, penelitian

yang dilakukan oleh Wang (2010) menunjukkan hasil yang berbeda. Hasil penelitiannya disatu sisi menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *agency cost* ketika menggunakan *asset turnover* sebagai proksi dari *agency cost*. Disisi lain, hasil penilitannya menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *agency cost* ketika menggunakan *operating expense ratio*, *administration ratio*, dan *research & development ratio* sebagai proksi dari *agency cost*. Wang (2010) mengatakan bahwa peningkatan *free cash flow* menunjukkan adanya efisiensi dari manajemen dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan sehingga akan menurunkan *agency cost*.

Kecendrungan perilaku menyimpang dari manajer dalam mengelola perusahaan akan sulit untuk di hindari. Pemegang saham dapat dipastikan tidak mungkin untuk tidak mengeluarkan biaya sama sekali untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki karakteristik adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan akan menanggung *agency cost* sebagai upaya untuk mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham.

Agency cost yang semakin tinggi mencerminkan bahwa semakin kompleks masalah keagenan yang terjadi di dalam perusahaan. Hal ini akan menyebabkan ketidakstabilan dalam mengoperasikan perusahaan sehingga berdampak pada menurunnya kinerja perusahaan. Diperlukan adanya upaya untuk mengurangi keberadaan *agency cost* yang tinggi di dalam perusahaan karena jika tidak akan berdampak pada menurunnya nilai perusahaan (Jensen and Meckling, 1976). Beberapa penilitan terdahulu telah dilakukan untuk mengetahui pengaruh *agency cost* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Xiao (2009), Wang (2010), Khidmat dan Rehman (2014)

menunjukkan bahwa *agency cost* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan.

Objek penelitian pada penelitian ini adalah perusahaan sektor industri barang konsumsi yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sektor industri barang konsumsi merupakan suatu sektor yang terdiri dari perusahaan – perusahaan yang bergerak di bidang produksi barang untuk keperluan konsumsi. Sektor industri barang konsumsi terbagi lagi menjadi lima kelompok sub sektor, yaitu sub sektor makanan dan minuman, rokok, farmasi, kosmetik dan keperluan rumah tangga, dan peralatan rumah tangga.

Dasar pemilihan perusahaan sektor industri barang konsumsi sebagai objek penelitian dikarenakan perusahaan - perusahaan yang ada di sektor ini menghasilkan produk - produk yang selalu dibutuhkan oleh masyarakat untuk memenuhi kebutuhan sehari seharinya sehingga perusahaan - perusahaan yang ada sektor ini memiliki pertumbuhan yang relatif lebih stabil dan tidak terlalu terpengaruh terhadap perubahan kondisi perekonomian. Selain itu, perusahaan – perusahaan yang ada di sektor industri barang konsumsi sering menjadi incaran investor dalam berinvestasi karena perusahaan – perusahaan yang ada disektor ini memiliki prospek pertumbuhan yang cenderung terus meningkat. Hal ini dapat dilihat melalui indeks harga saham sektoral yang disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1
Indeks Harga Saham Sektoral
Penutupan Tahun 2012 – 2014

| No. | Jenis Sektor | Tahun | | |
|-----|--------------------------|-----------|-----------|-----------|
| | | 2012 | 2013 | 2014 |
| 1. | Industri Dasar dan Kimia | 526.551 | 480.744 | 407.839 |
| 2. | Aneka Industri | 1,366.524 | 1,205.012 | 1,057.275 |
| 3. | Industri Barang Konsumsi | 1,565.878 | 1,782.086 | 2,177.919 |
| 4. | Pertanian | 2,062.937 | 2,139.960 | 2,351.035 |
| 5. | Pertambangan | 1,863.665 | 1,429.311 | 1,368.999 |
| 6. | Property and Real Estate | 326.552 | 336.997 | 524.908 |
| 7. | Infrastruktur | 907.524 | 930.399 | 1,160.284 |
| 8. | Keuangan | 550.097 | 540.334 | 731.640 |
| 9. | Perdagangan dan jasa | 740.949 | 776.786 | 878.634 |

Sumber : IDX Statistics tahun 2012 – 2014

Berdasarkan Tabel 1 memperlihatkan bahwa selama periode tahun 2012 - 2014 sektor industri barang konsumsi merupakan salah satu sektor yang memiliki nilai indeks harga saham terbesar diantara beberapa sektor lainnya dan nilai indeks harga sahamnya setiap tahunnya terus mengalami peningkatan yang cukup signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan - perusahaan yang ada di sektor ini setiap tahunnya terus mengalami peningkatan sehingga investor mengapresiasi positif saham - saham perusahaan yang ada di sektor ini.

Dengan adanya penilaian yang baik atas kinerja perusahaan - perusahaan yang ada di sektor industri barang konsumsi, maka penting untuk diteliti bagaimana perusahaan yang ada di sektor ini memanfaatkan *free cash flow* yang dihasilkan jika dikaitkan dengan masalah keagenan dan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka penelitian ini akan mengambil judul "Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan *Agency Cost* Sebagai Variabel Intervening (Studi Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Perumusan Hipotesis

Terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari kegiatan operasinya. Hal ini akan memberikan gambaran kepada investor apakah perusahaan mampu untuk mempertahankan keberlangsungan kegiatan operasinya. Selain itu, *free cash flow* juga menggambarkan fleksibilitas keuangan perusahaan karena perusahaan akan memiliki arus kas yang tersedia untuk melakukan pembelian kembali saham perusahaan, pembayaran hutang kepada kreditor, atau pembayaran deviden kepada pemegang saham. Dengan demikian, nilai perusahaan akan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam

menghasilkan *free cash flow* (Brigham dan Daves, 2010 : 241).

