

PENGARUH CASH FLOW TERHADAP LEVERAGE DAN INVESTASI SERTA DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Jemmi Benardi K.

Fakultas Ekonomi Universitas Slamet Riyadi Surakarta

ABSTRACT

Indonesian economy has experience a great turbulence as an effect of financial crisis taking place in 1997 – 1998 which dragged the economic condition into severe, long term crisis. This crisis has destroyed the whole economic components including those in real sector and in the Indonesian capital market which causes many companies to go bankrupt because of having financial distress. Therefore financial policy relating with financing and investment should be an important factor to attain the company goal.

This research is conducted at 100 go public manufacture sector companies in the Jakarta stock exchange as research sample in the period of 2000 – 2004, considering manufacture sector contribution is one third of the total economic output, performing the biggest product domestic bruto contribution, labor user, non oil sector provider, and sales to the whole sectors at Jakarta stock exchange covering more than 60%. Analysis technique implemented is structural equation modelling using AMOS 6 and SPSS 14 software.

Research results show that cash flow has a real impact upon leverage, investment, and firm value. If internal fund source of profitability is low and debt benefit is smaller than debt cost, the company will experience financial distress and risk of bankruptcy. Therefore, the company is expected to be able to manage debt effectirely, conduct operational efficiency and effectivity, together with the use of too big debt while the macro economic condition has not been stable yet.

Keywords: *Cash flow, leverage, investment, the value of firm.*

PENDAHULUAN

Ekonomi Indonesia mengalami turbulensi yang besar menginjak bulan Juli 1997 akibat *contagion effect* yang bermula dari Thailand. Sejak saat itu ekonomi masuk ke dalam jurang krisis yang dalam dan lama, krisis ekonomi ini telah memporakporandakan seluruh sendi ekonomi, menyebabkan hutang negara melonjak dari sekitar 30% dari produk domestik bruto (PDB) sebelum krisis menjadi lebih dari 90% dari PDB, ekonomi mengalami kontraksi -13,8% yang mengakibatkan kehidupan masyarakat memburuk dengan cepat karena banyaknya pemutusan hubungan kerja akibat banyaknya perusahaan dan bank yang gulung tikar atau ditutup (Soesastro, dkk. 2005). Sejak itu sektor riil dan keuangan ambruk,

tingkat inflasi dan tingkat suku bunga SBI mencapai 70% sehingga banyak perusahaan dan bank yang kolaps. Kapasitas produksi yang terpakai di banyak industri hanya dibawah 40% dan banyak bank yang dilikuidasi, dibekukan, ataupun dimerger (sekitar 106 dari 238 jumlah bank). Tentu saja semua itu membawa dampak sosial yang serius karena pengangguran meningkat dengan pesat mencapai lebih lebih dari 10 juta orang, demikian juga kemiskinan diperkirakan lebih dari 50 juta orang. Ongkos untuk menyetatkan bank memerlukan sekitar 55% dari PDB yang sebagian besar berbentuk bantuan likuiditas bank Indonesia (BLBI), namun ratusan triliun rupiah uang negara menguap untuk menyetatkan perbankan yang sebagian besar dana tersebut disalahgunakan oleh bankir-bankir nakal.

Krisis multidimensi yang melanda perekonomian Indonesia sejak pertengahan tahun 1997 yang dipicu oleh merosotnya nilai tukar telah berdampak sangat luas, membuat beban hutang luar negeri semakin meningkat sehingga APBN mengalami defisit dan membengkak. Defisit tersebut ditutup dari berbagai sumber, di antaranya dengan berhutang baik dari luar negeri maupun domestik. Krisis tersebut mempengaruhi seluruh sendi-sendi perekonomian nasional termasuk kinerja pasar modal Indonesia. Pasar modal merupakan lembaga yang potensial yang dapat difungsikan secara optimal dengan melibatkan masyarakat luas sebagai investor guna membiayai pembangunan nasional sehingga pasar modal dapat menjadi sumber pembiayaan bagi perusahaan yang memerlukan dana dan bagi investor pasar modal akan memberikan tingkat keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan perbankan atau berinvestasi di lembaga keuangan lain.

Palepu, Bernard and Healy (1996) mengemukakan ada dua model struktur modal: Pertama, *Static model of capital structure* yang menguji bagaimana *trade-off* antara *benefit* dan *cost* dari hutang menentukan suatu bauran hutang dan ekuitas yang optimal dalam jangka panjang. *Static model* atau *the trade-off theory* menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan disulitkan dengan hutang yang besar sebab terlalu banyak membayar dengan *cash* yang dihasilkan secara internal beberapa tahun, yaitu menerbitkan saham, membatasi dividen atau menjual asset/aktiva untuk meningkatkan *cash* untuk menyeimbangkan kembali struktur modal perusahaan. Kedua, *Dynamic model of capital structure* menguji bagaimana efek informasi dapat mengarahkan suatu perusahaan menyimpang dari struktur modal optimalnya dalam jangka panjang karena mereka mencari pendanaan untuk investasi barunya. Ghosh and Francis (1999) menyatakan bahwa Myers (1984) mengusulkan *pecking order theory* (POT) dimana perusahaan belum mendefinisikan rasio hutang yang ditargetkan dan perusahaan umumnya lebih suka *internal financing* (pertama) kemudian *external debt financing* (kedua) dan *external equity financing* (ketiga).

De Medeiros and Daher (2004), Tong, *et al.* (2004), dan Qiu and Smith (2005) juga menyebutkan bahwa ada dua model struktur modal yaitu *Trade-Off Theory* yang menyatakan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan dapat diperoleh dengan struktur modal optimal dengan mempertimbangkan biaya marginal dan faedah dari tiap-tiap unit pendanaan dan kemudian pemilihan bentuk pendanaan yang menyeimbangkan biaya marginal dan faedah tersebut. Faedah hutang antara lain keuntungan pajak dan berkurangnya biaya agensi.

