

ARUS KAS OPERASIONAL, INVESTASI, PENDANAAN, SERTA TATA KELOLA PERUSAHAAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Viery Pradipta

Synthia Madyakusumawati

Thio Anastasia Petronila

ABSTRACT

The ease of conducting initial public offering (IPO) on the Indonesia Stock Exchange (IDX) must be responded critically by investors because not all public companies have favourable performance and prospects. So, investors must analyze the feasibility of investment alternatives in order to not make adverse decisions. Therefore, analysts must understand the information that can be used for the valuation and evaluation process.

The purpose of this study is to discuss the effect of cash flow data from operational activities, cash flow from investing activities, and cash flow from financing, share ownership of commissioners, share ownership of directors, the existence of independent commissioners, and board size on firm value based on Tobin's Q formula. The population of this study is public companies listed in the secondary sector of the Jakarta Stock Industrial Classification (JASICA) for the 2017-2019 period. Based on the purposive sampling method, 197 company years are obtained as sample. Data testing was performed by multiple linear regression analysis using the spss.

The results of this study are that cash flow from operating activities, cash flow from investing activities, and share ownership of directors has no significant effect on firm value. On the other hand, cash flow from financing activities, share ownership of commissioners, the presence of independent commissioners, and board size have significant effect on firm value

Keywords: Cash Flow, Corporate Governance, Commissioners Share Ownership, Directors Share Ownership, Independent Commissioners, Board Size, and Company Value

PENDAHULUAN

Manajemen perusahaan bertanggung jawab untuk meningkatkan kekayaan perusahaan dan pemegang saham, baik dari sisi pembagian dividen atau peningkatan nilai pasar sahamnya (Norris, 2020; Yan, 2016). Oleh karena itu, perusahaan harus membuat perencanaan dan memastikan profitabilitas akan meningkat di periode berikutnya. Untuk itu, dibutuhkan sumber pendanaan dalam bentuk kas, karena kas adalah yang diperlukan untuk membiayai kegiatan operasional, investasi, maupun membagi dividen. Kas tersebut dapat diperoleh salah satunya melalui IPO (*Initial Public Offering*) (Dintha, Ratu & Nono Supriatna, 2019; Khairunnisa, 2019). Sayangnya, tidak semua perusahaan yang IPO memiliki kinerja dan prospek yang cemerlang. Oleh karena itu, para investor harus melakukan analisis mendalam terhadap perusahaan agar tidak mengambil keputusan investasi yang merugikan. Untuk itu, analisis dapat memanfaatkan data arus kas untuk mengukur nilai perusahaan dan mengevaluasi potensi masa mendatangnya. Data arus kas dapat memberikan gambaran yang lebih akurat

ketimbang data profitabilitas, karena data profitabilitas timbul berdasarkan asumsi akrual sehingga tidak mencerminkan kondisi nyata masa kini (Fernandez, 2019; Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao, 2019; Ricquebourg, Alan Duboisee & Iain Clacher, 2013). Kondisi tersebut terjadi karena data profitabilitas memiliki risiko bad debt, dimana pembeli tidak mampu melunasi pembayarannya ke perusahaan sehingga mengurangi pendapatan kas perusahaan. Maka, investor dapat menyusun model valuasi yang baik berdasarkan data arus kas sehingga mampu mengambil keputusan investasi yang paling menguntungkan (Asness, Clifford, Andrea Frazzini, Ronen Israel & Tobias Moskowitz, 2015; Damodaran, 2012; Oxman, Jeffrey, Sunil Mohanty & Tobias Carlisle, 2012). Tetapi, penggunaan data arus sendiri tidaklah cukup. Dibutuhkan informasi tambahan seperti tata kelola perusahaan, yang telah disimpulkan dari berbagai penelitian terdahulu mampu mempengaruhi nilai perusahaan, agar analis dapat menetapkan asumsi valuasi yang akurat. (Ammann, Manuel, David Oesch & Markus M. Schmid, 2010; Black, Bernard & Woochan Kim, 2011; Emeka- Nwokeji, 2017). Oleh karena itu, relasi antara data arus kas dan tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan perlu diteliti keberadaannya dalam pasar modal Indonesia.

2. TINJAUAN LITERATUR

Berbagai penelitian telah mengulas pengaruh arus kas maupun tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan. Tetapi nilai perusahaan, data arus kas maupun tata kelola perusahaan didefinisikan secara berbeda. Berikut adalah hasil-hasil penelitian terdahulu: Dalam penelitian terhadap pengaruh data arus kas terhadap nilai perusahaan asal Taiwan, Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao (2019) menemukan bahwa arus kas dari aktivitas operasional disbanding penjualan (operating/sales) tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena penjualan terjadi akibat diturunkannya harga penjualan dan pemberian diskon yang agresif demi mampu bersaing dengan perusahaan asal China. Tetapi, arus kas keluar untuk aktivitas investasi disbanding total aset kecuali aset lancar ($\text{investing}/(\text{TA-CA})$) mampu meningkatkan optimisme investor, karena arus kas tersebut digunakan untuk membiayai proyek modal demi meningkatkan arus kas masa mendatang. Selain itu, arus kas masuk dari aktivitas pendanaan dibanding total kewajiban dan ekuitas ($\text{financing}/(\text{LTD+TE})$) juga mempengaruhi nilai perusahaan karena kas yang diperoleh dapat digunakan untuk membiayai proyek investasi tersebut.

Utomo, St. Dwiwarso & Imang Dapit Pamungkas (2018) meneliti pengaruh arus kas terhadap return saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012-2016. Hasil penelitian menemukan bahwa arus kas operasional dan pendanaan berpengaruh positif terhadap return. Tetapi, arus kas investasi memiliki pengaruh negatif terhadap pengembalian saham.

Iyer, Subramanian Rama & Joel T. Harper (2017) meneliti relasi antara sentiment investor dengan return perusahaan. Hasil studi menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara sentimen investor dengan return perusahaan.

Suaidah (2017) meneliti kemampuan data arus kas dalam memprediksi arus kas di masa mendatang pada perusahaan jasa asuransi yang tercatat pada BEI tahun 2010-2014. Hasil penelitian menemukan bahwa arus kas dari aktivitas operasional dan investasi mampu mempengaruhi arus kas di masa mendatang. Tetapi, arus kas masa mendatang tidak dipengaruhi oleh arus kas pendanaan.

Mastu'ah (2017) meneliti pengaruh pendapatan, komponen arus kas, price earning ratio, dan dividend yield terhadap return saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2015-2017. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa arus kas operasional dan pendanaan meningkatkan minat investor untuk membeli saham perusahaan sehingga menyebabkan nilai pasar perusahaan meningkat. Tetapi, arus kas investasi tidak memiliki pengaruh terhadap pengembalian saham perusahaan.

Ardiansyah, Arsul, Muhammad Ali & Yansor Djaya (2011) menyusun studi untuk mengulas relasi antara komponen arus kas dengan return saham perusahaan telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2011. Hasil penelitian menemukan bahwa return saham dipengaruhi oleh arus kas operasional, tetapi tidak dipengaruhi oleh arus kas investasi maupun pendanaan.