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan untuk melihat pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Wang (2010), Arfan dan Hofizar (2013), Prayitno dan Sumiyana (2013), dan Andini dan Wirawati (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian Khidmat dan Rehman (2014), Heydari *et al.* (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis pertama pada penelitian ini adalah:

H₁ : *Free Cash Flow* Berpengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan

Terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan memicu terjadinya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer atas pendistribusian dari *free cash flow* (Jensen, 1986). Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham atas penggunaan dari *free cash flow* akan semakin memburuk ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah, sedangkan jumlah *free cash flow* yang dihasilkan besar karena jika kondisi ini terjadi akan timbul kecenderungan dari manajer akan menggunakan *free cash flow* tersebut untuk melakukan investasi pada proyek - proyek yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986).

Masalah keagenan yang terjadi di dalam perusahaan dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham. Dengan adanya mekanisme pengawasan ini, maka akan menimbulkan biaya - biaya yang harus dikeluarkan yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*). Dengan demikian, ketika terjadi peningkatan terhadap *free cash flow* maka akan menyebabkan masalah keagenan akan semakin membesar

sehingga *agency cost* juga akan meningkat hal ini dilakukan untuk mencegah terjadinya penyalahgunaan *free cash flow* oleh manajer pada investasi berlebihan yang memberikan kerugian bagi pemegang saham.

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan untuk membuktikan teori *agency cost of free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Paramitha (2012), Prayitno dan Sumiyana (2013), Khidmat dan Rehman (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *agency cost*. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Wang (2010) menunjukkan hasil yang berbeda. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *agency cost* yang diprosikan dengan *operating expense ratio*, *administration ratio*, dan *research & development ratio*. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis kedua pada penelitian ini adalah:

H₂ : Free Cash Flow Berpengaruh Signifikan Terhadap Agency Cost

Kecendrungan perilaku menyimpang dari manajer dalam mengelola perusahaan akan sulit untuk di hindari sehingga tidak mungkin bagi pemegang saham tidak mengeluarkan biaya sama sekali untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki karakteristik adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan perusahaan akan menanggung *agency cost* untuk mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham. *Agency cost* yang semakin tinggi mencerminkan bahwa semakin kompleks masalah keagenan di dalam perusahaan. Hal ini akan menyebabkan ketidakstabilan dalam mengoperasikan perusahaan, sehingga berdampak pada penurunan kinerja perusahaan. Perusahaan perlu

untuk berusaha mengurangi keberadaan *agency cost* yang tinggi di dalam perusahaan karena jika tidak maka akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan (Jensen and Meckling, 1976).

Beberapa penilitan terdahulu telah dilakukan untuk mengetahui pengaruh *agency cost* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Xiao (2009), Wang (2010), Khidmat dan Rehman (2014) menunjukkan bahwa *agency cost* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang telah dijealaskan, maka hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah:

H₃ : Agency Cost Berpengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan

Disatu sisi, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *free cash flow* memiliki kandungan informasi yang dapat memberikan respon positif dari investor terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan akan menyebabkan timbul konflik antara pemegang saham dan manjer terkait dengan pendistribusiannya. Berdasarkan teori *agency cost of free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan akan menyebabkan timbulnya *agency cost*. Berdasarkan *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) peningkatan *agency cost* akan menyebabkan penurunan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis keempat pada penelitian ini adalah:

H₄ : Free Cash Flow Berpengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Agency Cost

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah jenis penelitian penjelasan (*explanatory research*). Menurut Sugiyono (2009:12) *explanatory research* merupakan penelitian yang menjelaskan hubungan kasusal antara

variabel – variabel penelitian melalui uji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode tahun 2012 – 2014 yang memenuhi kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan memiliki periode laporan keuangan yang berakhir per tanggal 31 Desember. (2) Perusahaan menghasilkan laba selama periode penelitian. (3) Perusahaan menghasilkan *free cash flow* positif selama periode penelitian

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sebanyak 16 perusahaan. Sebanyak 16 perusahaan yang telah memenuhi kriteria populasi akan dijadikan sebagai sampel penelitian. Dengan demikian, teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini merupakan teknik sampel jenuh (*sensus*).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Independen (X)

Variabel independen merupakan variabel yang mempengaruhi atau menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (Sugiyono, 2009:39). Variabel independen pada penelitian ini adalah *free cash flow*.