Peningkatan laba merupakan syarat mutlak agar perusahaan dapat terus berkembang, melalui laba yang diperoleh perusahaan pada tiap-tiap periode operasionalnya, perusahaan dapat mengetahui tingkat pertumbuhan dan perkembangan perusahaannya. Untuk mencapai tingkat yang demikian itu, perusahaan berupaya untuk meningkatkan modalnya agar pertumbuhan perusahaan makin pesat, salah satu cara yang dapat dilakukan perusahaan adalah dengan mengefisienkan penggunaan modal baik cara memperolehnya, sumbernya, komposisi pembiayaannya, maupun pengalokasiannya (Peterson and Benesh, 1963).

Selain laba, arus kas (*cash flow*) juga merupakan sumber dana internal. Aliran kas ini baik yang merupakan penerimaan atau pengeluaran kas diperoleh melalui tiga jenis kegiatan, yakni: arus kas dari kegiatan operasi, arus kas dari aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan. Arus kas dari kegiatan operasi menjadi perhatian penting karena dalam jangka panjang perusahaan harus menghasilkan arus kas yang positif sebagai ukuran likuiditas perusahaan, dengan aliran kas positif (surplus) maka akan meningkatkan ketersediaan dana untuk aktivitas investasi seperti membeli aktiva, biaya pemeliharaan/ pengembangan, dan untuk aktivitas pendanaan seperti pelunasan pinjaman, pembayaran kas kepada pemegang saham, dan sebagainya.

Perusahaan tidak hanya membiayai aktivitya dengan modal sendiri tetapi juga dari modal asing, yang berarti perusahaan melakukan keputusan pendanaan yaitu menyangkut cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya. Keputusan pendanaan yang salah atau kurang tepat menyebabkan perusahaan mengalami penurunan dan jika penurunan itu tidak segera di atasi maka perusahaan akan mengalami kerugian besar dan kelangsungan hidup perusahaan menjadi terancam. Begitu pentingnya pendanaan ini bagi kelangsungan hidup perusahaan sehingga pembuatan keputusan pendanaan oleh manajer keuangan perlu memperhatikan dan menganalisis kebijakan struktur modal sehingga dapat menentukan kebijakan pendanaan yang tepat guna membiayai Investasi (McDonald, *et al.*, 1975).

Dalam upaya meningkatkan nilai atau harga saham, perusahaan akan mengambil kebijakan struktur modal yang optimal, namun dalam kondisi krisis seperti yang dialami Indonesia tentunya perusahaan tidak lagi dapat mematok struktur modal optimalnya tetapi perusahaan dituntut untuk lebih fleksibel untuk dapat bertahan hidup. Apabila perusahaan mempunyai cukup dana untuk operasi dan investasi, tentunya tidak memerlukan lagi dana eksternal, namun apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan mencari dana eksternal yang berisiko rendah (*unused risk-free debt*). Namun kesemuanya telah terlepas dari risiko bisnis yang harus ditanggung oleh perusahaan.

Cash flow adalah sumber dana internal di mana pada penerimaan arus kas yang positif dapat dijadikan modal untuk membiayai kegiatan perusahaan sehingga arus kas yang positif menjadi ukuran likuiditas perusahaan. Semakin besar arus kas positif yang dihasilkan maka semakin likuid dan besar dana internal perusahaan, dengan likuidnya perusahaan akan mempengaruhi penilaian terhadap kinerja perusahaan dan tentu pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan (Pike and Dobbins, 1986).

Kemakmuran para pemegang saham diperlihatkan dalam wujud semakin tingginya harga saham yang merupakan pencerminan dari keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen (Sutrisno, 2000). Oleh karena itu kemakmuran para pemegang saham dapat dijadikan sebagai dasar analisis dan tindakan rasional dalam proses pembuatan keputusan. Bagi perusahaan yang akan memutuskan modal mana yang akan diambil apakah modal sendiri atau asing, secara finansial keputusan itu harus dapat meningkatkan kemakmuran pemilik, artinya dari modal sendiri atau asing yang penting mampu meningkatkan kesejahteraan para pemilik atau pemegang saham. Secara umum tentu saja, semakin tinggi *return* atau penghasilan yang diperoleh semakin baik kedudukan pemilik perusahaan.

Dari uraian di atas dapatlah disimpulkan bahwa *cash flow* akan mempengaruhi keputusan pendanaan dan investasi yang akan diambil oleh perusahaan, dan pada akhirnya berdampak pada nilai perusahaan. Dari semua uraian penelitian yang pernah dilakukan oleh peneliti sebelumnya, belum ada peneliti yang melakukan penelitian secara langsung dan bersamaan tentang pengaruh *cash flow* terhadap *leverage* dan investasi serta pengaruh seluruh faktor tersebut terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Bond and Meghir (1994), Carpenter (1994), Cleary (1999), Frank and Goyal (2002), Gugler, *et al.* (2005), dan Lin and Smith (2005) menyimpulkan bahwa *Cash flow* berpengaruh positif terhadap investasi, semakin besar *cash flow* maka semakin besar dana untuk membiayai atau meningkatkan investasi, tapi ditolak oleh Minton and Schrand (1999) bahwa *cash flow* berpengaruh negatif karena perusahaan menggunakan *cash flow* yang besar untuk membiayai biaya iklan, riset dan pengembangan, sedangkan sangat kecil untuk investasi.

Dari penelitian Allen (1993), Carpenter (1994), Mougoue and Mukherjee (1994), dan Frank and Goyal (2002) dapat disimpulkan bahwa Semakin besar *leverage* yang tersedia semakin besar dana untuk membiayai dan meningkatkan investasi, berarti *leverage* berpengaruh positif terhadap investasi. Tetapi ditolak oleh Tong and Green (2004) dan Lin and Smith (2005) bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi karena biaya agensi yang timbul antara *shareholders* dan *debtholders* sangat tinggi saat perusahaan menggunakan hutang, sehingga penggunaan hutang akan mengakibatkan naiknya biaya agensi tersebut.

Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian Hammes (2000), Choi (2003), Rigar and Mansouri (2003), D'Mello and Farhat (2004), dan Titman and Tsyplakov (2005) adalah bahwa penggunaan hutang akan menyebabkan laba yang diperoleh dari manfaat pajak semakin besar sepanjang keseimbangan antara biaya modal hutang dan manfaat pajak dapat dioptimalkan, berarti *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena semakin besar manfaat penggunaan hutang semakin besar laba, dan pada akhirnya semakin tinggi pula harga saham perusahaan. Tapi ditolak oleh Cleary (1999) bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena pada perusahaan yang memiliki hutang terlalu besar menyebabkan biaya modalnya tinggi melebihi manfaat pajak.

Turun atau naiknya harga saham perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Semakin optimal kebijakan struktur modal maka akan semakin

maksimal pengalokasian dana. Semakin efisien pembiayaan dan semakin maksimal investasi maka semakin tinggi laba yang diperoleh. Pentingnya mengetahui dan menganalisis pengaruh faktor *cash flow* terhadap *leverage* dan investasi serta pengaruh *cash flow*, kebijakan *leverage* dan investasi terhadap nilai perusahaan, sehingga perusahaan dapat menentukan bagaimana seharusnya keputusan manajemen keuangan dalam hal ini keputusan pendanaan dan investasi dihasilkan perusahaan sehingga tujuan memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham (pemilik) dapat tercapai melalui peningkatan nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh naiknya harga saham.

Adanya hasil-hasil penelitian yang bertentangan tersebut menunjukkan adanya *research gap* dalam penelitian keuangan, yang tentunya hal ini dapat menimbulkan keraguan tentang kesimpulan mana yang akan dijadikan acuan dalam pengambilan keputusan keuangan. Berdasarkan *research gap* tersebut, maka peneliti melihat adanya celah dan peluang untuk meneliti kembali hal tersebut. Peneliti akan melihat pengaruh *cash flow* terhadap *leverage* dan investasi, kemudian pengaruh *leverage* terhadap investasi serta pengaruh seluruh faktor tersebut terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan pemikiran bahwa *internal equity* sebagai pilihan pertama dalam pendanaan maka perusahaan akan selalu meningkatkan laba untuk mendapatkan laba ditahan seperti dikemukakan oleh Ghosh and Francis (1999), Sartono (2001), Fernandez (2001), Bancel and Mittoo (2003), dan Titman and Tsyplakov (2005).

HIPOTESIS PENELITIAN

1. Faktor *cash flow* memiliki pengaruh terhadap *leverage*, investasi, dan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* dalam kondisi krisis di pasar modal Indonesia, meliputi:
 - a. Terdapat pengaruh yang signifikan negatif faktor *cash flow* terhadap *leverage*.
 - b. Terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor *cash flow* terhadap investasi.
 - c. Terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor *cash flow* terhadap nilai perusahaan.
2. Faktor *leverage* memiliki pengaruh terhadap investasi dan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* dalam kondisi krisis di pasar modal Indonesia, meliputi:
 - a. Terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor *Leverage* terhadap investasi.
 - b. Terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor *Leverage* terhadap nilai perusahaan.
3. Terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor investasi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* dalam kondisi krisis di pasar modal Indonesia.

METODE PENELITIAN

Objek dan Waktu Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Dipilihnya objek penelitian ini didasarkan pada alasan karena Bursa Efek Surabaya (BES) lebih banyak menjual saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan kemudahan mengakses informasi di BEJ berupa data keuangan perusahaan. Alasan lain adalah karena BEJ merupakan pasar modal terbaik ketiga di Asia, kinerja BEJ yang diukur dengan perkembangan indeks sepanjang tahun 2005 naik sebesar 16,4% dari 1.000,23 pada Desember 2004 menjadi 1.164,14 pada Desember 2005, total volume perdagangan mencapai 889,351 Juta saham senilai 735,774 Miliar, nilai kapitalisasi di pasar modal meningkat 17,78% dari 679,9 Triliyun pada Desember 2004 menjadi 800,8 Triliyun pada Desember 2005 (Nasution, 2005). Waktu pelaksanaan penelitian bulan Maret 2006 sampai dengan Mei 2006.

Rancangan Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian, yaitu untuk menguji dan menganalisis pengaruh *cash flow* dan kebijakan *pecking order theory* terhadap *leverage* dan investasi, pengaruh *leverage* terhadap investasi serta pengaruh *cash flow*, kebijakan *pecking order theory*, *leverage*, dan investasi terhadap nilai perusahaan, maka jenis penelitian ini tergolong jenis penelitian eksplanatoris.

Penelitian eksplanatoris adalah penelitian dengan maksud penjelasan (*explanatory* atau *confirmatory*), penelitian yang dilakukan dengan cara menjelaskan gejala yang ditimbulkan oleh suatu objek penelitian, menguji dan memberikan penjelasan kausal atau hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 2004, yaitu sebanyak 158 perusahaan yang dikelompokkan dalam 20 industri. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria sampel yang digunakan. Kriteria-kriteria yang ditetapkan untuk memilih perusahaan yang dijadikan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan harus telah terdaftar di BEJ sejak tahun 1999, karena dalam penelitian ini periode yang diambil adalah tahun 2000 sampai dengan 2004.
2. Jenis perusahaan adalah kelompok industri manufaktur, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory*, hal ini dilakukan untuk menghindari terjadinya bias yang disebabkan adanya perbedaan industri.
3. Perusahaan harus mempunyai laporan keuangan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 Desember, dan telah mempublikasikan laporan keuangannya secara terus menerus sejak tahun 2000 sampai 2004.

Jenis dan Teknik Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder diperoleh dari sumber-sumber yang dipublikasikan oleh pemerintah, swasta ataupun lembaga-lembaga lainnya seperti Bursa Efek Jakarta, hasil penelitian, jurnal ilmiah, majalah, surat kabar dan *Indonesian Capital Market Directory*, dan literatur serta referensi yang memuat informasi tentang kondisi serta perkembangan industri manufaktur.

