

**PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL TERHADAP *FREE CASH FLOW*
DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR
DIBURSA EFEK INDONESIA**

Misrah

STIE Ichsan Pohuwato Gorontalo, Jl. Trans Sulawesi No. 47 Marisa Pohuwato

e-mail : misrahsosimm@gmail.com

ABSTRACT

This study aims to develop and analyze the effect of managerial oportunist behavior on free cash flow and firm value on manufacturing companies listed on the Indonesian stock exchange. The result of the research showed that the variable of firm size (X1) to Free Cash Flow (Y1), obtained structural coefficient of -0.033, and P-value 0.336. Because P-value > 0.05, Corporate Size (X1) to Corporate Value (Y2), structural coefficient is 0.102, and P-value 0.002. Because P-value < 0.05, Leverage (X2) to free cash flow (Y1), obtained structural coefficient of 0.037, and P-value 0.041. Because P-value < 0.05, Leverage (X2) to firm value (Y1), obtained structural coefficient of -0.014, and P-value 0.681. Because P-value > 0.05, Systemic Risk (X3) to free cash flow (Y1), obtained structural coefficient of -0.006, and P-value 0.861. Because P-value > 0.05, Systemic Risk (X3) to firm value (Y2), obtained structural coefficient of 0.884, and P-value 0.000.

Key board:

PENDAHULUAN

Secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1980; Wright dan Ferris, 1997; Walker 2000; dan Qureshi, 2006). Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham (Martin, et al. 1994). Tujuan ini dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi

keputusan keuangan yang lain dan berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 2001

Keberadaan dari *asymmetry information* antara manajer dan pemegang saham terus berjalan sehubungan dengan dipisahkannya antara pemilik dan pengelola. Argumentasi ini adalah berdasarkan pada asumsi bahwa para manajer mungkin berperilaku oportunistik yang ditunjukkan dengan kegiatan-kegiatan yang hanya memenuhi kepentingan mereka sendiri yang tidak selalu

bermanfaat bagi para pemegang saham (Jensen, 1976 dalam Nizar, 2007). Managerial opportunism hypothesis sebagaimana diungkapkan oleh (Jensen, 1986 dalam Jiraporn dan Ning, 2006) menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan menahan cash dalam perusahaan, yang menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dengan pendapatan yang hanya meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham.

Lebih lanjut Amihud dan Lev (1981) yang menyatakan bahwa manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Di satu pihak, kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan

pemegang saham. Perkembangan selanjutnya *agency theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut World bank (1999), mekanisme pengendalian *corporat governance* di bagi menjadi dua yaitu mekanisme eksternal dan internal perusahaan. Denis, Diane dan Atulya Sarin (1999), Demsets dan Lehn (1985), menyatakan bahwa salah satu bentuk atau mekanisme *corporate governance* yang dapat digunakan untuk menyamakan kepentingan principal dan agent adalah konsentrasi kepemilikan. Terkonsentrasinya kepemilikan, maka principal mempunyai insentif untuk memonitor agent, agar mereka bertindak selaras dengan kepentingan pemilik.

Klein et al. (2002) dan Mao (2003) menyatakan bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan yang cenderung digunakan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negative, yang menyebabkan ketidak-efisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Grossman dan Hart (1992) dan Chyntia (2003) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih

keras dan membuat keputusan investasi yang lebih baik. Pemenuhan kebutuhan dana untuk menambah modal baru melalui hutang, membuat manajer harus lebih berhati-hati dalam menggunakannya. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi kebutuhan perusahaan terhadap *outside stock*, dan membantu menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham.

Gill et al. (2011) menemukan hubungan positif antara utang jangka panjang atas *total asset* dan profitabilitas. Penelitian dilakukan pada dua jenis perusahaan yakni perusahaan jasa dan manufaktur di Amerika. Melalui analisis regresi Gill et al. (2011) menemukan hubungan positif antara total utang atas total asset terhadap profitabilitas. Chiang (2002) melalui analisis regresi mengindikasikan bahwa profitabilitas dan struktur modal saling terkait. Data yang mereka kumpulkan berkaitan dengan 18 pengembang dan 17 kontraktor dari hongkong dengan menggunakan Data Stream (database keuangan elektronik). Penelitian Abor (2005) juga menemukan bahwa utang jangka panjang terhadap total asset berpengaruh negative terhadap profitabilitas.