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan merupakan kelebihan arus kas yang dimiliki oleh perusahaan setelah memenuhi kebutuhan untuk mempertahankan aset yang ada dan membiayai investasi baru yang diharapkan. Dalam penelitian ini, *free cash flow* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$FCF_t = \frac{\text{Net Income} + \text{Depreciation} + \text{Interest Expense} - \text{Capital Expenditure}}{\text{Total Asset}}$$

(Holder *et al.* 1998)

Variabel Intervening (Z)

Variabel intervening merupakan variabel yang secara teoritis mempengaruhi hubungan antara variabel independen dengan dependen menjadi hubungan yang tidak langsung (Sugiyono,2009:39). Variabel intervening pada penelitian ini adalah *agency cost*:

Agency Cost

Agency cost merupakan biaya yang muncul untuk meminimalkan masalah keagenan yang terjadi di dalam perusahaan. Biaya ini mencakup biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengawasi perilaku manajer (*monitoring cost*), biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menjamin bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham (*bonding cost*), dan biaya yang harus di tanggung oleh pemegang saham akibat dari penyimpangan tindakan manajer yang lolos dari pengawasan (*residual loss*) (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam penelitian ini, *agency cost* diukur dengan menggunakan proksi *asset turnover*, yaitu rasio yang mengukur seberapa efisien manajemen dalam menggunakan aset yang dimiliki oleh perusahaan untuk menghasilkan penjualan. *Asset turnover* yang rendah mengindikasikan *agency cost* yang dimiliki oleh perusahaan tinggi. *Asset turonver* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ATO_{t+1} = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

(Singh dan Davidson, 2003)

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh satu atau beberapa variabel independen maupun variabel independen lainnya (Sugiyono, 2009:39). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan.

Nilai perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga sahamnya. Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan rasio *Tobin's q* yang mengukur nilai perusahaan dari sisi nilai pasar perusahaan terhadap nilai asset perusahaan. Rasio *Tobin's q* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Q_{t+1} = \frac{MVE + Debt}{TA}$$

(Chung dan Pruitt, 1994)

Keterangan:

MVE = *Market Value of Equity*. Dihitung dengan mengalikan harga saham penutupan akhir tahun dengan jumlah saham biasa yang beredar.

Debt = Nilai buku total hutang. Dihitung dengan persamaan sebagai berikut: (hutang lancar – aktiva lancar) + nilai buku persediaan + hutang jangka panjang.

TA = Nilai buku total aset

Rumus perhitungan *Tobin's q* tersebut telah dilakukan penyesuaian dengan tidak mengikutsertakan komponen nilai likuidasi saham preferen yang merupakan komponen dalam perhitungan *Tobin's q* versi Chung dan Pruitt (1994) dikarenakan perusahaan – perusahaan yang terdaftar di BEI pada umumnya tidak menerbitkan saham preferen.

Metode Analisis Data

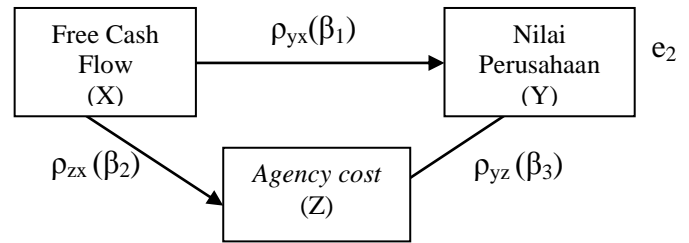
Alat analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*path analysis*). *Path analysis* merupakan perluasan dari analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori yang ada (Ghozali, 2013:249).

HASIL

Pengembangan Model Teoritis

Langkah pengembangan model teoritis pada penelitian ini dilakukan dengan cara mengeksplorasi secara ilmiah variabel dan hubungan antar variabel melalui telaah

pustaka dan jurnal ilmiah guna mendapatkan justifikasi atas model teoritis yang dikembangkan. Berdasarkan hubungan antar variabel, secara teoritis dibuat model dalam bentuk diagram jalur pada Gambar 1 sebagai berikut:



Sumber : data diolah, 2016

Gambar 1. Diagram Jalur

Berdasarkan diagram jalur pada Gambar 1 maka dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

$Z = \beta_2 X + e_1$ (Persamaan sub struktur 1)

$Y = \beta_1 X + \beta_3 Z + e_2$ (Persamaan sub struktur 2)

Keterangan:

Z = Variabel intervening *agency cost*

Y = Variabel dependen nilai perusahaan

X = Variabel independen *free cash flow*

β_1 = Koefesien jalur X ke Y

β_2 = Koefesien jalur X ke Z

β_3 = Koefesien jalur Z ke Y

e_1 = Residual atas *agency cost*.

e_2 = Residual atas nilai perusahaan

Hasil Analisis Jalur

Pengaruh Variabel *Free Cash Flow* (X) Terhadap *Agency Cost* (Z)

Hasil uji regresi dapat dilihat pada Tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil Uji Regresi Variabel X terhadap Variabel Z

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t _{hitung} | Sig. | Keterangan |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------------------|-------|------------|
| | B | Std. Error | Beta | | | |
| <i>Free cash flow</i> (X) | 2.180 | 0.697 | 0.419 | 3.129 | 0.003 | Signifikan |
| α | 5% | | | | | |
| R Square | 0.176 | | | | | |

Sumber : Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 4.7 dapat disimpulkan bahwa: (1) Variabel *free cash*

flow memiliki nilai sig lebih kecil α ($0.000 < 0.05$), maka variabel *free cash flow* (X) berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* (Z). (2) Nilai *R Square* menunjukkan nilai sebesar 0.176 atau 17.6%, Artinya *agency cost* (Z) akan dipengaruhi sebesar 17.6% oleh *free cash flow* (X), sedangkan sisanya sebesar 82.4% dipengaruhi oleh variabel lain di luar variabel independen yang diteliti. (3) Nilai *standardized coefficient* beta sebesar 0.419 merupakan nilai koefisien jalur variabel *free cash flow* (X) ke variabel *agency cost* (Z).