Kasmiati, Mia & Perdana Wahyu Santosa (2019) dalam meneliti pengaruh arus kas terhadap nilai perusahaan jasa yang tercatat di BEI, menemukan bahwa pengumuman pendanaan dari hutang, yang tercermin dalam arus kas masuk dari aktivitas pendanaan, disambut baik oleh investor sehingga meningkatkan return perusahaan. Return saham juga dipengaruhi secara positif oleh arus kas operasional, tetapi secara negatif dipengaruhi oleh arus kas investasi.

Ruan, Wenjuan, Gary Tian & Shiguang Ma (2011) meneliti relasi antara kepemilikan manajemen dan struktur modal terhadap nilai perusahaan asal Cina tahun 2002-2007. Hasil empiris menemukan bahwa terdapat relasi non-linear antara kepemilikan manajemen dengan nilai perusahaan, karena semakin tinggi kepemilikan manajemen, maka perusahaan akan lebih sulit beradaptasi dengan kondisi yang terjadi. Selain itu, dapat timbul pula ketidakselarasan antara kepentingan manajemen dan shareholder sehingga terjadi masalah agensi yang mengurangi nilai perusahaan.

Kao, Mao-Feng, Lynn Hodgkinson & Aziz Jaafar, 2018 meneliti pengaruh struktur kepemilikan dan struktur dewan direktur terhadap nilai dan performa perusahaan terbuka di Taiwan dari tahun 1997-2015. Hasil studi menemukan bahwa kinerja perusahaan akan meningkat apabila jumlah direktur independen semakin tinggi dan ukuran board semakin kecil. Sedangkan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan saham oleh institusi, pihak asing, anggota keluarga, atau pihak lain yang memiliki paling tidak 5% dari jumlah saham beredar.

Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah & Sumiati (2013) melakukan penelitian terhadap pengaruh kepemilikan manajemen, financial leverage, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2006-

2011. Hasil empiris menemukan bahwa kepemilikan manajemen mempengaruhi nilai perusahaan karena terjadi keselarasan kepentingan dengan shareholder. Shan (2017) meneliti relasi antara kepemilikan manajemen dan independensi board terhadap kinerja perusahaan listed di Australia tahun

2005-2015. Penelitian menemukan bahwa kepemilikan manajemen dan independensi board memiliki pengaruh terbalik dengan kinerja perusahaan.

Nugraha (2016) menyusun penelitian untuk menganalisis pengaruh capital labour intensive, investasi, kepemilikan manajemen, operating leverage, dividen, dan finansial leverage terhadap nilai perusahaan non- keuangan yang tercatat di BEI. Ditemukan bahwa kepemilikan manajemen memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Jenwittayaroje, Nattawut & Pornsit Jiraporn (2017) meneliti pengaruh keberadaan komisaris independen terhadap nilai perusahaan dalam database ISS dan Compustat yang terdiri atas 20.632 tahun perusahaan pada periode 1996-2014 dari 2.466 perusahaan. Hasil penelitian menemukan bahwa pada resesi tahun 2008, keberadaan komisaris independen mampu meningkatkan nilai perusahaan. Tetapi, tidak terdapat relasi di luar periode tersebut.

Martín, C. José García & Begoña Herrero (2018) meneliti pengaruh independensi board terhadap nilai perusahaan berdasarkan formula Tobin's Q. Hasil empiris menemukan bahwa independensi board memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai Tobin's Q perusahaan.

Zhu, Jigao, Kangtao Ye, Jennifer Wu Tucker & Kam C. Chan (2016) meneliti pengaruh hierarki board dan independensi direktur terhadap nilai perusahaan listed di Cina. Ditemukan bahwa pemberian kewenangan pada komisaris independen yang berkualitas dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Leonardo (2020) menganalisis pengaruh foreign ownership, government ownership, public ownership, dan efektivitas dewan komisaris terhadap nilai perusahaan perusahaan jasa non-keuangan di BEI tahun 2016-2018. Hasil analisis menemukan bahwa kehadiran komisaris independen dapat meningkatkan efektivitas kerja dewan komisaris sehingga meningkatkan nilai perusahaan. G. (2017) menyusun studi untuk meneliti dampak karakteristik board terhadap performa finansial perusahaan manufaktur di India. Hasil penelitian menemukan adanya relasi negatif antara ukuran board dengan nilai Tobin's Q, ROA, dan ROE perusahaan.

Kumar, Naveen & J.P. Singh (2013) meneliti pengaruh ukuran board dan promoter ownership terhadap nilai perusahaan yang tercatat di Bombay Stock Exchange. Hasil empiris menemukan relasi negatif antara ukuran board dengan performa perusahaan.

Hidayat, Athalia Ariati & Sidharta Utama (2015) menyusun penelitian untuk mengulas pengaruh karakteristik board terhadap performa perusahaan yang tercatat di BEI tahun 2008-2012. Performa perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q dan ROA. Hasil penelitian menemukan bahwa independensi direktur dapat meningkatkan nilai Tobin's Q dan ROA perusahaan.

Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas dari kegiatan operasional, mencerminkan kemampuannya untuk memenuhi kewajiban, membiayai kegiatan operasional, membayar dividen kepada pemegang saham, dan melakukan investasi tanpa mengandalkan pihak eksternal (Utomo, St. Dwiarso & Imang Dapit Pamungkas, 2018). Menurut Iyer, Subramanian Rama & Joel T. Harper (2017), kemampuan tersebut meningkatkan optimisme para investor sehingga meningkatkan nilai perusahaannya. Relasi antara arus kas operasional dengan nilai perusahaan juga dibuktikan oleh penelitian terhadap perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2013 yang disusun oleh Dayanti, Mailis, Dwi Fitri Puspa & Yulhemi (2015). Selain itu, Suaidah (2017) menyatakan bahwa manajemen harus meningkatkan penjualan dan efisiensi operasional demi memaksimalkan laba dan penerimaan kasnya karena arus kas operasional masa kini dapat mempengaruhi arus kas di masa depan. Lebih lanjut, berbagai penelitian menemukan adanya relasi antara arus kas operasional dengan *return* saham perusahaan (Ardiansyah, Arsul, Muhammad Ali & Yansor Djaya, 2011; Burke, Qing L. & Matthew M. Wieland, 2017; Mastu'ah, 2019). Maka, penulis menetapkan hipotesis pertama sebagai berikut:

Hipotesis 1: Arus kas masuk dari kegiatan operasional dibandingkan penjualan (*Operating/Sales*) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan perlu mengembangkan usahanya demi mempertahankan dan mewujudkan pertumbuhan laba serta aliran kas di masa mendatang, dengan melakukan investasi terhadap aset-aset baru ataupun proyek yang dapat meningkatkan kegiatan operasionalnya (Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao, 2019; Suaidah, 2017). Perolehan aset untuk kebutuhan investasi tercermin dalam arus kas keluar dari kegiatan investasi dibanding dengan total aset, kecuali aset lancar (*Investing/(Total Asset – Current Asset)*). Semakin besar figur tersebut, maka investor akan optimis dengan komitmen manajemen untuk mengoptimalkan prospek perusahaan di masa mendatang sehingga nilai perusahaan pun meningkat (Kasmiasi, Mia & Perdana Wahyu Santosa, 2019; Utomo, St. Dwiarso & Imang Dapit Pamungkas, 2018). Berdasarkan harga pasarnya, nilai perusahaan juga dapat dipengaruhi secara positif oleh arus kas dari aktivitas investasi, sebagaimana disimpulkan oleh Sarifudin, Anif & Sodikin Manaf

(2016). Tetapi, studi terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2015 hingga 2017 dan yang terdaftar dalam indeks LQ45 tahun 2012-2013 tidak menemukan adanya pengaruh arus kas investasi terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan (Ardiansyah, Arsul, Muhammad Ali & Yansor Djaya, 2011; Nurmalasari, Shinta A.D. & Arief Yulianto, 2015). Maka dari itu, penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 2: Arus kas keluar dari kegiatan investasi dibanding dengan total aset, kecuali aset lancar ($Investing / (Total Asset - Current Asset)$) mempengaruhi nilai perusahaan.