RUMUSAN MASALAH

Bedasarkan pada masalah yang telah dikemukakan di atas selanjutnya guna mendukung penelitian empiris, maka beberapa pertanyaan diajukan untuk dikembangkan dalam penelitian ini, sebagai berikut:

1. Apakah *size firm* berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui *free cash flow*?
2. Apakah *leverage* berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui *free cash flow*?
3. Apakah *sistemik risk* berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui *free cash flow*?

LANDASAN TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan

Free cash flow hypothesis merupakan pengembangan yang bersifat teoritis dan yang kaya dalam pemodelan dividend sebagai suatu *signals* yang berasal dari informasi pribadi *managerial* atau *entrepreneurial*. *Free cash flow hypothesis* juga memberikan peningkatan kepada penelitian empiris untuk faktor penentu yang kuat dari teori pemberian isyarat. Khususnya, literatur empiris yang mencoba untuk menguji paradigma pemberian isyarat yang

diragukan menentang suatu dasar pemikiran alternatif untuk dividen yang dikembangkan oleh Jensen (1986), yang didasarkan pada kerangka agen-pemilik. Menurut kerangka ini, dividen digunakan oleh para pemegang saham sebagai suatu alat untuk mengurangi *overinvestment* yang dilakukan oleh para manajer. Para manajer mengendalikan perusahaan; oleh karena itu, mereka akan menginvestasikan *cash* dalam proyek-proyek dengan *net present values* yang negatif, tetapi yang dapat meningkatkan kegunaan pribadi para manajer. Pembayaran dividen akan mengurangi *free cash flow* dan dengan demikian akan mengurangi ruang lingkup para manajer untuk melakukan *overinvestment*. Easterbrook (1984) dan Jensen (1986) adalah dua orang pakar yang paling banyak bekerja untuk menguji model ini.

Easterbrook (1984) merumuskan hipotesis bahwa dividen digunakan untuk mengambil *free cash flow* dari penguasaan para manajer dan dibayarkannya kepada para pemegang saham. Hal ini memastikan bahwa para manajer itu harus mendekati pasar modal untuk memenuhi pembiayaan yang diperlukan untuk proyek-proyek yang baru. Kebutuhan untuk mendekati pasar modal memaksa suatu sikap disiplin atas para manajer, dengan demikian akan mengurangi biaya pemantauan para

manajer. Tambahan pula, Easterbrook (1984) mengajukan hipotesis bahwa dengan sangat mendesaknya untuk mendekati pasar modal juga bertindak sebagai suatu serangan balasan terhadap manajer yang mempunyai sifat menghindari risiko.

Jensen (1986), menetapkan bahwa di dalam perusahaan-perusahaan dengan arus kas yang besar, para manajer akan memiliki suatu tendensi untuk menanam modal dalam proyek-proyek yang mempunyai *rate of return* rendah. Menurut Jensen, hutang dapat mencegah keadaan ini dengan mengambil *free cash flow* yang ada ditangan para manajer. Jensen menetapkan bahwa pengambilalihan dan *mergers* berlangsung ketika salah satu memperoleh atau mempunyai suatu jumlah yang besar dari *free cash flow* atau yang diperoleh mempunyai suatu *free cash flow* yang besar yang belum dibayarkan dalam bentuk dividen kas kepada para pemegang saham. Meskipun Jensen tidak berhubungan (*deal*) dengan isu dari dividend, peneliti-peneliti empiris dari kebijakan dividen sering kali menggunakan artikel Jensen untuk memotivasi pengujian-pengujian *free cash flow hypothesis* dari kebijakan dividen.