Pengaruh Variabel *Free Cash Flow* (X) dan *Agency Cost* (Z) Terhadap Nilai Perusahaan (Y).

Hasil uji regresi dapat dilihat pada Tabel 4.8 sebagai berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Regresi Variabel X dan Variabel Z terhadap Variabel Y

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t _{hitung} | Sig. | Keterangan |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------------------|-------|------------|
| | B | Std. Error | Beta | | | |
| <i>Free cash flow</i> (X) | 29.402 | 3.229 | 0.750 | 9.267 | 0.000 | Signifikan |
| <i>Agency cost</i> (Y) | 1.735 | 0.620 | 0.226 | 2.796 | 0.008 | Signifikan |
| α | 5% | | | | | |
| R Square | 0.757 | | | | | |

Sumber : Data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 4.8 dapat disimpulkan bahwa: (1) Variabel *free cash flow* (X) memiliki nilai sig lebih kecil dari α ($0.000 < 0.05$) maka variabel *free cash flow* (X) berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y). (2) Variabel *agency cost* (Z) memiliki nilai sig lebih kecil dari α ($0.000 < 0.05$) maka variabel *agency cost* (Z) berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y). (3) Nilai *R Square* menunjukkan nilai sebesar 0.757 atau 75.7% Artinya Nilai Perusahaan (Y) akan dipengaruhi sebesar 75.7% oleh *free cash flow* (X) dan *agency cost* (Z) sedangkan sisanya sebesar 24.3% dipengaruhi oleh variabel - variabel lain di luar variabel independen yang diteliti. (4) Nilai *standardized coefficient* beta sebesar 0.750 merupakan nilai koefisien jalur variabel

free cash flow (X) ke nilai perusahaan (Y), sedangkan nilai *standardized coefficient* beta sebesar 0.226 merupakan nilai koefisien jalur *agency cost* (Z) terhadap nilai perusahaan (Y).

Pengaruh Tidak Langsung Variabel *Free Cash Flow* (X) Terhadap Nilai Perusahaan (Y) Melalui *Agency Cost* (Z).

Koefisien pengaruh tidak langsung antara variabel *free cash flow* (X) terhadap nilai perusahaan (Y) melalui *agency cost* (Z) diperoleh dari hasil kali koefisien pengaruh langsung antara *free cash flow* terhadap *agency cost* dan koefisien pengaruh langsung antara *agency cost* terhadap nilai perusahaan sehingga koefisien pengaruh tidak langsung adalah sebesar $0.419 \times 0.226 = 0.095$. Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap nilai melalui *agency cost* signifikan atau tidak dapat dibuktikan dengan melakukan Uji Sobel sebagai berikut:

$$t = \frac{p_2 p_3}{\sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_2^2 Sp_3^2}}$$

Keterangan :

P_2 = Nilai *unstandardized coefficient* pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost*, yaitu sebesar 2.180

P_3 = Nilai *unstandardize coefficient* pengaruh *agency cost* terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 1.735

Sp_2^2 = Nilai *standard error* pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost*, yaitu sebesar 0.697

Sp_3^2 = Nilai *standard error* pengaruh *agency cost* terhadap nilai perusahaan yaitu sebesar 0.620

$$t = \frac{(2.180)(1.735)}{1.864}$$

$$t = \frac{3.782}{1.864}$$

$$t = 2.029$$

Berdasarkan uji sobel yang telah dilakukan diperoleh nilai t hitung sebesar 2.029 lebih besar dari nilai t tabel dengan tingkat signifikansi pada taraf 0.05, yaitu sebesar 1.96. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi sebesar 0.095 signifikan yang berarti bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui *agency cost*.

Uji Validitas Model

Pengujian ketepatan model dilakukan dengan menggunakan koefisien determinasi total. Koefisien determinasi total menunjukkan seberapa besar variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada pada model penelitian. Koefisien determinasi total dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R^2_m = 1 - P^2_{e1} \cdot P^2_{e2} \cdot \dots \cdot P^2_{ep}$$

Keterangan:

$$P^2_{e1} = 1 - R^2_1$$

$$P^2_{e2} = 1 - R^2_2$$

R^2_1 adalah nilai *R Square* untuk persamaan sub struktur 1 yaitu sebesar 0.176 dan R^2_2 adalah nilai *R Square* untuk persamaan sub struktur 2 yaitu sebesar 0.757. Berdasarkan nilai *R square* tersebut dapat dilakukan perhitungan koefisien determinasi total sebagai berikut:

$$\begin{aligned} R^2_m &= 1 - (1 - R^2_1) (1 - R^2_2) \\ &= 1 - (1 - 0.176) (1 - 0.757) \\ &= 1 - (0.824)(0.243) \\ &= 0.799 \end{aligned}$$

Nilai sebesar 0.799 mengindikasikan keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model adalah sebesar 79.9% atau dengan kata lain informasi yang terkandung dalam data 79.9% dapat dijelaskan oleh model, sedangkan 20.1% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang belum terdapat di dalam model dan *error*

Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan pengujian analisis jalur yang telah dilakukan, dapat diuraikan hasil pengujian hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1 : *Free Cash Flow* Berpengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil pengujian pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan diperoleh koefisien jalur bernilai positif, yaitu sebesar 0.750 dengan nilai signifikansi sebesar 0.000. Nilai sig yang dihasilkan lebih kecil dari nilai signifikansi pada taraf $\alpha = (0.05)$. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dapat diterima.