Perusahaan memerlukan pendanaan tambahan untuk membiayai kegiatan operasional dan pengembangan usahanya, demi memastikan keberlangsungan dan profitabilitas entitas di masa mendatang sehingga mampu mengoptimalkan persepsi investor (Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao, 2019). Kas yang didapat dari sumber pendanaan eksternal tercermin pada arus kas masuk dari kegiatan pendanaan dibanding kewajiban jangka panjang dan ekuitas ($Financing / (Long-term Debt + Total Equity)$). Tingginya figur tersebut menunjukkan kesungguhan manajemen dalam mengelola anggaran perusahaan demi menghasilkan laba dan memberikan sinyal positif kepada investor (Kasmiati & Santosa, 2019). Tetapi, Suaidah (2017) tidak menemukan adanya relasi arus kas pendanaan dengan prospek arus kas perusahaan di masa mendatang. Mastu'ah (2019) menemukan adanya pengaruh arus kas pendanaan terhadap pengembalian saham perusahaan, tetapi hasil penelitian disanggah oleh Ardiansyah, Arsul, Muhammad Ali & Yansor Djaya (2011) dan Nurmalasari, Shinta A.D. & Arief Yulianto (2015) yang tidak menemukan relasi tersebut dalam penelitian masing-masing. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang tidak mampu secara konsisten menjelaskan relasi antara arus kas pendanaan dengan nilai perusahaan, penulis menetapkan hipotesis penelitian sebagai berikut:

Hipotesis 3: Arus kas masuk dari kegiatan pendanaan dibanding kewajiban jangka panjang dan ekuitas ($Financing / (Long-term Debt + Total Equity)$) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Komisaris bertindak untuk melindungi kepentingan pemegang saham serta memastikan kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan agar dalam ketegangan ekonomi sekalipun, perusahaan dapat mempertahankan kinerjanya (Bhagat, Sanjai & Brian Bolton, 2013). Selanjutnya, penelitian atas perusahaan asal Taiwan menemukan bahwa apabila setidaknya 5% saham beredar dimiliki oleh suatu institusi atau individu, maka kinerja perusahaan dapat meningkat (Kao, Mao-Feng, Lynn Hodgkinson & Aziz Jaafar, 2018). Tetapi, Toledo (2010) tidak menemukan adanya relasi antara kepemilikan saham komisaris dengan nilai perusahaan asal Spanyol. Penelitian terhadap perusahaan asal Shanghai dan Shenzhen pun tidak menemukan hubungan antara kepemilikan saham komisaris dengan nilai Tobin's Q (Ruan, Wenjuan, Gary Tian & Shiguang Ma, 2011). Selain itu, Emeka-Nwokeji (2017) juga tidak menemukan adanya pengaruh kepemilikan saham komisaris dengan nilai pasar perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang tidak mampu secara konsisten menjelaskan relasi antara kepemilikan saham komisaris dengan nilai perusahaan, penulis menetapkan hipotesis penelitian sebagai berikut:

Hipotesis 4: Rasio kepemilikan saham komisaris berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian terhadap perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI pada periode 2006-2011, Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah & Sumiati (2013) menemukan adanya relasi antara kepemilikan saham direksi dengan nilai perusahaan. Hal tersebut dapat terjadi karena adanya keselarasan kepentingan antara direksi dengan *shareholder*, yaitu demi memperoleh timbal balik investasi. Relasi positif antara kepemilikan direksi dengan nilai perusahaan juga ditemukan dalam penelitian Kamardin (2014) terhadap perusahaan terbuka yang tercatat dalam Bursa Efek Kuala Lumpur periode 2014-2019. Selain itu, Ruan, Wenjuan, Gary Tian & Shiguang Ma (2011) menemukan bahwa apabila rasio kepemilikan saham direksi berada di rentang 0,18 hingga 0,46 maka nilai perusahaan asal Shanghai dan Schenzen akan meningkat. Apabila rasio kepemilikan saham direksi melebihi 0,46 atau kurang dari 0,18 maka nilai perusahaan akan berangsur menurun. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang menemukan relasi antara rasio kepemilikan saham direksi dengan nilai perusahaan, penulis menetapkan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 5: Rasio kepemilikan saham direksi berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Keberadaan komisaris independen berkualitas ditemukan mampu meningkatkan efektivitas kerja dewan komisaris sebagai pengawas dan penasihat manajemen perusahaan sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan tersebut (Leonardo, 2020; Zhu, Jigao, Kangtao Ye, Jennifer Wu Tucker & Kam C. Chan, 2016). Selain itu, nilai pasar perusahaan yang tercermin dalam harga saham perusahaan pun dapat dipengaruhi secara negatif oleh independensi komisaris Aluchna, Maria, Bogumił Kaminski & Brinda Mahadeo, 2020; Emeka-Nwokeji, 2017). Selain itu, keberadaan komisaris independen mampu meningkatkan nilai perusahaan di tengah periode hambatan ekonomi sebagaimana yang terjadi pada resesi tahun 2008 (Jenwittayaroje, Nattawut & Pornsit Jiraporn, 2017). Tetapi, apabila pengawasan yang dilakukan komisaris independen semakin ketat, efisiensi operasional perusahaan akan berkurang sehingga mengancam prospek masa depan perusahaan (Martín, C. José García & Begoña Herrero, 2018). Maka, ditetapkanlah hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 6: Keberadaan komisaris yang independen dalam perusahaan mampu meningkatkan nilai entitas bersangkutan.

Penelitian-penelitian menemukan relasi terbalik antara ukuran *board* dengan nilai perusahaan (G., 2017; Kumar, Naveen & J.P. Singh, 2013). Argumen tersebut terbentuk karena keberadaan *board* yang besar akan menimbulkan birokrasi berlebihan sehingga menghambat kecepatan pengambilan keputusan dalam menanggapi permasalahan maupun peluang usaha (Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao, 2019). Hambatan tersebut akhirnya dapat mengurangi profitabilitas dan kinerja perusahaan (Kao, Mao-Feng, Lynn Hodgkinson & Aziz Jaafar, 2018). Berdasarkan penelitian yang disusun oleh Hidayat, Athalia Ariati & Sidharta Utama (2015), nilai perusahaan akan berkurang jika ukuran *board* perusahaan kurang dari 6,63. Tetapi, nilai perusahaan akan meningkat jika anggota *board* berjumlah lebih dari 6,63 orang. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang beragam, penulis menetapkan hipotesis penelitian sebagai berikut:

Hipotesis 7: Ukuran *board* mempengaruhi nilai perusahaan.