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah teknik dokumentasi dengan tipe *pooled data*. Teknik ini digunakan untuk memperoleh data sekunder berupa data laporan keuangan, laporan arus kas, harga saham, dan semua informasi mengenai perusahaan-perusahaan manufaktur yang diperlukan untuk penelitian ini. Oleh karena data sekunder maka data-data tersebut dianggap *reliable* dan *valid* sebab telah diaudit oleh akuntan publik

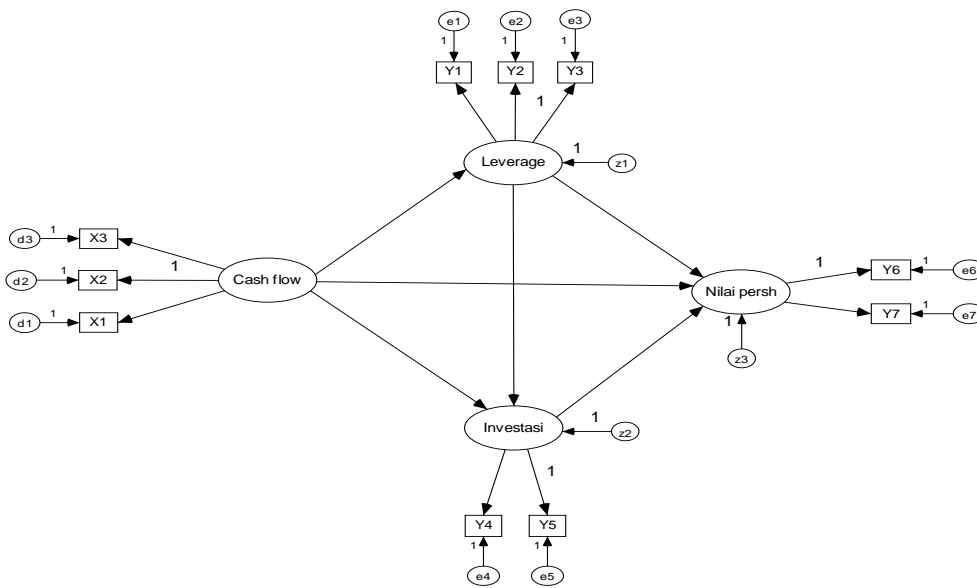
Identifikasi Variabel dan Indikatornya

Tabel 1. Identifikasi variabel dan indikatornya.

No.	Variabel dan Indikator	Notasi
1	<i>Cash flow</i> (CF), diindikatori oleh: a. <i>Operating cash flow to total assets</i> (OTA) b. <i>Operating cash flow to total debt</i> (OTD) c. <i>Operating cash flow to current liabilities</i> (OTCL)	X1 X2 X3
	<i>Leverage</i> (LEV), diindikatori oleh: a. <i>Short term debt to total assets</i> (SDTA) b. <i>Long term debt to total assets</i> (LDTA) c. <i>Total debt to total assets</i> (TDTA)	Y1 Y2 Y3
		Investasi (INV), diindikatori oleh: a. <i>Capital Expenditure</i> (CE) b. <i>Net property, plant, and equipment</i> (NPE)
Nilai perusahaan (NP), diindikatori oleh: a. <i>Price earning ratio</i> (PER) b. <i>Stock price</i> (SP)		

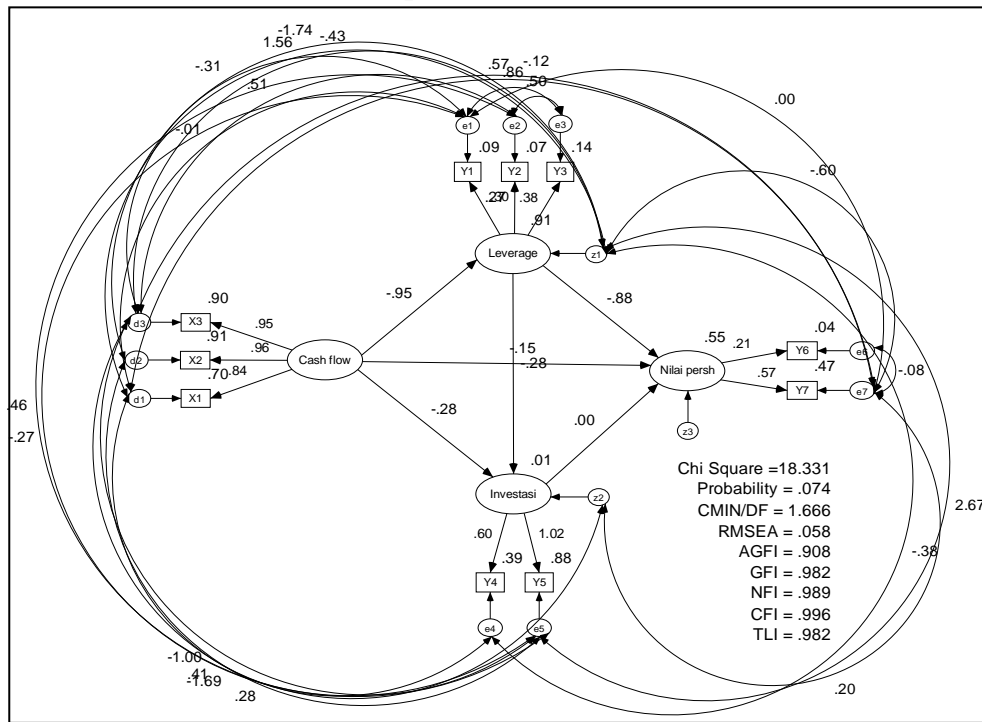
Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan model persamaan struktural (*structural equation model* atau SEM) dengan bantuan Software AMOS 6 dan SPSS 14 untuk mengetahui dan menguji hubungan dan pengaruh antar variabel secara simultan yang melibatkan multivariabel. Digunakannya SEM sebagai metode analisis data dengan alasan bahwa model berbentuk struktural, setiap faktor bersifat *unobservable* (pengukuran didasarkan pada beberapa variabel indikator). SEM adalah sekumpulan teknik-teknik statistik yang memungkinkan pengujian sebuah rangkaian hubungan yang relatif rumit secara simultan (Ferdinand, 2005) dan memungkinkan peneliti menguji hubungan antara variabel yang kompleks baik *recursive* maupun *non-recursive* untuk memperoleh gambaran menyeluruh mengenai keseluruhan model (Ghozali, 2004). Sedangkan model analisis dalam penelitian ini terlihat pada gambar berikut:



Gambar 1. Model analisis

HASIL DAN PEMBAHASAN
Uji Goodness of Fit Model Tahap Akhir



Gambar 2. Model Tahap Akhir

Hasil pengujian tahap akhir tersebut dievaluasi lagi berdasarkan kriteria *goodness of fit model* untuk mengetahui tingkat penerimaan terhadap model penelitian yang digunakan. Penilaian kriteria terhadap model setelah dilakukan modifikasi indeks tersebut dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

Tabel 2. Evaluasi Kriteria Tahap Akhir

Goodness of fit indices	Cut-Off Value	Hasil Perhitungan	Keterangan Model
Probability	$\geq 0,05$	0,074	Baik
CMIN / DF	? 2,00	1,666	Baik
RMSEA	? 0,08	0,058	Baik
AGFI	$\geq 0,09$	0,908	Baik
GFI	$\geq 0,09$	0,982	Baik
NFI	$\geq 0,09$	0,989	Baik
CFI	$\geq 0,09$	0,996	Baik

Pengujian Hipotesis

Dari hasil estimasi model tahap akhir di atas diperoleh informasi berupa output hasil perhitungan yang dapat digunakan untuk penganalisisan penelitian ini lebih lanjut terutama pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis dilakukan dengan cara membandingkan *p-value* (P) dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Hipotesis dikatakan signifikan jika mempunyai nilai probabilitas di bawah 5% ($P < 0.05$). Tingkat signifikansi masing-masing hipotesis penelitian ini dapat dilihat pada tabel 3 berikut:

Tabel 3. Signifikansi Hipotesis Penelitian

Hipotesis	Variabel	Path Coefficient	P-Value	Keterangan
H 1a	Cash flow → Leverage	- 0,925	0,008	Signifikan
H 1b	Cash flow → Investasi	- 0,280	0,109	Tidak Signifikan
H 1c	Cash flow → Nilai Persh	- 0,152	0,713	Tidak Signifikan
H 2a	Leverage → Investasi	- 0,283	0,132	Tidak Signifikan
H 2b	Leverage → Nilai Persh	- 0,885	0,023	Signifikan
H 3	Investasi → Nilai Persh	0,003	0,993	Tidak Signifikan

Berdasarkan tabel 3 di atas mengenai pengujian hipotesis penelitian dan penjelasan hasil pengujian hipotesis dapat disimpulkan bahwa terdapat tiga hipotesis yang signifikan atau diterima dan enam hipotesis yang tidak signifikan. Pengaruh masing-masing variabel terhadap variabel lainnya berdasarkan hasil pengujian hipotesis tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. *Cash flow* memiliki pengaruh signifikan terhadap *leverage* dengan *path coefficient* sebesar -0,962 dan *p-value* sebesar 0,008. Jadi dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 1a yang menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan negatif faktor *cash flow* terhadap *leverage* diterima.
2. *Cash flow* memiliki pengaruh signifikan terhadap investasi dengan *path coefficient* sebesar -0,280 dan *p-value* sebesar 0,109. Jadi dapat disimpulkan

- bahwa Hipotesis 1b yang menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor *cash flow* terhadap investasi ditolak.
3. *Cash flow* memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan *path coefficient* sebesar -0,152 dan *p-value* sebesar 0,713. Jadi dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 1c yang menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor *cash flow* terhadap nilai perusahaan ditolak.
 4. *Leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap investasi dengan *path coefficient* sebesar -0,283 dan *p-value* sebesar 0,132. Jadi dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 2a yang menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor *leverage* terhadap investasi ditolak.
 5. *Leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan *path coefficient* sebesar -0,885 dan *p-value* sebesar 0,023. Jadi dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 2b yang menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor *leverage* terhadap nilai perusahaan diterima.
 6. Investasi memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan *path coefficient* sebesar 0,003 dan *p-value* sebesar 0,993. Jadi dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 3 yang menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan positif faktor investasi terhadap nilai perusahaan ditolak.

Pembahasan Pengaruh antar Variabel Penelitian

1. Pengaruh *cash flow* terhadap *leverage*

Pada tabel 3 terlihat bahwa *cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *leverage* yang ditunjukkan oleh nilai *p-value* sebesar -0,008 ($P > \alpha = 0,05$) dan arah pengaruhnya negatif yakni -0,952 (*standardized estimate*), hasil ini menerima hipotesis 1a yang menyatakan bahwa variabel *cash flow* berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage*.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Frank and Goyal (2002) yang menggunakan variabel *dividend*, *investment*, *cash flow*, *long term debt*, *short term debt*, *leverage*, *tangibility*, *sales*, *profitability*, dan *market book ratio* pada seluruh perusahaan di Amerika dan Canada dengan sampel 768 perusahaan dalam periode tahun 1978 – 1998 yang menemukan bahwa *cash flow* berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage*. Secara teoritis semakin besar *cash flow* maka perusahaan akan menggunakan dana internal, dan akan menyebabkan turunnya penggunaan hutang. Jadi dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi *cash flow* yang tersedia maka akan semakin rendah pula hutang yang akan digunakan.

Penggunaan dana internal dimaksudkan untuk menghindari atau meminimalkan besarnya biaya modal yang dibebankan pada keuangan perusahaan, semakin besar dana internal yang digunakan semakin kecil juga risiko keuangan perusahaan jika menggunakan dana eksternal. Jika perusahaan menggunakan dana eksternal (hutang) yang terlalu besar maka perusahaan akan menghadapi besarnya beban modal dan risiko kesulitan keuangan.