Selanjutnya Jensen (1986) menjelaskan bahwa keberadaan *cash*

flow yang terlalu banyak bisa mengakibatkan kekeliruan perilaku para manajer dan munculnya keputusan-keputusan yang salah, dalam arti tidak sepenuhnya mencerminkan kepentingan para pemilik saham. Dalam kalimat lain, para manajer akan tergoda untuk mempertahankan *cash flow* bebas itu dan akan "memainkan". Mereka cenderung tidak akan mengalokasikannya secepat mungkin, katakanlah untuk menambah pembayaran dividen tunai.

Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) Terhadap Nilai Perusahaan

Ukuran perusahaan diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan, di mana perusahaan besar cenderung menarik perhatian dan menjadi sorotan publik, sehingga akan mendorong perusahaan tersebut untuk menerapkan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang lebih baik, dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Durnev dan Kim dalam Darmawati et al. 2006). Di sisi lain, Klapper dan Love, dalam Darmawati et al. (2006), menyatakan bahwa perusahaan kecil memiliki kesempatan bertumbuh yang lebih baik sehingga akan membutuhkan dana eksternal yang lebih besar, yang pada akhirnya ada kebutuhan struktur dan mekanisme *corporate*

governance yang baik, dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Simon Herbert (1959), dalam Baysinger dan Hoskisson (1990) menyatakan bahwa manajer mempunyai kecenderungan untuk berperilaku oportunistik dengan memainkan dana yang ditanamkan investor dengan mencari suatu tingkat yang sesuai untuk pertumbuhan perusahaan sebab mereka lebih memperhatikan kepastian kepemilikannya daripada memaksimalkan nilai perusahaan untuk para pemegang saham. Sedangkan kenyataan yang ada pemegang saham telah mendelegasikan kekuasaannya untuk membuat keputusan kepada agen (CEO) dengan harapan bahwa agen akan bertindak dalam kepentingan terbaik mereka (Bonazzi dan Islam, 2007).

Agency theory sebagaimana dikutip Amihud dan Lev (1981) mengungkapkan bahwa, manajer dan pemegang saham mempunyai tujuan yang berbeda. Di satu pihak kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan

penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, dalam Bethel dan Julia (1993). Hasil penelitian Grand Jammine dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993) menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun tidak meningkatkan nilai perusahaan. Manajer pada perusahaan dengan *free cash flows* yang besar mempunyai kecenderungan untuk melakukan tindakan *overinvestment* dan *excessive perquisites* (Myers dan Majluf, 1984; dan Rao, 1992). Sejalan dengan itu, Jensen (1986) berpendapat bahwa perusahaan dengan *free cash flows* yang substansial cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan *net present value* yang negatif, tindakan ini mengakibatkan ukuran perusahaan menjadi besar tetapi tidak meningkatkan nilainya.

Berdasarkan pada telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, apabila tidak terjadi permasalahan agensi, maka tidak akan terjadi perilaku oportunistik manajerial. Besarnya ukuran perusahaan (*firm size*) tentunya akan berpengaruh positif terhadap tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan, sebagaimana hasil penelitian yang telah dilakukan Hall

dan Weiss (1967). Dengan demikian, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan pendanaan adalah pemilihan struktur keuangan, yang menyangkut bauran pendanaan yang berasal dari modal sendiri dan utang yang akan digunakan oleh perusahaan. Pemilihan struktur keuangan ini pada akhirnya menyangkut penentuan banyaknya utang (*leverage keuangan*) yang akan digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitya. Pendanaan dengan modal sendiri maupun dengan menggunakan utang akan menimbulkan biaya. Biaya ini dikenal dengan istilah biaya modal. Ada beberapa definisi tentang leverage. Definisi yang akan digunakan tergantung pada tujuan analisis (Rajan & Zingales, 1995). Leverage dapat diukur dengan menggunakan nilai buku maupun dengan nilai pasar. *Leverage* didefinisikan sebagai rasio nilai buku utang terhadap nilai buku aktiva dalam penelitian ini. Hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan menjadi perdebatan, baik secara teoritis maupun dalam penelitian empiris. Modigliani and Miller (1958, 1963) menunjukkan bahwa dalam pasar sempurna tanpa pajak, *leverage* tidak ada hubungannya dengan nilai perusahaan. Apabila ada pajak, pembayaran bunga