3. METODE PENELITIAN

Variabel yang digunakan dalam penelitian terdiri atas variabel dependen, yaitu Tobins'Q, dan variabel-variabel independen, yaitu Operating/Sales, Investing/(Total Asset – Current Asset), Financing/(Long-term Debt + Total Equity), rasio kepemilikan saham dewan komisaris, rasio kepemilikan saham dewan direksi, keberadaan komisaris independen, dan ukuran board. Variabel-variabel tersebut didefinisikan sebagai berikut:

Tobin's Q didefinisikan sebagai jumlah total harga saham beredar (MVE) dengan total kewajiban (TD) dibanding total aset (TA). Jumlah total harga saham adalah hasil perkalian harga penutupan saat diterbitkannya laporan keuangan teraudit tahunan dengan jumlah saham beredar.

Variabel independen pertama, yaitu Operating/Sales didefinisikan sebagai arus kas dari kegiatan operasional (AKO) dibanding total penjualan (TS). Nilai variabel tersebut diukur dengan membagi AKO dengan TS.

Variabel independen kedua, yaitu Investing/(Total Asset – Current Asset) didefinisikan sebagai arus kas dari aktivitas investasi (AKI) dibanding selisih total aset (TA) dengan total aset lancar (CA). Nilai variabel ini diukur dengan membagi AKI dengan hasil pengurangan TA dengan CA.

Variabel independen ketiga, yaitu Financing/(Long-term Debt + Total Equity) didefinisikan sebagai arus kas dari kegiatan pendanaan (AKP) dibandingkan jumlah hutang jangka panjang (LTD) dan total ekuitas (TE). Nilai variabel diukur dengan membagi AKP dengan penjumlahan LTD dan TE.

Variabel independen keempat, yaitu rasio kepemilikan saham komisaris didefinisikan sebagai jumlah lembar saham yang dimiliki dewan komisaris (JSK) dibanding jumlah lembar saham beredar (OS). Variabel diukur dengan membagi JSK dengan OS.

Variabel independen kelima, yaitu rasio kepemilikan saham direksi didefinisikan sebagai jumlah lembar saham yang dimiliki dewan direksi (JSD) dibanding jumlah lembar saham beredar (OS). Variabel diukur dengan membagi JSD dengan OS.

Variabel independen keenam, yaitu keberadaan komisaris independen akan diukur menggunakan skor sebagai berikut: skor 1 apabila $KI < 30\%$ ukuran board atau tidak terdapat informasi; skor 2 apabila $30\% \leq KI \leq 50\%$ ukuran board; skor 3 apabila $KI > 50\%$ ukuran board.

Variabel independen terakhir, yaitu ukuran board didefinisikan sebagai jumlah anggota dewan komisaris (ADK) dan dewan direksi (ADD). Variabel diukur dengan menjumlahkan ADK dengan ADD.

Variabel	Definisi Operasional	Rumus
Variabel Dependen		
Tobin's Q	Jumlah total harga saham beredar (MVE) dengan total kewajiban (TD) dibanding total aset (TA)	$Tobin's Q_{j,t} = \frac{MVE_{j,t} + TD_{j,t}}{TA_{j,t}}$
Variabel Independen		
(<i>Operating/Sales</i>)	Arus kas dari kegiatan operasional (AKO) dibanding total penjualan (TS)	$Operating/sales_{j,t} = \frac{AKO_{j,t}}{TS_{j,t}}$
(<i>Investing/(Total Asset - Current Asset)</i>)	Arus kas dari aktivitas investasi (AKI) dibanding selisih total aset (TA) dengan total aset lancar (CA)	$Inv/(TA - CA)_{j,t} = \frac{AKI_{j,t}}{TA_{j,t} - CA_{j,t}}$
(<i>Financing/(Long term Debt + Total Equity)</i>)	Arus kas dari kegiatan pendanaan (AKP) dibandingkan jumlah hutang jangka panjang (LTD) dan total ekuitas (TE)	$Fin/(LTD + TE)_{j,t} = \frac{AKP_{j,t}}{LTD_{j,t} + TE_{j,t}}$
Rasio saham komisaris	Jumlah lembar saham yang dimiliki dewan komisaris (JSK) dibanding jumlah lembar saham beredar (OS)	$KSK_{j,t} = \frac{JSK_{j,t}}{OS_{j,t}}$
Rasio saham direksi	Jumlah lembar saham yang dimiliki dewan direksi (JSD) dibanding jumlah lembar saham beredar (OS)	$KSD_{j,t} = \frac{JSD_{j,t}}{OS_{j,t}}$
Keberadaan komisaris independen	Skor 1 apabila $KI < 30\%$ ukuran board atau tidak terdapat informasi; skor 2 apabila $30\% \leq KI \leq 50\%$ ukuran board; skor 3 apabila $KI > 50\%$ ukuran board	
Ukuran Board	Jumlah anggota dewan komisaris (ADK) dan dewan direksi (ADD)	$UKB_{j,t} = ADK_{j,t} + ADD_{j,t}$
Variabel Kontrol		
<i>Current ratio</i>	Jumlah aset lancar (CA) dibanding jumlah kewajiban jangka pendek (CL)	$CR_{j,t} = \frac{CA_{j,t}}{CL_{j,t}}$

<i>Asset turnover ratio</i>	Total penjualan (TS) dibanding total aset (TA)	$ATO_{j,t} = \frac{TS_{j,t}}{TA_{j,t}}$
<i>Debt ratio</i>	Total liabilitas (TD) dibanding total aset (TA)	$DR_{j,t} = \frac{TD_{j,t}}{TA_{j,t}}$

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Populasi penelitian terdiri atas perusahaan terbuka yang terdaftar di sektor sekunder JASICA periode 2017-2019 sejumlah 579 tahun perusahaan. Pengambilan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling* sehingga didapatkan 354 tahun perusahaan. Kemudian, dilakukan penghapusan data *outliers* sehingga mendapatkan ukuran sampel sebesar 197 tahun perusahaan. Hasil *sampling* dirangkum dalam tabel sebagai berikut:

Kriteria	2017	2018	2019	Total Sampel
Semua perusahaan sektor sekunder JASICA				579
Tidak melakukan IPO sebelum tahun	(49)	(49)	(49)	(147)
Tidak merilis <i>annual report</i> atau laporan		(1)	(4)	(5)
Tidak merilis data komposisi kepemilikan saham komisaris dan direksi	(25)	(22)	(26)	(73)
Total				354
Outliers	(135)			(157)
Total Sampel				197

Tabel 2: Gambaran Umum Objek Penelitian

Data penelitian adalah data sekunder yang didapatkan dari laporan keuangan teraudit tahunan dan *annual report* yang dirilis di situs resmi BEI dan situs resmi perusahaan. Laporan keuangan tahunan harus diaudit oleh akuntan publik independen agar menjamin kewajarannya. Data yang didapatkan lalu dirangkum dalam bentuk tabel agar mempermudah pengolahan.