2. Pengaruh *cash flow* terhadap investasi

Pada penelitian ini ditemukan hasil yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan *cash flow* terhadap investasi, seperti yang terlihat pada tabel 3 di mana

nilai *p-value* 0,109 dan *standardized estimate* -0,280. Hal ini mengindikasikan bahwa pada kondisi krisis, investasi perusahaan-perusahaan sektor manufaktur tidak dipengaruhi oleh *cash flow*.

Hasil ini menolak hipotesis 1b yang menyatakan bahwa variabel *cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap investasi. Temuan ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Bond and Meghir (1994), Carpenter (1994), Cleary (1999), Frank and Goyal (2002), Gugler, *et al.* (2005), dan Lin and Smith (2005) yang menemukan bahwa *cash flow* berpengaruh signifikan terhadap investasi. Secara teoritis semakin tinggi *cash flow* maka semakin tinggi pula investasi perusahaan.

Temuan ini sesuai dengan penelitian Minton and Schrand (1999) yang menggunakan variabel *cash flow* dan *investment* pada semua sektor industri yang berjumlah 1.287 perusahaan dalam periode tahun 1989 – 1994 yang menemukan bahwa *cash flow* tidak berpengaruh signifikan karena perusahaan-perusahaan yang diteliti menggunakan *cash flow* yang besar untuk membiayai iklan, riset dan pengembangan, sedangkan untuk investasi sangat kecil. Hal tersebut terjadi karena sebagian besar perusahaan intensif mengeluarkan produk barunya.

Walaupun hasil penelitian ini signifikan namun arah pengaruhnya tidak konsisten dengan teori, hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar *cash flow* maka semakin kecil dana yang dapat digunakan untuk membiayai atau meningkatkan investasi. Dengan demikian dana yang tersedia dari arus kas perusahaan belum sepenuhnya dioptimalkan penggunaannya untuk membiayai investasi, hal ini dikarenakan *cash flow* yang tersedia sebagian besar justru digunakan untuk mengkover hutang perusahaan seperti dalam bahasan sebelumnya ditemukan bahwa indikator X2 yang mengukur kemampuan perusahaan membiayai aktivitya dengan arus kas memiliki koefisien lebih kecil dibanding indikator X3 dan X4 yang mengukur kemampuan *cash flow* menutupi hutang perusahaan.

3. Pengaruh *cash flow* terhadap nilai perusahaan

Dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa variabel *cash flow* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 3 di mana nilai *p-value* 0,713 dan *standardized estimate* sebesar -0,152. Keadaan ini berarti semakin tinggi *cash flow* yang tersedia (surplus) maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Hasil ini menolak hipotesis 1c yang menyatakan bahwa variabel *cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Cleary (1999) pada semua industri perusahaan di Amerika berjumlah 1.317 perusahaan dengan periode analisis mulai tahun 1987 – 1994, variabel yang digunakan adalah *cash flow*, *net income*, *sales growth*, *market book ratio*, *fixed assets*, *debt ratio*, dan *dividend payout ratio*. Dan Gugler, *et al.* (2005) pada perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor bank dan perusahaan keuangan dalam periode tahun 1996 – 2002, variabel yang digunakan adalah *cash flow*, *investment*, dan *firm value*. Kedua peneliti tersebut menemukan bahwa *cash flow* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Pengaruh *leverage* terhadap investasi

Sudah disinggung pada pembahasan sebelumnya bahwa investasi perusahaan lebih banyak didanai oleh hutang walaupun ketersediaan dana internal cukup signifikan. Ketersediaan dana internal yakni dari *cash flow* justru membuat perusahaan lebih banyak menggunakan hutang terutama hutang jangka pendek dengan ukuran kemampuan aktiva lancar menutupi pasiva lancar. Besarnya hutang jangka pendek ini disebabkan oleh beberapa faktor yakni hutang usaha baik terhadap pemasok maupun pihak ketiga yang belum terbayarkan dan peralihan hutang lama dengan hutang baru.

Dari hasil perhitungan pada tabel 3 diperoleh nilai *p-value* 0,132 dan *standardized estimate* -0,283. Hal ini berarti pada kondisi krisis investasi perusahaan-perusahaan sektor manufaktur tidak dipengaruhi oleh *leverage*. Hasil temuan ini menolak hipotesis 2a yang menyatakan bahwa variabel *leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap investasi. Akan tetapi arah pengaruhnya negatif, berarti semakin besar *leverage* maka semakin kecil investasi, jadi peningkatan *leverage* akan menyebabkan turunnya investasi. Hal ini terjadi karena nilai investasi yang ditanam perusahaan tidak mampu memberikan *return* yang maksimal, kemampuan perusahaan menghasilkan tingkat keuntungan atas aktiva yang diinvestasikan sangat rendah seperti telah dibahas pada bahasan sebelumnya yakni secara rata-rata lima tahun *return on investment* perusahaan sebesar 5,74%, bahkan jika diasumsikan bunga pinjaman hanya sebesar 18% pertahun atau bahkan 12% saja pertahun maka tingkat hutang perusahaan sebesar 70,16% dengan profitabilitas 5,74% akan berpengaruh negatif terhadap investasi perusahaan karena tingkat bunga pinjaman lebih besar dari ROI perusahaan.

Temuan ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Allen (1993), Carpenter (1994), Mougoue and Mukherjee (1994), dan Frank and Goyal (2002) yang menemukan bahwa variabel *leverage* berpengaruh signifikan terhadap investasi, sedangkan arah pengaruhnya yang negatif sesuai dengan hasil penelitian Tong and Green (2004) yang meneliti tentang *Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies*, dan Lin and Smith (2005) yang meneliti tentang *Hedging, financing, and investment decisions. A simultaneous equations framework* pada 717 perusahaan non keuangan di China dalam periode tahun 1992 – 1996, variabel yang digunakan adalah *leverage, cash flow, firm size, investment, quick ratio, tax, dan depreciation* yang menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi karena biaya agensi yang timbul sangat tinggi saat perusahaan menggunakan hutang, jadi *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi.

5. Pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan

Pada tabel 3 diperoleh hasil perhitungan yang menunjukkan nilai *p-value* sebesar 0,023 dan *standardized estimate* -0,885. Hasil ini menerima hipotesis 2b yang menyatakan bahwa variabel *leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti pada kondisi krisis nilai perusahaan perusahaan-perusahaan sektor manufaktur dipengaruhi oleh *leverage*. Arah pengaruhnya adalah

negatif, yang berarti semakin tinggi hutang maka semakin rendah nilai perusahaan dan sebaliknya.

Hasil temuan ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hammes (2000), Choi (2003), Rigar and Mansouri (2003), D'Mello and Farhat (2004), dan Titman and Tsyplakov (2005) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan arah pengaruhnya positif. Akan tetapi hasil penelitian ini walaupun signifikan tetapi arah pengaruhnya negatif, temuan ini sesuai dengan penelitian Cleary (1999) pada 1.317 perusahaan di Amerika dalam periode tahun 1987 – 1994, yang menggunakan variabel *current ratio*, *debt ratio*, *cash flow*, *investment*, *sales growth*, *dividend payout ratio*, *market book ratio*, *net income*, dan *fixed asset*. Penelitiannya tentang *The relationship between firm investment and financial status* menghasilkan kesimpulan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, menurut Cleary (1999) kondisi ini terjadi karena perusahaan yang diteliti memiliki hutang yang besar sehingga menyebabkan biaya modalnya tinggi melebihi manfaat pajak yang ingin diperoleh sedangkan penjualan perusahaan tidak menunjukkan kenaikan yang besar.

Dari bukti empiris di atas dapat disimpulkan bahwa dalam kondisi krisis perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang *go public* mempergunakan pendanaan dengan hutang yang lebih besar. Makin besar rasio hutang berarti makin besar pula risiko keuangannya yakni risiko yang timbul karena ketidakmampuan perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran dalam keadaan ekonomi yang memburuk. Dalam keadaan ekonomi yang buruk, pemegang saham dari suatu perusahaan yang mempunyai rasio hutang tinggi mempunyai risiko yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai rasio hutang lebih kecil, yaitu risiko dalam bentuk penerimaan deviden yang kecil ataupun risiko tidak menerima deviden.

Untuk mengimbangi makin besarnya risiko maka pemegang saham menuntut imbalan yang lebih besar pula, yaitu dalam bentuk tingkat keuntungan yang disyaratkan lebih besar. Hal ini berakibat makin tingginya biaya modal sendiri. Keadaan demikian akan diikuti pula oleh para kreditur. Makin besarnya rasio hutang berarti makin kecil tingkat solvabilitasnya sehingga jaminan bagi para kreditur juga makin kecil. Sebagai imbalan dari meningkatnya risiko tersebut maka para kreditur juga meningkatkan tingkat bunga yang disyaratkan. Hal ini juga mengakibatkan kenaikan biaya hutang. Meningkatnya biaya modal sendiri maupun biaya hutang tersebut akan mengakibatkan meningkatnya biaya modal rata-rata tertimbang.

Penggunaan *leverage* suatu perusahaan juga ditentukan dengan pertimbangan manfaat pengurangan pajak ketika hutang meningkat di satu sisi dan meningkatnya biaya agensi ketika hutang meningkat di sisi lain. Ketika manfaat pengurangan pajak masih lebih tinggi dibandingkan perkiraan biaya agensi, maka perusahaan masih bisa meningkatkan hutangnya dan peningkatan hutang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan hutang tersebut sudah lebih rendah dibanding dengan peningkatan biaya agensi.

Besarnya tingkat hutang perusahaan yakni rata-rata lima tahun sebesar 47,22% (hutang jangka pendek) dan 22,94% (hutang jangka panjang), berarti total hutang yang dipergunakan untuk membiayai aktiva sebesar 70,16%. Dalam kondisi seperti ini, posisi solvabilitas (kemampuan perusahaan untuk membayar semua hutangnya) menjadi masalah yang serius terutama jika keadaan ekonomi yang tidak stabil.

Rasio hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan jika *return on investment* (ROI) perusahaan lebih besar dari tingkat bunga hutang. Rata-rata lima tahun ROI perusahaan adalah sebesar 5,74%, rasio ini sangat rendah bila dibandingkan dengan tingkat suku bunga pinjaman, bahkan dengan suku bunga hutang terendah sekalipun yakni sekitar 8% (dari catatan atas laporan keuangan perusahaan sektor manufaktur antara tahun 2000 - 2004), tetap saja tingkat hutang perusahaan sebesar 70,16% dengan profitabilitas 5,74% akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena tingkat bunga pinjaman lebih besar dari ROI perusahaan.

6. Pengaruh investasi terhadap nilai perusahaan

Investasi berkaitan dengan keputusan alokasi dana baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. investasi dapat dikelompokkan ke dalam investasi jangka pendek maupun jangka panjang (yang tercermin pada sisi aktiva dalam neraca perusahaan). Perusahaan melakukan investasi dengan harapan akan mendapatkan keuntungan di masa mendatang. Keuntungan yang diperoleh haruslah semaksimal mungkin demi kesinambungan perusahaan dan untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimasi nilai perusahaan. Keputusan investasi dinilai dari seberapa jauh investasi yang ditanamkan memberikan hasil terhadap nilai perusahaan.