akan menimbulkan penghematan pajak, sehingga relasi antara nilai perusahaan dengan struktur modal adalah positif. Miller (1977) menambahkan pajak perorangan dalam analisisnya dan menunjukkan bahwa penggunaan utang yang optimal terjadi di tingkat makro, tetapi tidak terjadi pada tingkat perusahaan. Penelitian lain menambahkan dalam pasar tidak sempurna, ada berbagai masalah yang mempengaruhi struktur modal optimal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan, misalnya biaya kebangkrutan (Baxter & Cragg, 1970; Stiglitz, 1972; Kraus & Litzenberger, 1973; Kim, 1978), biaya keagenan (Jensen & Meckling, 1976), dan keuntungan penghematan pajak karena penggunaan leverage (DeAngelo & Masulis, 1980). Analisis- analisis mereka mengukuhkan keberadaan struktur modal optimal. DeAngelo and Masulis (1980) menunjukkan dengan adanya substitusi penghematan pajak untuk utang (seperti depresiasi, amortisasi dan kredit pajak investasi). Oleh karena itu, setiap perusahaan mempunyai keputusan *leverage optimal internal* yang unik dengan atau tanpa biaya yang berhubungan dengan *leverage*. Berdasarkan argumen tersebut, hipotesis yang digunakan adalah.

Systemic Risk Terhadap NilaiPerusahaan

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik dan agen masing-masing menginginkan return yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko (Amihud dan Lev 1981, Jensen 1986, Lane, Canella dan Lubatkin 1988). Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud dan lev (1981) bahwa shareholders lebih berkepentingan terhadap systematic risk, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap unsystematic risk. Konflik ini khususnya terjadi dalam perusahaan dengan free cash flows yang besar karena manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya. Teori agensi memprediksi bahwa pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Saunders et al. (1990), mengemukakan bahwa pemilik mempunyai perilaku risk taking yang lebih tinggi dibandingkan manajer. Sedangkan Van Horne dan Wachowicz (1997) menyatakan bahwa para investor pada umumnya risk averse, implikasinya adalah bahwa proyek investasi yang berisiko lebih tinggi harus menawarkan tingkat pengembalian yang diharapkan

lebih tinggi dibandingkan dengan investasi yang kurang berisiko. Amihud dan Lev, 1981; Jensen dan Murpy, 1990; Marris, 1964; dalam Bethel dan Julia (1993) mengungkapkan bahwa, manajer memiliki insentif untuk ekspansi dan diversifikasi, walaupun hal tersebut tidak meningkatkan nilai pasar perusahaan karena kesejahteraan pribadinya sangat tergantung pada ukuran perusahaan dan risiko kebangkrutan dari pada kinerja perusahaan. Akibatnya menurut Amihud dan Lev, 1981; dan Marris, 1964; manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Jika tidak terjadi masalah keagenan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, maka manajer tidak akan berperilaku oportunistik. Manajer akan melakukan investasi pada proyek-proyek yang berisiko sebagai konsekuensi untuk mendapatkan proyek-proyek investasi yang mempunyai net present value positif. Teori manajemen keuangan mengungkapkan adanya trade off antara risiko dan return, yaitu jika risiko suatu investasi lebih tinggi, maka return yang diharapkan juga tinggi. Investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan berarti investasi pada proyek-proyek

yang berisiko, dan pada gilirannya akan meningkatkan rentabilitas. Selanjutnya, tingkat rentabilitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Ball dan Brown, 1968; Beaver, 1968; Beaver et al., 1979; Kormendi dan Lipe, 1987; Lipe 1986; Collins dan Kothari, 1989).

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sector manufaktur yang terdaftar dibursa efek Indonesia tahun 2010-2016. Artikel ini merupakan bagian penelitian yang lebih kompleks dengan metode pengambilan sampel adalah *purposive sampling*. Kriteria perusahaan adalah sebagai berikut: 1. Menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2010 sampai tahun 2016. (2) memiliki data tentang perilaku oportunistik manajerial yang diprosikan dengan ukuran perusahaan, hutang perusahaan, tingkat risiko perusahaan, dan nilai perusahaan yang proksikan dengan Tobin's Q.

Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini menggunakan *path analysis* untuk menganalisis pola hubungan antara variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas (Eksogen) terhadap variabel terikat

(endogen). Asumsi yang mendasari *path analysis* adalah, (1) Hubungan antara variabel adalah linier, adaptif dan bersifat normal. (2) hanya system aliran kausal ke satu arah, artinya tidak ada arah kausalitas yang berbalik. (3) variabel terikat (endogen) minimal dalam skala ukuran interval dan rasio. (model yang di analisis diidentifikasi dengan benar berdasarkan teori dan konsep yang relevan) artinya model yang dikaji atau

dibangun berdasarkan kerangka teoritis tertentu yang mampu menjelaskan hubungan kausalitas antar variabel yang diteliti.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Penjelasan tentang definisi operasional, pengukuran dan indicator variabel yang digunakan dalam penelitian ini disajikan pada table 1

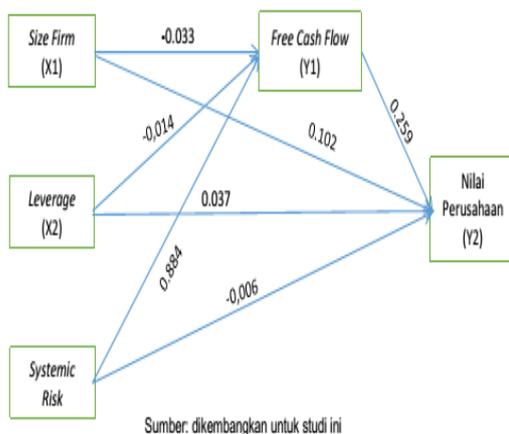
Variabel	Dimensi/Konsep Variabel	Pengukuran Variabel	Justifikasi
Size Firm (X1)	Merupakan ukuran dari besarnya jumlah seluruh kekayaan (total assets) yang dimiliki perusahaan	Natural Logarithm of Total Asset	Fishman et al., 2005; Silveira, 2007; Belcredil dan Rigamonti, 2008.
Leverage (X2)	Merupakan ukuran penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan.	DAR = Total Debt to Total Assets Rati	Jiraporn dan Ning, 2006; Renneboog dan Szilagyi, 2007; Li dan Zhao, 2007
Systemic Risk (X3)	Merupakan ukuran dari risiko sistematis (<i>syatematic risk</i>) yang dimiliki perusahaan.	$R = R_i = \beta_i R_m$ Ri = Return saham I β_i = Beta saham I Rm = Return market	Khan et al., 2007; Moser dan Puckett, 2008; Barnes dan Lee, 2008; Sorescu dan Spanjol, 2008.
Free Cash Flow (Y1)	kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.	"FCF= AKO – PM – NWC	Easterbrook (1984) dan Jensen (1986), Lang, Stulz dan Walkling (1991), McCabe dan Yook (1997), (Jensen dan Meckling, 1976), Marris (1964), Amihud dan Lev (1981), Jensen dan Murpy (1990)
Nilai perusahaan	Suatu konsep yang menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap investasi inkremental	TBNSQ= (MVE + DEBT)/ TA MVE = Market Value of Equity TA = Total Assets DEBT = (Current Liabilities -	Clay, 2002; Brown dan Caylor, 2004; Lasfer, 2006; Kowalewski et al., 2007; Amidu, 2007; Imam dan Malik, 2007; Khan et al., 2007; Belcredil dan Rigamonti, 2008

		Current Assets) + Inventories + Non-Current Liabilities	
--	--	---	--

HASIL DAN PEMBAHASAN

Diagram Hasil Analisis Jalur

Gambar berikut adalah diagram hasil *path analysis* dengan menggunakan paket amos 20.0 yang memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi dari variabel-variabel yang terlibat dalam model penelitian ini.



Gambar 1.
Diagram Hasil Path Analysis Perilaku Oportunistik Manajerial, Free Cash Flow dan Nilai Perusahaan.