Pengolahan dan analisis data dilakukan untuk menguji hipotesis-hipotesis yang dikembangkan. Data diolah menggunakan program IBM SPSS v25 dengan model regresi sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } q = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10} + e$$

Dimana:

α : konstanta

β : koefisien regresi

XX_1 : arus kas dari kegiatan operasional dibanding total penjualan (*Operating/Sales*)

XX_2 : arus kas dari aktivitas investasi dibanding selisih total aset dengan total aset lancar (*Investing/(Total Asset – Current Asset)*)

XX_3 : arus kas dari kegiatan pendanaan dibandingkan jumlah hutang jangka panjang dan total ekuitas (*Financing/(Long-term Debt + Total Equity)*)

XX_4 : rasio kepemilikan saham dewan komisaris

XX_5 : rasio kepemilikan saham dewan direksi

XX_6 : keberadaan komisaris independen

XX_7 : ukuran *board*

XX_8 : *current ratio*

XX_9 : *asset turnover ratio*

XX_{10} : *debt ratio*

ee : variabel *error*

Gambaran Objek Pembahasan

Analisis Statistika Deskriptif				
Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata
Tobin's Q	197	0,360	5,130	1,015
Operating/Sales	197	-7,072	166,619	1,584
Investing/(TA-	197	-57,076	0,323	-0,351
Financing/(LTD+	197	-1,793	0,920	0,014
KSK	197	0,000	0,712	0,037
KSD	197	0,000	0,700	0,037
KKI	197	1,000	3,000	1,036
UKB	197	4,000	21,000	8,914
CR	197	0,021	9,621	2,006
ATO	197	0,000	5,536	0,991

DR	197	0,076	5,073	0,657
----	-----	-------	-------	-------

Tabel 3: Hasil Analisis Statistika Deskriptif

Variabel terikat (Y), yaitu Tobin's Q, memiliki nilai minimum dan maksimum sebesar 0,360 dan 5,130 secara berurutan. Nilai minimum didapatkan dari data keuangan PT Intanwijaya Internasional Tbk (INCI) tahun 2017 yang memiliki kepemilikan aset sebesar Rp 303 miliar, melebihi gabungan nilai kapitalisasi pasar dan total kewajibannya. Di sisi lain, nilai maksimum didapatkan dari data keuangan PT Asia Pacific Fibers Tbk (POLY) tahun 2017 yang memiliki kewajiban 5 (lima) kali lipat nilai total aset perusahaan. Kewajiban POLY didominasi utang terjamin yang sedang dalam proses restrukturisasi dengan mengonversinya menjadi utang yang ditahan dan ekuitas. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 1,015 mencerminkan bahwa secara rata-rata, nilai gabungan kapitalisasi pasar dan total kewajiban perusahaan publik yang beroperasi di bidang *basic industry and chemical, miscellaneous industry*, dan *consumer goods industry* melebihi total kepemilikan asetnya.

Variabel independen arus kas masuk dari kegiatan operasional dibandingkan penjualan (*Operating/Sales*), memiliki nilai minimum sebesar -7,072 yang diperoleh dari data keuangan PT Argha Karya Prima Industry Tbk (AKPI) tahun 2018 yang melaporkan arus kas negatif dari aktivitas operasional, meski mengalami pertumbuhan penjualan dibandingkan periode sebelumnya. Pertumbuhan penjualan tersebut menimbulkan peningkatan arus kas untuk pembayaran kepada pemasok, karyawan, dan untuk membayar beban usaha. Namun, arus kas yang negatif pada periode tersebut dipicu terutama oleh pembayaran pajak yang meningkat drastis dan penerimaan dari pendapatan keuangan yang jatuh dibandingkan periode sebelumnya. Pembayaran pajak yang melonjak dikarenakan penolakan Direktorat Jenderal Pajak (DJP) atas pengajuan keberatan terhadap keputusan DJP terkait jumlah restitusi yang diajukan AKPI pada tahun 2017. Di sisi lain, nilai maksimum sebesar 166,619 didapatkan dari data keuangan PT Jakarta Kyoei Steel Works Tbk (JKSW) tahun 2019, dimana perusahaan mencatatkan penurunan penjualan sebesar 40% dibanding tahun sebelumnya karena JKSW tidak mampu berkompetisi dengan harga yang ditawarkan kompetitor dan tidak mampu menangkap peluang pertumbuhan teknologi yang mampu meningkatkan

efisiensi produksi. Namun, arus kas dari aktivitas operasi mengalami peningkatan karena lonjakan penghasilan diluar usaha yang sayangnya tidak dijelaskan dalam catatan atas laporan keuangan. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 1,584 yang menunjukkan bahwa secara rata-rata, perusahaan publik yang beroperasi di bidang *basic industry and chemical, miscellaneous industry, dan consumer goods industry* mampu mengonversi setiap Rupiah penjualan menjadi Rp 1,5 kas dari aktivitas operasional.

Variabel independen arus kas keluar dari kegiatan investasi dibanding dengan total aset, kecuali aset lancar ($Investing / (Total Asset - Current Asset)$), memiliki nilai minimum sebesar -57,076 yang didapatkan dari data keuangan PT Buana Artha Anugerah Tbk (STAR) tahun 2019 karena penurunan drastis aset tidak lancar perusahaan sebesar 75% akibat pelepasan entitas anak. Di sisi lain, nilai maksimum sebesar 0,323 didapatkan dari data keuangan PT Unggul Indah Cahaya Tbk (UNIC) tahun

2018 akibat pelepasan aset tetap dan minimnya pembelian aset tetap baru sehingga mengakibatkan lonjakan arus kas dari aktivitas investasi. Sedangkan nilai rata-rata sebesar -0,351 mencerminkan bahwa perusahaan publik yang beroperasi di bidang *basic industry and chemical, miscellaneous industry, dan consumer goods industry* memiliki kecenderungan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek modal dimana untuk memperoleh suatu aset tidak lancar, perusahaan secara rata-rata hanya perlu mengeluarkan kas senilai 30% dari nilai aset tidak lancar yang diperoleh.

Variabel independen arus kas masuk dari kegiatan pendanaan dibanding kewajiban jangka panjang dan ekuitas ($Financing / (Long-term Debt + Total Equity)$), memiliki nilai minimum dan maksimum senilai -1,793 dan 0,920 secara berurutan. Nilai minimum didapatkan dari data keuangan PT Panasia Indo Resources Tbk (HDTX) tahun 2018 yang mencatatkan lonjakan kas yang digunakan untuk aktivitas pendanaan akibat penurunan drastis pendanaan perusahaan melalui pinjaman bank maupun pihak ketiga. Penurunan tersebut juga tercermin pada jumlah liabilitas STAR yang turun 88% dibandingkan tahun 2017. Di sisi lain, nilai maksimum didapatkan dari data keuangan PT Alumindo Light Metal Industry Tbk (ALMI) tahun 2019 dikarenakan penurunan jumlah ekuitas karena timbulnya defisit laba akibat beban pokok pendapatan yang melebihi pendapatan perusahaan. Defisit tersebut terekam pada kerugian

perusahaan yang meningkat 6 (enam) kali lipat dibandingkan tahun sebelumnya. Selain itu, kemampuan perusahaan untuk mempertahankan arus kas yang positif dari aktivitas pendanaan meski mengalami penurunan sebesar 300%. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,014 mencerminkan kemampuan perusahaan publik yang beroperasi di bidang *basic industry and chemical*, *miscellaneous industry*, dan *consumer goods industry* untuk memperoleh pendanaan yang konsisten selama periode 2017-2019.