Hipotesis 2 : *Free Cash Flow* Berpengaruh Signifikan Terhadap *Agency Cost*.

Hasil pengujian pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* diperoleh koefisien jalur bernilai positif, yaitu sebesar 0.419 dengan nilai signifikansi yang sebesar 0.000. Nilai sig yang dihasilkan lebih kecil dari nilai signifikansi statistik pada taraf $\alpha = (0.05)$. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* dapat diterima.

Hipotesis 3 : *Agency Cost* Berpengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil pengujian pengaruh *free cash flow* terhadap *agency cost* diperoleh koefisien jalur bernilai positif, yaitu sebesar 0.226 dengan nilai signifikansi sebesar 0.005. Nilai sig yang dihasilkan lebih kecil dari nilai signifikansi statistik pada taraf $\alpha = (0.05)$. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa *agency cost* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dapat diterima.

Hipotesis 4 : *Free Cash Flow* Berpengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui *Agency Cost*.

Koefisien jalur pengaruh tidak langsung variabel *free cash flow* (X) terhadap nilai perusahaan melalui *agency cost* adalah sebesar $0.419 \times 0.226 = 0.094$. Nilai total pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui *agency*

cost adalah sebesar 0.844. Berdasarkan uji sobel yang telah dilakukan diperoleh nilai *t* hitung sebesar 2.029, lebih besar dari nilai *t* tabel dengan tingkat signifikansi pada taraf 0.05, yaitu sebesar 1.96, maka hipotesis yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui *agency cost* dapat diterima.

PEMBAHASAN

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis 1 menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan, maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Sebaliknya, semakin rendah *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan, maka nilai perusahaan akan semakin menurun.

Hasil temuan pada penelitian ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *free cash flow* (Brigham dan Daves, 2010 : 241). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wang (2010), Arfan dan Hofizar (2013), Prayitno dan Sumiyana (2013), dan Andini dan Wirawati (2014) yang menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan.

Free cash flow merupakan kelebihan arus kas dari yang dibutuhkan untuk mempertahankan aset yang ada dan untuk membiayai investasi baru yang diharapkan (Richardson, 2006:160). *Free cash flow* menggambarkan fleksibilitas keuangan perusahaan karena dengan adanya *free cash flow*, perusahaan akan memiliki arus kas yang tersedia untuk digunakan dalam pengembangan perusahaan, pembayaran hutang kepada kreditor, atau pembayaran dividen kepada pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki

kinerja yang lebih baik karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Sedangkan perusahaan yang tidak menghasilkan *free cash flow* atau menghasilkan *free cash flow* yang negatif berarti sumber dana internal dari kegiatan operasional tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi sehingga perusahaan memerlukan tambahan dana eksternal baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru

Terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari kegiatan operasinya. Hal ini akan memberikan gambaran apakah perusahaan dapat mempertahankan keberlangsungannya dimasa mendatang atau tidak karena tanpa adanya kemampuan dalam menghasilkan kas dari kegiatan operasinya, perusahaan mungkin tidak mampu untuk bertahan dalam kondisi yang sulit. Ketika terjadi peningkatan terhadap *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan akan memberikan respon positif dari investor mengenai kinerja perusahaan dan kemampuan perusahaan dalam menciptakan pertumbuhan kas dimasa mendatang. Oleh karena itu, salah satu cara yang dapat dilakukan manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah dengan meningkatkan jumlah *free cash flow* yang dihasilkan.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Agency cost*

Hasil pengujian hipotesis 2 menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *agency cost* yang diukur dengan menggunakan proksi *asset turnover*. *Agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover* memiliki hubungan yang terbalik. Semakin rendah nilai *asset turnover* perusahaan maka *agency cost* perusahaan semakin tinggi, sedangkan semakin tinggi nilai *asset turnover* perusahaan maka *agency cost* perusahaan

semakin rendah. Dengan demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan, maka nilai *asset turnover* perusahaan akan semakin meningkat yang berarti akan menurunkan *agency cost*.

Hasil temuan penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Wang (2010) dan Isti Fadah (2013) yang menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *agency cost*. Wang (2010) mengatakan bahwa peningkatan *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan menunjukkan adanya efisiensi dari manajemen dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan sehingga akan menurunkan *agency cost*. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Santi (2012), Prayitno dan Sumiyana (2013), dan Whidmat dan Rehman (2014) yang menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *agency cost*.