Penilaian Kelayakan Model

Sebelum hasil analisis data ini digunakan untuk menguji seluruh hipotesis, maka terlebih dahulu dilakukan evaluasi terhadap kelayakan dari model penelitian ini. Selanjutnya, ringkasan hasil evaluasi terhadap kriteria goodness of fit dari model penelitian ini yang dimaksud disajikan Tabel 1, sebagai berikut:

Tabel 2 Hasil Pengujian Goodness Of Fit Model

	Cut-of value	Hasil Model	Keterangan
Khi Kuadrat	Kecil	3.273	Model Baik
p-value	≥ 0.05	0.774	
CMIN/DF	≤ 2.00	0.545	Model Baik
RMSEA	≤ 0.08	0.000	Model Baik
GFI	≥ 0.90	0.999	Model Baik
AGFI	≥ 0.90	0.995	Model Baik
TLI	≥ 0.95	1.007	Model Baik
CFI	≥ 0.95	1.000	Model Baik

Sumber: Data Primer Diolah, 2016 (Lampiran)

Tabel 2 menunjukkan bahwa hasil penilaian *goodness of fit* adalah sangat layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya. Berdasarkan pada Gambar 1 di atas dan *regression weights* pada output hasil analisis data melalui paket program Amos 20.0, maka disusun persamaan struktural, sebagai berikut:

SIZE =

$$\text{Free Cash Flow} = -0,033 \text{ Size} + -0,014 \text{ Lev} -0,884 \text{ Risk} \dots\dots\dots (1) \text{ P } (0,377) (0,003) (0,099) \text{ dan Cr } (-0,883) (3,003) (1,648)$$

$$\text{Nilai Perusahaan} = 0,102 \text{ Size} + 0,037 \text{ Lev} -0,006 \text{ Risk} \dots\dots\dots (2) \text{ P } (0,848) (0,317) (0,087) \text{ Cr } (0,192) (-1,001) (1,713)$$

Berdasarkan pada persamaan struktur 1 diatas, dapat diketahui bahwa

1. Pengaruh Ukuran Perusahaan (X1) terhadap *Free Cash Flow* (Y1), diperoleh koefisien structural sebesar -0.033, dan P-value 0.336. Karena P-value > 0.05 , serta koefisien bertanda positif mengindikasikan bahwa tidak adanya pengaruh yang signifikan dan positif antara Ukuran Perusahaan (X2.1) terhadap *Free Cash Flow* (Y1). Semakin tinggi Ukuran Perusahaan (X2.1), akan mengakibatkan semakin tinggi pula *Free Cash Flow* (Y1). **Dengan demikian, hipotesis 1 penelitian ini ditolak.**
2. Pengaruh Ukuran Perusahaan (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2), diperoleh koefisien structural sebesar 0.102, dan P-value 0.002. Karena P-value < 0.05 , mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dan positif antara Ukuran Perusahaan (X2.1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2). Semakin, tinggi nilai Ukuran Perusahaan (X2.1) akan berpengaruh pada tingginya Nilai Perusahaan (Y2). **Dengan demikian, hipotesis 2 penelitian ini diterima.**
3. Pengaruh Leverage (X2) terhadap *free cash flow* (Y1), diperoleh koefisien structural sebesar -0.014, dan P-value 0.681. Karena P-value $>$

0.05, serta koefisien bertanda positif mengindikasikan bahwa tidak adanya pengaruh yang signifikan dan positif antara Leverage (X2.2) terhadap nilai perusahaan (Y1). Semakin tinggi Leverage (X2.2), akan mengakibatkan semakin tinggi pula nilai perusahaan (Y1). **Dengan demikian, hipotesis 4 penelitian ini ditolak.**

4. Pengaruh Leverage (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2), diperoleh koefisien structural sebesar 0.037, dan P-value 0.041. Karena P-value < 0.05 , mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dan positif antara Leverage (X2.2) terhadap *free cash flow* (Y1). Semakin tinggi nilai Leverage (X2.2) maka dapat berpengaruh pada tingginya *free cash flow* (Y1). **Dengan demikian, hipotesis 3 penelitian ini diterima.**
5. Pengaruh Sistemik Risk (X3) terhadap *free cash flow* (Y1) diperoleh koefisien structural sebesar 0.884, dan P-value 0.000. Karena P-value < 0.05 , mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dan positif antara Sistemik Risk (X2.3) terhadap *free cash flow* (Y1). Semakin, tinggi nilai Sistemik Risk (X2.3) akan berpengaruh pada *free cash flow* (Y1). **Dengan demikian, hipotesis 6 penelitian ini diterima.**