Variabel independen rasio kepemilikan saham komisaris (KSK), memiliki nilai minimum senilai 0,000 yang didapatkan dari 108 sampel perusahaan. Di sisi lain, nilai maksimum sebesar 0,712 didapatkan dari data komposisi kepemilikan saham PT Barito Pacific Tbk tahun 2017 dimana anggota dewan komisaris memegang 9,9 miliar lembar saham dari 13,9 miliar lembar saham beredar, dimana Prajogo Pangestu selaku komisaris utama menjadi pemegang saham mayoritas perusahaan dengan kepemilikan sebesar 71,19%. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,037 mencerminkan rendahnya kepemilikan saham komisaris pada perusahaan publik yang beroperasi di bidang *basic industry and chemical*, *miscellaneous industry*, dan *consumer goods industry* dimana secara rata-rata, dewan komisaris hanya memegang 0,037 lembar saham untuk setiap lembar saham yang beredar.

Variabel independen rasio kepemilikan saham direksi (KSD), memiliki nilai minimum dan maksimum senilai 0,000 dan 0,700 secara berurutan. Nilai minimum didapatkan dari 130 sampel perusahaan, lebih banyak dibandingkan figur kepemilikan saham komisaris. Di sisi lain, nilai maksimum didapatkan dari data komposisi kepemilikan saham PT SAT Nusapersada Tbk (PTSN) tahun 2017 dimana dewan direksi memegang 70% saham yang beredar, dengan Abidin selaku direktur utama memegang mayoritas saham perusahaan. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,037 menunjukkan bahwa secara rata-rata, kepemilikan saham direksi perusahaan publik yang beroperasi di bidang *basic industry and chemical*, *miscellaneous industry*, dan *consumer goods industry* setara dengan kepemilikan saham komisarisnya.

Variabel independen keberadaan komisaris independen (KKI), memiliki nilai minimum dan maksimum senilai 1 dan 3 secara berurutan. Nilai minimum didapatkan dari 191 sampel perusahaan yang memiliki jumlah komisaris independen kurang dari 30% ukuran *board*. Sedangkan nilai maksimum

didapatkan dari data komposisi *board* PT Sepatu Bata Tbk (BATA) tahun 2017 dimana 67% dari anggota *board* adalah komisaris independen. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 1,036 mencerminkan bahwa secara rata-rata, perusahaan publik yang beroperasi di bidang *basic industry and chemical, miscellaneous industry*, dan *consumer goods industry* memiliki jumlah komisaris independen kurang dari 30% ukuran *board*.

Variabel independen ukuran *board* (UKB), memiliki nilai minimum sebesar 4 yang didapatkan dari data komposisi *board* PT Indorama Syntetics Tbk (INDR) tahun 2017 dan PT Nusantara Inti Corpora Tbk (UNIT) tahun 2018. Kedua perusahaan masing-masing memiliki 2 (dua) anggota dewan komisaris dan 2 (dua) anggota dewan direksi. Di sisi lain, nilai maksimum sebesar 21 didapatkan dari data komposisi *board* PT Astra Internasional Tbk (ASII) tahun 2019 yang memiliki 10 komisaris dan 11 direktur. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 8,749 menunjukkan bahwa secara rata-rata, perusahaan publik yang beroperasi di bidang *basic industry and chemical, miscellaneous industry*, dan *consumer goods industry* memiliki setidaknya 8 (delapan) orang dalam *board* perusahaan.

Hasil dan Pembahasan

Berdasarkan olahan data menggunakan model regresi yang ditetapkan, didapatkan hasil-hasil sebagai berikut:

Uji Koefisien Determinasi			
R	R Square	Adjusted RSquare	Std. Error of the Estimate
0,805	0,649	0,630	0,253

Tabel 4: Hasil Uji Koefisien Determinasi

Didapatkan nilai *adjusted R square* sebesar 0,630 sehingga dapat disimpulkan bahwa 63% variasi Tobin's Q dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen penelitian, yaitu penelitian yaitu: *Operating/Sales, Investing/(Total Asset – Current Asset), Financing/(Long-term Debt + Total Equity)*, rasio kepemilikan saham dewan komisaris, rasio kepemilikan saham dewan

direksi, keberadaan komisaris independen, dan ukuran *board*. Sisanya sebesar 37% dipengaruhi oleh faktor di luar model penelitian. Selain itu, hasil pengolahan data menghasilkan data uji F sebagai berikut:

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	22,021	10	2,202	34,340	0,000
Residual	11,927	186	0,064		
Total	33,948	196			

Tabel 5: Hasil Pengujian F

Berdasarkan hasil pengujian F, didapatkan nilai signifikansi 0,000 sehingga dapat disimpulkan bahwa secara simultan, seluruh variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Artinya, model penelitian yang digunakan sudah baik. Sedangkan pengujian t menghasilkan figur sebagai berikut:

Uji t			
Variabel	t	Sig.	B
Operating/Sales	1,267	0,207	0,002
Investing/(TA-CA)	-1,387	0,167	-0,007
Financing/(LTD+TE)	-3,655	0,000	-0,332
KSK	2,988	0,003	0,600
KSD	0,483	0,630	0,079
KKI	2,979	0,003	0,272
UKB	4,505	0,000	0,028
CR	2,282	0,024	0,069
ATO	2,421	0,016	0,063
DR	13,094	0,000	0,544

Tabel 6: Hasil

Pengujian t

Dari hasil uji t, didapatkan nilai signifikansi 0,207 yang lebih besar daripada taraf kepercayaan. Karena $0,207 > 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa variabel *operating/sales* tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal tersebut terjadi karena dari 197 sampel, hanya terdapat 4 (empat) sampel tahun perusahaan yang mengkonversi setiap Rupiah penjualannya menjadi kas. Ketidakmampuan tersebut dapat terjadi apabila perusahaan memberikan *allowances* yang tinggi sehingga perusahaan tidak mendapat kas yang cukup, atau karena lemahnya efisiensi operasional perusahaan sehingga perusahaan mengeluarkan kas yang lebih banyak untuk memelihara operasional. Maka, ketidakmampuan perusahaan tersebut tidak ditanggapi dengan baik oleh para investor sehingga menurunkan minat investor untuk mempertahankan kepemilikan saham perusahaan. Akibatnya, nilai perusahaan pun menurun.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil studi yang disusun oleh Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao (2019) yang menemukan pula bahwa peningkatan *operating/sales* akibat penurunan harga penjualan dan pemberian diskon berlebihan tidak meningkatkan nilai perusahaan. Tetapi, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan studi yang dilakukan Ardiansyah, Arsul, Muhammad Ali & Yansor Djaya (2011), Kasmianti, Mia & Perdana Wahyu Santos (2019), dan Mastu'ah (2017) yang menemukan bahwa arus kas operasional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Investing/(TA-CA)

Dari hasil uji t, didapatkan nilai signifikansi 0,167 yang lebih besar dari taraf kepercayaan. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel *investing/(TA-CA)* tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal tersebut terjadi karena nilai rata-rata variabel adalah -0,351, sehingga artinya perusahaan yang diteliti tidak dapat menerima imbal balik yang cukup dari aktivitas investasinya. Selain itu, hanya dari 197 sampel, hanya 10% yang mampu memperoleh timbal balik sama sekali. Selanjutnya, nilai maksimum variabel adalah 0,323 sehingga apabila perusahaan dapat memperoleh timbal balik, namun mereka hanya dapat memperoleh paling besar 30% dari aset tidak lancar yang diperoleh untuk investasi. Inefisiensi investasi ini mengancam likuiditas perusahaan untuk memelihara operasional, melunasi kewajiban, atau membayar dividen, sehingga tidak menjadi kabar gembira bagi investor.