Hipotesis *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) mengatakan bahwa konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham atas pendistribusian dari *free cash flow* akan semakin memburuk ketika perusahaan memiliki kesempatan pertumbuhan yang rendah, sedangkan jumlah *free cash flow* yang dihasilkan besar karena jika kondisi ini terjadi akan timbul kecenderungan manajer akan menggunakan *free cash flow* untuk melakukan investasi pada proyek - proyek yang tidak menguntungkan. Berdasarkan hal tersebut, permasalahan besarnya jumlah *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan cenderung terjadi pada perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah karena perusahaan dengan kondisi seperti ini kesulitan dalam memperoleh proyek - proyek investasi yang menguntungkan. Hal ini akan menyebabkan *agency cost* perusahaan meningkat untuk mencegah terjadinya penyalahgunaan *free cash flow* oleh manajer pada investasi yang berlebihan (*overinvestment*) dengan

menggunakan *free cash flow* untuk melakukan investasi pada proyek - proyek yang hanya merugikan bagi perusahaan.

Perusahaan yang menjadi objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi. Berdasarkan analisis statistik deskriptif mengenai variabel nilai perusahaan yang diukur dengan rasio *Tobin's q* menunjukkan perusahaan - perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang menjadi sampel penelitian selama periode tahun 2012 - 2014 memiliki rata rata nilai *Tobin's q* sebesar 3.94 atau memiliki *Tobin's q* lebih besar dari 1. Nilai *Tobin's q* dapat digunakan untuk melihat kesempatan pertumbuhan yang dimiliki oleh perusahaan. Jika nilai *Tobin's q* lebih besar dari 1 maka dapat dikatakan perusahaan memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi dan sebaliknya jika nilai *Tobin's q* lebih kecil dari 1 maka dapat dikatakan perusahaan memiliki kesempatan pertumbuhan yang rendah (Brush *et al.*, 2000:459). Dengan demikian, perusahaan sektor industri barang konsumsi yang menjadi sampel pada penelitian ini rata rata memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi sehingga tersedia peluang - peluang investasi yang menguntungkan di dalam perusahaan.

Hasil temuan penelitian ini menemukan bahwa semakin meningkat *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan, maka *agency cost* akan semakin menurun yang ditunjukkan dari adanya peningkatan *asset turnover* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa untuk bukti kasus di Indonesia, khususnya pada perusahaan sektor industri barang konsumsi, peningkatan *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan tidak menimbulkan kekhawatiran dari pemegang saham bahwa manajer akan menyalahgunakan *free cash flow* dengan menggunakannya untuk melakukan investasi pada proyek - proyek yang tidak menguntungkan karena perusahaan dalam sektor ini rata - rata memiliki kesempatan pertumbuhan yang

tinggi sehingga tersedia peluang - peluang investasi yang menguntungkan di dalam perusahaan.

Pengaruh *Agency cost* Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis 3 menemukan bahwa *agency cost* yang diukur dengan menggunakan proksi *asset turnover* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. *Agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover* memiliki hubungan yang berbanding terbalik. Semakin rendah nilai *asset turnover* perusahaan maka *agency cost* perusahaan semakin tinggi, sedangkan semakin tinggi nilai *asset turnover* perusahaan maka *agency cost* perusahaan semakin rendah. Dengan demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai *asset turnover* perusahaan, maka nilai perusahaan akan semakin meningkat yang berarti semakin tinggi *asset turnover* perusahaan mengindikasikan *agency cost* perusahaan yang semakin rendah, sehingga nilai perusahaan akan semakin meningkat. Sebaliknya, semakin rendah nilai *asset turnover* perusahaan, maka nilai perusahaan akan semakin menurun yang berarti semakin rendah *asset turnover* perusahaan mengindikasikan *agency cost* perusahaan yang semakin tinggi, sehingga nilai perusahaan akan semakin menurun.

Hasil temuan penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wang (2010), Whidmat dan Rehman (2014), Xiao (2009), dan Isti Fadah (2013) yang menemukan bahwa *agency cost* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan. *Agency cost* merupakan biaya - biaya yang muncul untuk meminimalkan terjadinya masalah keagenan di dalam perusahaan. *Agency cost* mencakup biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengawasi perilaku manajer (*monitoring cost*), biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menjamin bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang

saham (*bonding cost*), dan biaya yang harus di tanggung oleh pemegang saham akibat dari penyimpangan tindakan manajer yang lolos dari pengawasan (*residual loss*) (Jensen dan Meckling, 1976).

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan akan menanggung *agency cost* sebagai upaya untuk mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham. Keberadaan *agency cost* di dalam perusahaan tidak dapat dihilangkan namun dapat dikurangi dengan beberapa upaya yang dapat dilakukan karena pada dasarnya kecenderungan perilaku menyimpang dari manajer dalam mengelola perusahaan sulit untuk dihindari. Oleh karena itu, tidak mungkin bagi pemegang saham tidak mengeluarkan biaya sama sekali untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Agency cost yang semakin tinggi mencerminkan bahwa semakin kompleks masalah keagenan di dalam perusahaan. Hal ini akan menyebabkan ketidakstabilan dalam mengoperasikan perusahaan dan pada akhirnya berdampak terhadap penurunan kinerja perusahaan. Apabila *agency cost* perusahaan dibiarkan membengkak maka akan menyebabkan pergerakan nilai perusahaan untuk kedepannya tidak akan menguntungkan.