Hasil perhitungan pada tabel 13 diperoleh nilai *p-value* 0,993 dan *standardized estimate* 0,003 yang berarti bahwa nilai perusahaan-perusahaan sektor manufaktur dalam kondisi krisis tidak dipengaruhi oleh investasi. hasil temuan ini menolak hipotesis 4 yang menyatakan bahwa variabel investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini sesuai dengan penelitian Cleary (1999) dan Titman and Tsyplakov (2005) yang menemukan bahwa investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Walaupun tidak signifikan namun arah pengaruhnya konsisten dengan teori yakni positif. Tidak signifikannya investasi terhadap nilai perusahaan ini dikarenakan modal yang dikeluarkan untuk investasi kecil, hal ini bisa dilihat pada tabel 8 dalam bahasan subbab yakni indikator variabel Y5 yang mengukur pengeluaran modal untuk mendanai investasi berupa aset-aset perusahaan rata-rata lima tahun hanya sebesar 4,66%. Kecilnya modal yang dikeluarkan untuk investasi membuat investasi perusahaan kurang berkembang sehingga hasilnya pun kurang sehingga tidak memberikan signal baik, tanpa signal yang baik bagi investor maka harga saham relatif tetap dan tentunya tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada *return on investment* perusahaan yang rata-rata lima tahun hanya 5,74% bahkan di tahun 2004 hanya 2,97%.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data, hasil penelitian dan pembahasan yang dilakukan pada bab-bab sebelumnya mengenai pengaruh *cash flow* terhadap *leverage* dan investasi serta dampaknya pada nilai perusahaan, maka diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Dalam kondisi krisis *cash flow* mempengaruhi *leverage*, implikasi *cash flow terhadap leverage* adalah semakin besar *cash flow* yang tersedia maka akan semakin rendah hutang yang digunakan, Implikasi *cash flow* terhadap investasi tidak signifikan karena *cash flow* yang tersedia sebagian besar digunakan untuk mengkover hutang perusahaan.
2. Dalam kondisi krisis *leverage* memberikan implikasi tidak signifikan dan negatif terhadap investasi dan signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. *Leverage* tidak signifikan karena kemampuan perusahaan menghasilkan tingkat keuntungan atas aktiva yang diinvestasikan sangat rendah, hal ini disebabkan nilai penjualan perusahaan cenderung stagnan sedangkan biaya operasionalnya cenderung meningkat. Seperti halnya pada investasi, *Leverage* juga memberikan pengaruh yang negatif pada nilai perusahaan karena tingkat keuntungan yang diperoleh jauh di bawah biaya modalnya, dalam kondisi krisis perusahaan menggunakan hutang yang tinggi dalam membiayai aktivitya (investasi).
3. Dalam kondisi krisis investasi perusahaan-perusahaan sektor manufaktur tidak memberikan implikasi terhadap nilai perusahaan, hal ini disebabkan kecilnya nilai modal yang dikeluarkan untuk investasi perusahaan dan rendahnya tingkat pengembalian investasi sehingga tidak memberikan signal yang baik dan berdampak pada harga saham perusahaan.
4. Penelitian ini membuktikan betapa sebenarnya kondisi ekonomi yang masih dalam periode krisis mempengaruhi kebijakan dan keputusan pendanaan, investasi, dan nilai perusahaan-perusahaan sektor manufaktur, hal ini terlihat dari adanya ketidakkonsistenan beberapa temuan penelitian dengan peneliti terdahulu dan hipotesis.

DAFTAR PUSTAKA

- Bursa Efek Jakarta, *Indonesian Capital Market Directory* (1999 – 2004), Jakarta.
- Bond, Stephen and Costas Meghir, 1994. Financial Constraints And Company Investment.
- Carpenter, Robert E., 1994. Finance constraints or free cash flow? the impact of asymmetric information on investment. p.1-25.
- Choi, YoungRok, 2003. Taxes and corporate capital structure. p.1-41.
- Cleary, Sean, 1999. The relationship between firm invesment and financial status, *The Journal Of Finance* 54 (2): 673-692.
- D'Mello, Ranjan and Joseph Farhat, 2004. A comparative analysis of proxies for target capital structure.
- Ferdinand, Augusty. 2005. *Structural Equation Modeling Dalam Penelitian Manajemen*. Edisi 3. Badan Penerbit UNDIP. Semarang.

- Fernandez, Pablo, 2001. Optimal capital structure: Problems With The Harvard And Damodaran Approaches, *IESE Business School*. p.1-13.
- Fernandez, Pablo, 2004. Cash Flow Is A Fact, Net Income Is Just An Opinion.
- Frank, Murray Z. and Vidhan K. Goyal, 2002. Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*. p.1-20.
- Ghosh, Arvin and Francis Cai, 1999. Capital Structure: New Evidence Of Optimality And Pecking Order Theory, *The American Business Review* 17 (1): 32-38.
- Gugler, Klaus, Dennis C. Mueller and B. Burcin Yurtoglu, 2005. Corporate Governance And The Determinants Of Investment, *Journal of Financial Economics*.
- Hammes, Klaus, 2000. Essays on capital structure and trade financing. *Indonesian Capital Market Directory 1999 – 2004: Bursa Efek Jakarta*. Pojok BEJ Unibraw Malang.
- Lin, Chen-Miao and Stephen D. Smith, 2005. Hedging, financing, and investment decisions: A Simultaneous Equations Framework, *Working Paper 2005 - 5*. p.1-24.
- McDonald, John G., Bertrand Jacquillat, and Maurice Nussenbaum, 1975. Dividend, investment and financing decisions: Empirical Evidence On French Firms, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*. p.741-755.
- Minton, Bernadette A. and Catherine Schrand, 1999. The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the cost of debt and equity financing, *Journal of Financial Economics* 54: 423-460.
- Mougoue, Mbodja and Tarun K. Mukherjee, 1994. An investigation into the causality among firms' dividend, investment, and financing decisions, *The Journal Of Financial Research* 17 (4): 517-530.
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf, 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal Of Financial Economics* 13: 187-221.
- Pike, Richard and Richard Dobbins. 1986. *Investment Decision and Financial Strategy*. Philip Allan. New York, London, Toronto, Sydney, Tokyo.
- Rigar, Sidi Mohammed and Brahim Mansouri, 2003. Determinants of financial practices among moroccan industrial firms. p.8-32
- Titman, Sheridan and Sergey Tsyplakov, 2005. A dynamic model of optimal capital structure, *Journal Of Finance*. p.1-37.
- Tong, Guanqun and Christoher J. Green, 2004. Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence On The Capital Structure Of Chinese Companies, *Journal Of Financial Economic*. p.1-16.