Hasil penelitian ini sejalan dengan studi yang disusun oleh Utomo, St. Dwiwarso & Imang Dapit Pamungkas (2018) dan Kasmianti, Mia & Perdana Wahyu Santos (2019) yang menemukan relasi negatif antara arus kas investasi dengan *return saham*. Selain

itu, sejalan pula dengan Ardiansyah, Arsul, Muhammad Ali & Yansor Djaya (2011) dan Mastu'ah (2017) yang tidak menemukan adanya pengaruh arus kas investasi terhadap nilai perusahaan. Tetapi, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao (2019) yang menemukan relasi positif antara $investing/(TA-CA)$ dengan nilai perusahaan.

Financing/(LTD+TE)

Berdasarkan hasil pengujian t, didapatkan nilai signifikansi untuk variabel $financing/(LTD+TE)$ adalah 0,000. Karena $0,000 < 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa variabel $financing/(LTD+TE)$ berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis statistika deskriptif, secara rata-rata perusahaan yang diteliti mampu memperoleh kas dari sumber pendanaan eksternal. Dana tersebut dapat digunakan perusahaan untuk memelihara operasional, melunasi pinjaman, membayar dividen, dan membiayai proyek investasi (Utomo, St. Dwiarmo & Imang Dapit Pamungkas, 2018). Apalagi, perusahaan yang diteliti tidak mampu memperoleh kas dari aktivitas operasionalnya. Maka, investor optimis bahwa perusahaan mampu mempertahankan dan meningkatkan kinerja di masa mendatang menggunakan dana dari sumber pendanaan lain.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao (2019) yang menyatakan bahwa $financing/(LTD+TE)$ mempengaruhi nilai perusahaan, karena kas yang diperoleh dapat membiayai proyek investasi perusahaan untuk meningkatkan kas di masa mendatang sehingga meningkatkan optimisme investor. Selain itu, hasil penelitian sejalan pula dengan studi Kasmiasi, Mia & Perdana Wahyu Santos (2019) yang menyatakan bahwa pengumuman pendaan dari hutang ditanggapi dengan baik oleh para investor.

Kepemilikan Saham Komisaris

Berdasarkan hasil pengujian t, didapatkan nilai signifikansi 0,003 yang lebih kecil dari taraf kepercayaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham komisaris mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil tersebut terjadi karena komisaris yang memegang saham perusahaan akan termotivasi untuk melaksanakan tugas pengawasan, agar pengelola perusahaan mengusahakan laba. Pernyataan tersebut didukung oleh data penelitian, dimana 44% sampel adalah perusahaan dimana komisarisnya menjadi pemegang saham dan mampu memperoleh arus kas positif dari aktivitas operasional.

Kemampuan tersebut mengurangi kebergantungan perusahaan terhadap sumber dana eksternal sehingga menjaga solvabilitas perusahaan.

Hasil penelitian sejalan dengan studi yang disusun Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao (2019) yang menyimpulkan bahwa nilai perusahaan akan meningkat apabila kepemilikan saham komisaris semakin tinggi. Tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan studi Ruan, Wenjuan, Gary Tian & Shiguang Ma (2011) yang tidak menemukan adanya relasi antara kepemilikan saham komisaris dengan nilai perusahaan.

Kepemilikan Saham Direksi

Dari hasil uji t, didapatkan nilai signifikansi 0,630 yang lebih besar daripada taraf kepercayaan. Karena $0,630 > 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan saham direksi tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil tersebut terjadi karena meski direktur akan termotivasi untuk melaksanakan tugasnya demi memperoleh laba, direktur akan semakin agresif dalam mencari sumber pendanaan eksternal sehingga meningkatkan hutang perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh data penelitian dimana 43% sampel perusahaan adalah perusahaan dimana direksinya menjadi pemegang saham dan mampu mencetak arus kas positif dari operasional, tetapi memiliki *debt ratio* lebih dari 1 (satu). Akibatnya, solvabilitas perusahaan pun terancam.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil studi yang disusun oleh Shan (2017) yang menemukan bahwa kepemilikan saham direksi berpengaruh terbalik terhadap kinerja perusahaan, dan Ruan, Wenjuan, Gary Tian & Shiguang Ma (2011) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan saham direksi tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena terjadi konflik kepentingan. Tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Nugraha (2016) dan Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah & Sumiati (2013) yang menemukan pengaruh kepemilikan saham direksi terhadap nilai perusahaan.

Keberadaan Komisaris Independen

Dari hasil uji t, didapatkan nilai signifikansi 0,003 yang lebih besar daripada taraf kepercayaan. Karena $0,003 < 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa keberadaan komisaris independen (KKI) mempengaruhi nilai perusahaan. Hal tersebut terjadi karena keberadaan komisaris independen mampu memberikan pengawasan independen terhadap pengelolaan perusahaan sehingga meningkatkan optimisme investor. Tetapi, agar pengawasan tidak berlebihan sehingga mengurangi nilai perusahaan, sebagaimana ditemukan dalam studi Martín, C. José García & Begoña Herrero (2018), jumlah

anggota komisaris independen adalah maksimal 30% dari total jumlah anggota dewan komisaris dan direksi. Kesimpulan tersebut didukung oleh rata-rata nilai variabel KKI sebesar 1,036. Sebagaimana didefinisikan pada tabel 1, nilai 1 (satu) adalah skor untuk perusahaan yang memiliki komisaris independen berjumlah paling banyak 30% dari total jumlah anggota dewan perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan studi Leonardo (2020) dan Zhu, Jigao, Kangtao Ye, Jennifer Wu Tucker & Kam C. Chan (2016) yang menemukan pula pengaruh independensi komisaris terhadap nilai perusahaan. Tetapi, penelitian tidak sejalan dengan studi Martín, C. José García & Begoña Herrero (2018) yang menemukan relasi negatif antara independensi *board* dengan kinerja perusahaan.

Ukuran Board

Berdasarkan hasil pengujian t, didapatkan nilai signifikansi 0,000 yang lebih kecil dari taraf kepercayaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran *board* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Semakin besar ukuran *board*, maka birokrasi perusahaan akan semakin kompleks sehingga perusahaan tidak lagi tanggap dalam menangani ancaman dan peluang. Maka, risiko profitabilitas perusahaan meningkat karena ancaman dapat telah menjadi masalah besar dan peluang menjadi basi sebelum dapat ditangani perusahaan. Akibatnya, investor tidak optimis dengan kinerja dan prospek perusahaan.