Pengaruh *Free cash flow* Terhadap Nilai Perusahaan Melalui *Agency Cost*

Hasil pengujian hipotesis 4 menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui *agency cost*. Hasil temuan penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan, maka nilai rasio *asset turnover* perusahaan akan semakin meningkat yang berarti akan menurunkan *agency cost*, selanjutnya

penurunan terhadap *agency cost* akan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

Free cash flow yang dihasilkan oleh perusahaan sektor industri barang konsumsi dapat digunakan oleh manajer perusahaan untuk mendanai proyek proyek investasi yang akan menghasilkan pertumbuhan bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan pada sektor ini memiliki kesempatan pertumbuhan yang baik sehingga tersedia peluang investasi yang menguntungkan di dalam perusahaan. Oleh karena itu, ketika terjadi peningkatan terhadap *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan, maka tidak menimbulkan kekhawatiran dari pemegang saham. Apabila manajer menahan *free cash flow* dan tidak mendistribusikannya kepada pemegang saham, manajer dapat menggunakan *free cash flow* untuk menghasilkan nilai lebih bagi pemegang saham sehingga menyebabkan *agency cost* akan mengalami penurunan.

Penurunan terhadap *agency cost* mengurangi biaya - biaya yang dikeluarkan untuk mesenjakarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Dengan berkurangnya biaya - biaya tersebut, maka menyebabkan berkurangnya komponen pengurang laba perusahaan sehingga berdampak pada meningkatnya kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat membuat nilai perusahaan juga akan meningkat yang tercermin dari meningkatnya harga pasar saham perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, maka kesimpulan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *free cash flow* akan memberikan respon positif dari investor mengenai kinerja perusahaan dan

kemampuan perusahaan dalam menciptakan pertumbuhan kas dimasa mendatang sehingga akan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

2. *Free cash flow* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin meningkat *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan, maka *agency cost* akan semakin menurun yang ditunjukkan dari adanya peningkatan *asset turnover* perusahaan. Untuk bukti kasus di Indonesia, khususnya pada perusahaan sektor industri barang konsumsi adanya peningkatan terhadap *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan tidak menimbulkan kekhawatiran dari pemegang saham bahwa manajer akan menyalahgunakan *free cash flow* dengan menggunakannya untuk melakukan investasi pada proyek - proyek yang tidak menguntungkan. Hal ini dikarenakan perusahaan dalam sektor ini rata - rata memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi sehingga tersedia peluang - peluang investasi yang menguntungkan di dalam perusahaan.

3. *Agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *asset turnover* perusahaan mengindikasikan *agency cost* perusahaan yang semakin rendah, sehingga nilai perusahaan akan semakin meningkat. *Agency cost* yang semakin tinggi mencerminkan bahwa semakin kompleks masalah keagenan di dalam perusahaan. Hal ini akan menyebabkan ketidakstabilan dalam mengoperasikan perusahaan dan pada akhirnya berdampak terhadap penurunan kinerja perusahaan. Apabila *agency cost* perusahaan dibiarkan membengkak maka akan menyebabkan

pergerakan nilai perusahaan untuk kedepannya tidak menguntungkan.

4. *Free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan melalui *agency cost*. Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan sektor industri barang konsumsi, terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan dapat digunakan oleh manajer untuk melakukan investasi pada proyek proyek yang menguntungkan yang ditunjukkan oleh adanya peningkatan *asset turnover* perusahaan sehingga *agency cost* akan mengalami penurunan. Penurunan terhadap *agency cost* memberikan dampak positif terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat membuat nilai perusahaan juga akan meningkat yang tercermin dari meningkatnya harga pasar saham perusahaan.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, maka dapat dikemukakan beberapa saran - saran sebagai berikut:

1. Bagi Investor

Investor dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan dengan menggunakan parameter *free cash flow* sebaiknya juga memperhatikan kesempatan pertumbuhan yang dimiliki perusahaan dan bagaimana *free cash flow* di distribusikan. Selain itu, investor dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan hendaknya menganalisis bagaimana keberadaan *agency cost* yang dimiliki oleh perusahaan karena *agency cost* yang tinggi menyebabkan pergerakan nilai perusahaan tidak akan menguntungkan untuk kedepannya sehingga dapat dijadikan pertimbangan investor untuk memperoleh ketepatan dalam keputusan berinvestasi.

2. Bagi Perusahaan

Manajemen perusahaan sebaiknya berusaha untuk meningkatkan *free*

cash flow yang dihasilkan karena *free cash flow* mengandung informasi yang dapat memberikan respon positif dari investor terhadap nilai perusahaan. Selain itu, manajemen perusahaan hendaknya dapat menggunakan *free cash flow* yang dihasilkan secara bijak dengan lebih mementingkan kepentingan kesejahteraan pemegang saham karena jika tidak, maka akan berdampak pada meningkatnya *agency cost*. *Agency cost* yang terlalu tinggi akan membuat pemegang saham melakukan pengambil alihan secara paksa pengelolaan perusahaan dari manajemen, sehingga manajemen diharapkan dapat membatasi dirinya dengan lebih mementingkan kepentingan pemegang saham daripada kepentingan pribadi manajemen.