6. Pengaruh Sistemik Risk (X3) terhadap nilai perusahaan (Y2), diperoleh koefisien structural sebesar -0.006, dan P-value 0.861. Karena P-value > 0.05 , mengindikasikan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dan positif antara *Sistemik Risk* (X2.3) terhadap nilai perusahaan (Y2). Semakin tinggi nilai *Sistemik Risk* (X2.3) maka dapat berpengaruh pada tingginya nilai perusahaan (Y2) **Dengan demikian, hipotesis 5 penelitian ini ditolak.**

7. Pengaruh *Free cash flow* (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2), diperoleh koefisien structural sebesar 0.259, dan P-value 0.000. Karena P-value < 0.05 , mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dan positif antara *free cash flow* (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2). Semakin tinggi nilai *free cash flow* (Y1) akan berpengaruh pada tingginya Nilai Perusahaan (Y2). **Dengan demikian, hipotesis 5 penelitian ini diterima.**

8. Hubungan *Size, Leverage dan Risk* yang di Mediasi *Free Cash Flow*

Pengujian hipotesis 8 ini adalah untuk mengetahui apakah variabel- variabel yang menjadi proksi perilaku oportunistik manajerial berpengaruh secara langsung terhadap dividend payout ratio atau melalui return on equity. Tabel 6 berikut menyajikan besar dan arah koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung dari Lev, *Firm Size* (SIZE), dan *Systematic Risk* (RISK) terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh *free cash flow*

Tabel 3 Hasil Analisis Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung SIZE, LEVERAGE dan RISK Terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi *Free Cash Flow*.

KETERANGAN	Variabel Independen		
	SIZE	LEV	RISK
Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Free Cash Flow</i>	-0,033	- 0,014	0,884
Pengaruh langsung variabel independen terhadap nilai perusahaan	0,102	0,037	-0,006
Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Nilai Perusahaan sebesar 0.259	-	-	-
Pengaruh tidak langsung (melalui <i>Free cash flow</i>) terhadap dependent Nilai perusahaan	0.0085	0.0036	0.230

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 3, dapat diketahui 1) Pengaruh SIZE secara tidak langsung (melalui *Free Cash Flow*) terhadap nilai perusahaan adalah 0,0085 nilai koefisien pengaruh langsung size terhadap Nilai perusahaan adalah 0.102,.

2) Pengaruh LEV secara tidak langsung (melalui *Free Cash Flow*) terhadap nilai perusahaan adalah 0,0036; nilai koefisien pengaruh langsung LEV terhadap nilai perusahaan adalah 0.037.;

3) Pengaruh RISK secara tidak langsung (melalui *free cash flow*) terhadap Nilai perusahaan adalah 0,230. nilai koefisien pengaruh langsung RISK terhadap nilai perusahaan adalah -0.006. Dengan demikian, hipotesis 7 yang menyatakan bahwa *Free Cash Flow* akan memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan *free cash flow*, dapat diterima.

Keterbatasan Penelitian

Model empiris dalam penelitian ini hanya menggunakan mekanisme perilaku oportunistik manajerial, karena agency theory lebih menyoroti aspek mekanisme internal *corporate governance* (Eisenhardt, 1989). Sedangkan, Wals dan Seward (1990) serta World Bank (1999) menyatakan bahwa secara umum dikenal dua mekanisme kontrol yaitu mekanisme kontrol internal dan eksternal. Mekanisme eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar yaitu dengan melalui efektifitas pasar modal (Fama dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1982), serta the managerial labor market (Fama, 1980).

Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini hanya menyangkut perusahaan-perusahaan sektor industri manufaktur, dengan alasan untuk menghindari perbedaan karakteristik industri. Selain itu, penelitian ini menggunakan *pooled data*, selanjutnya agar penelitian mendatang memberikan kekuatan generalisasi yang lebih luas dan lebih baik, diharapkan dapat melibatkan seluruh sektor BUMN. Adapun, untuk menghindari perbedaan karakteristik industri, maka disarankan untuk menggunakan fixed effect model dan time effect model, selain pooled model

Daftar Rujukan

- Abor, Joshua. 2005. "The Effect of Capital Structure on Profitability : Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana". *Journal of Risk Finance*.6(5), pp. 438-445.
- Amihud, Y. dan B. Lev (1981), "Risk Reducction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economic*, Vol. 12: pp. 11-18.
- Ball, R.P. Brown. 1968. An empirical Evaluation of Accounting Income Number.
- Baysinger, B., dan Hoskinsson, R. E., (1990), "The composition of the Board of Directors and Strategic Control: Effects of corporate strategy". *Academy of Management Review*, Vol. 15: pp. 72-87.

- Bethel, J.E. dan Julia Liebeskind (1993), "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategi management Journal*, Vol. 14: pp. 15 – 31.
- Collins, D.W. dan S.P. Kothari. 1989. *An Analysis of Intertemporal and Cross*
- Darmawati, D., Khomsiyah dan Rika Gelar Rahayu. (2004), "Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan". Simposium Nasional Akuntansi VII, IAI, Denpasar, 2-3 Desember 2004.
- DeAngelo, H., dan R.W. Masulis (1980b), "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation". *The Journal of Finance Economics*, Vol. 8: pp. 3-29.
- Denis, D., dan A. Sarin (1999), "Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations". *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 2: pp. 187-224.
- Easterbrook, F. H. (1984), "*Two AgencyCost Explanations of Dividends*". *American Economic Review*, Vol. 74: pp. 650-659.
- Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, pp. 288-307
- Fama, E. F., dan K. R. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay"? *Journal of Financial Economics*, Vol. 60: pp. 3-43.
- Grossman, Sanford J., dan Oliver Hart (1992), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives: in J. McCall, ed". *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, USA.
- Hall, M., dan Weiss, L. (1967), "Firms size and profitability". *The Review of Economics and Statistics*. pp. 319–331
- Jensen, Michael C. (1986), "*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*", *American Economic Review*. Vol. 76: pp. 23-329
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, Michael C., dan Smith, Jr Clifford W. (1994), "*The Modern*

- Theory of Corporate Finance*".
Mc Graw – Hill Book Company.
- Jiraporn, Pornsit, dan Yixi Ning (2006),
"Dividend Policy, Shareholder
Rights, and Corporate
Governance". *Journal of Applied
Finance – Fall/winter 2006.*
- Journal of Accounting Research*
(Autumn): 159-178.
- Lipe, R.C. 1990. The Realitions
Between Stock Return, Accounting
Earnings, and
Myers, Stewart C., dan Nicholas S.
Majluf (1984), "Corporate
Financing and Investment
Decision When Firm Have
Information That Investor do not
Have". *Journal of Financial
Economic*, Vol. 13: pp. 419-453.
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006),
"System dynamics modelling of
firm value". *Journal of Modelling
in Management*. Vol. 2, No. 1, pp.
24-39
- Shleifer, A. dan R.W. Vishny (1986),
"Large Shareholders and
Corporate Control," *The Journal
of Political Economy* 94, 461-488.
- Van Horne, James dan J. Wachowich
(2004), "Fundamental of Financial
Management". Prentice Hall.
England.
- Walker, M Mark (2000), "Corporate
Take Over, Strategic Objectives,
and Acquiringn Firm Shareholders
Wealth". *Financial Management*,
Winter: pp. 36-46.
- Walker, M Mark (2000), "Corporate
Take Over, Strategic Objectives,
and Acquiringn Firm Shareholders
Wealth". *Financial Management*,
Winter: pp. 36-46.
- Wright, Peter, dan Ferris, Stephen P.
(1997), "Agency Conflict &
Corporate Strategy: The Effect of
Divestment on Corporate Value".
Strategic Management Journal.
Vol. 18: pp. 77-83.