3. Bagi Peneliti Selanjutnya

Peneliti selanjutnya perlu untuk mencoba menggunakan objek penelitian lain selain perusahaan sektor industri barang konsumsi karena memungkinkan ditemukannya hasil dan kesimpulan yang berbeda dan mencoba untuk menggunakan proksi pengukuran *agency cost* yang berbeda dari penelitian ini, seperti *selling, general, and administrative to sales ratio*,

DAFTAR PUSTAKA

- Andini, Ni Wayan Lady dan Wirawati, Ni Gusti Putu. 2014. Pengaruh *Free Cash Flow* Pada Kinerja Keuangan dan Implikasinya Pada Nilai Perusahaan. *E - Jurnal Akutansi Universitas Udayana*. Vol. 7, No.1, pp. 107-124.
- Bursa Efek Indonesia. 2012. *IDX Statistics Book*.(Online).(http://www.idx.co.id. diakses 18 April 2016).
- _____. 2013. *IDX Statistics Book*.(Online).(http://www.idx.co.id. diakses 18 April 2016).
- _____. 2014. *IDX Statistics Book*.(Online).(http://www.idx.co.id. diakses 18 Mei 2016).

- Brigham, E. F., & Daves, P. R. 2010. *Intermediate financial management*. 10th edition. Mason, South Western: Cengage Learning.
- Brush, T. H., Philip, B dan H. Margaretha (2000). The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 455 – 472.
- Chung, Richard., Firth, Michael., and Kim, Jeong Bon. 2005. Earnings Management, Surplus Free Cash flow, and External Monitoring. *Journal of Business Research*, Vol. 58, No. 6, pp. 766 – 776.
- Chung, Kee H and Pruit, Stephen W. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q . *Financial Management Autumn*, Vol. 23, No. 3, pp. 70-74.
- Easterbrook, F.H., 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650 – 659.
- Eisenhard, Kathleen M. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No.1, pp. 57 – 74.
- Elen Puspitasari dan Bambang Sudiyanto. 2010. Tobin's q Dan Altman Z-Score Sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan. *Kajian Akuntansi*, Vol. 2, No. 1, pp. 9 – 21
- Gitman, Lawrence J. and Zutler, Chad J. 2012. *Principles of Managerial Finance*. 13th Edition. United States of America: Pearson
- Heydari, Iman, Mirzaeifar, Milad, and Javadghayedi, Mohammad. 2014. Investigating The Relationship Between Free Cash Flows and firm Performance Evidence from Tehran Stock Exchange. *Indian Journal Scientific Research*. Vol. 4, No. 6, pp. 269 – 279.
- Holder, Mark E., Langrehr, Fredrick W., and Hexter, J. Lawrence. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stackholder Theory. *Financial Management*, Vol. 27, No. 3. pp, 73 – 82.
- Imam Ghozali. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Isti Fadah. 2013. Pengaruh Dividen dan Biaya Keagenan Terhadap Nilai Perusahaan (Model Komparatif pada Perusahaan yang Menerapkan Corporate Governance dengan Intetitas Tinggi dan Rendah). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol. 11, No. 2, pp. 223 – 232.
- Jensen, M.C dan W.H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownersip Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305 – 360.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323 – 329.
- Keown, Arthur J., Martin, John D., and Titman, Sheridan. 2011. 11th Edition. *Financial Management Principles and Application*. United States of America: Pearson
- Khidmat, Waqas dan Rehman, Mobeen. 2014. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Cost on Firm Performance. *Journal of Financial Engineering*, Vol. 1, No. 3, pp. 1 – 25
- Muhammad Arfan dan Henry Rofrizar. 2013. Nilai Perusahaan Dalam Kaitannya Dengan Arus Kas Bebas dan Perumbuhan Perusahaan. *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, Vol. 6, No. 1, pp. 14 – 30.
- Prayitno dan Sumiyana. 2013. Dampak Aliran Kas Bebas Terhadap Biaya Keagenan, Kinerja, Nilai, Dan Penegmbalian Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia Tahun 2006 – 2011). *Jurnal E-maksi Harapan*, Vol.1, No. 1, pp. 20 – 34

- Richardson, Scott. 2006. Overinvestment of Free Cash Flow. *Review Accounting Study*, Vol. 11, pp. 159 – 189.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., and Jaffe, Jeffrey. 2013. *Corporate Finance*. 10th Edition. New York: McGraw-Hill.
- Santi Piramita. 2012. Analisis Pengaruh Free Cash Flow terhadap Agency Cost dan Kinerja Keuangan. *Skripsi*. Universitas Indonesia.
- Singh, Manohar and Davidson III, Wallace N. 2003. Agency Cost, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanism. *Journal of Finance*, Vol. 27, pp. 793 – 816.
- Solimun. 2002. *Structural Equation Modelling Lisrel dan Amos*. Malang: Penerbit Universitas Negeri Malang.
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta
- Sujoko dan Ugy Soebintoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Lverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No. 1, pp. 41 – 48.
- Tobin, James. 1969. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1 (Feb., 1969), pp. 15-29
- Vogt, Stephen C. and Vu, Joseph D. 2000. Free Cash Flow And Long – Rung Firm Value : Evidence From The Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues*, Vol. 12, No. 2, pp. 188 – 207.
- Wang, Goerge Yungchih. 2010. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Cost on Firm Perfomance. *Journal Service Science & Management*, Vol. 3, pp. 408 – 418.
- Xiao, Sheng. 2009. How Do Agency Cost Affect Firm Value? Evidence from China. *Journal of Economic Literature*.