Hasil penelitian sejalan dengan studi Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao (2019) yang menemukan bahwa semakin besar ukuran *board*, maka pengambilan keputusan perusahaan melambat. Selain itu, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian G. (2017), Kao, Mao-Feng, Lynn Hodgkinson & Aziz Jaafar (2018), dan Kumar, Naveen & J.P. Singh (2013) yang menemukan adanya relasi negatif antara ukuran *board* dengan nilai perusahaan.

5.SIMPULAN

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian, dapat ditetapkan kesimpulan sebagai berikut:

1. Arus kas masuk dari kegiatan operasional dibandingkan penjualan (*Operating/Sales*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
2. Arus kas keluar dari kegiatan investasi dibanding dengan total aset, kecuali aset lancar (*Investing/(Total Asset – Current Aset)*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

3. Arus kas masuk dari kegiatan pendanaan dibanding kewajiban jangka panjang dan ekuitas ($Financing / (Long-term Debt + Total Equity)$) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
4. Rasio kepemilikan saham komisaris berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
5. Rasio kepemilikan saham direksi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
6. Keberadaan komisaris independen dalam perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
7. Ukuran *board* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tetapi, penelitian memiliki keterbatasan, yaitu:

1. Data penelitian terbatas pada periode 2017-2019, maka hasil penelitian tidak dijamin dapat berlaku pada periode lainnya.
2. Pengukuran nilai perusahaan menggunakan Tobin's Q sehingga tidak menjamin didapatkannya kesimpulan serupa apabila menggunakan metode valuasi lain.

Maka, demi meningkatkan kualitas dan kehandalan penelitian selanjutnya, disarankan agar:

1. Menggunakan data penelitian dari periode yang lebih luas agar turut memperhitungkan dampak fenomena-fenomena ekonomi terhadap nilai perusahaan.
2. Menggunakan variabel *return* investasi dan/atau harga saham sebagai variabel mediasi atau moderasi untuk mengetahui apakah sentimen yang timbul dari variabel independen akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga optimisme investor semakin tinggi.
3. Menggunakan rumusan atau model valuasi perusahaan, seperti *book value* (BV), *enterprise value* (EV), *operating free cash flow* (OFCF), dan lain-lain sebagai pelengkap atau pengganti formula Tobin's Q demi mengetahui model valuasi yang paling handal.

Sedangkan bagi para investor, penulis menyarankan agar investor menganalisis data dan relasi antar data dalam laporan keuangan secara keseluruhan, bukan terpisah-pisah. Hal tersebut dilakukan agar investor mampu menyusun model valuasi yang

akurat serta handal demi pengambilan keputusan investasi yang mampu memberikan return terbaik.

Di sisi lain, penulis menyarankan agar pengelola perusahaan menjaga pemberian *allowances* dan harga penjualan produk. Diharapkan pengelola tidak memberikan diskon secara berlebihan atau menurunkan harga penjualan demi meningkatkan volume penjualan. Selain itu, pengelola juga disarankan untuk meningkatkan efisiensi investasi sehingga tidak menimbulkan excess cost yang mengancam likuiditas jangka pendek perusahaan. Lebih lanjut, perusahaan juga disarankan untuk mengembangkan serta mengimplementasikan tata kelola perusahaan dan sistem pelaporan yang mumpuni demi menjaga transparansi kepada publik.

6.DAFTAR RUJUKAN

- Ammann, Manuel, David Oesch & Markus M. Schmid. (2010). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence.
- Ardiansyah, Arsul, Muhammad Ali & Yansor Djaya. (2011). Hubungan Informasi Komponen Arus Kas Dan Return on Investment Terhadap Return Saham.
- Asness, Clifford, Andrea Frazzini, Ronen Israel & Tobias Moskowitz. (2015). Fact, Fiction, and Value Investing. *Journal of Portfolio Management Vol. 42, No. 1*.
- Black, Bernard & Woochan Kim. (2011). The effect of board structure on firm value: a multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics*.
- Damodaran, A. (2012). Value Investing: Investing for Grown Ups?
- Dintha, Ratu & Nono Supriatna. (2019). Pengaruh Initial Public Offering (IPO) Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan, 7 (1), 19-28*.
- Emeka-Nwokeji, N. (2017). Corporate governance and firm value: Evidence from quoted nonfinancial firms in Nigeria. *Accounting and Finance Research Association, Vol 1, Issue 1*.
- Fernandez, P. (2019). Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories.
- G., P. (2017). Determinants of corporate financial performance relating to board characteristics of corporate governance in Indian manufacturing industry: An empirical study. *European Journal of Management and Business Economics, Vol. 26 No. 1, 67-85*.
- Hidayat, Athalia Ariati & Sidharta Utama. (2015). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence From Indonesia. *International Research Journal of Business Studies vol. VIII no. 03, 137-154*.
- Iyer, Subramanian Rama & Joel T. Harper. (2017). Cash Flow Volatility and Investor Sentiment. *Managerial Finance Vol. 43 No. 2, 178-192*.
- Jenwittayaroje, Nattawut & Pornsit Jiraporn. (2017). Do Independent Directors Improve Firm Value? Evidence from the Great Recession. *International Review of Finance*.

- Kao, Mao-Feng, Lynn Hodgkinson & Aziz Jaafar. (2018). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance*
- Kasmiasi, Mia & Perdana Wahyu Santosa. (2019). The Effect of Earning Information, Cash Flow Components, and Financing Decision on Stock Returns: Empirical Evidence on Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura Vol. 22, No. 2*, 157-166.
- Khairunnisa, R. (2019). Analisis Pengaruh Initial Public Offering (IPO) dan Sektor Usaha Terhadap Kinerja Keuangan (Studi Pada Perusahaan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Tahun 2015).
- Kumar, Naveen & J.P. Singh. (2013). Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance, Vol. 13 No. 1*, 88-98.
- Leonardo, K. (2020). Analisis Pengaruh Foreign Ownership, Government Ownership, Public Ownership, Dan Efektivitas Dewan Komisaris Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Jasa Non Keuangan Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2018.
- Martín, C. José García & Begoña Herrero. (2018). Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research-Ekonomika Istraživanja, Vol. 31, No. 1*, 1015-1041.
- Mastu'ah. (2019). Pengaruh Laba Akuntansi, Komponen Arus Kas, Price Earnings Ratio, Dan Dividend Yield Terhadap Return Saham. *E-JRA Vol. 08 No. 05*, 114-130.
- Ni, Yensen, Paoyu Huang, Pinchui Chiang & Yulu Liao. (2019). Cash Flow Statements and Firm Value: Evidence From Taiwan. *The Quarterly Review of Economics and Finance 71*, 280-290.
- Norris, E. (2020, April 1). *Capital Gains vs. Dividend Income: The Main Differences*. Diambil kembali dari Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/033015/there-difference-between-capital-gains-and-dividend-income.asp>
- Nugraha, R. (2016). Analysis of the Influence of Capital Labour Intensive, Investment, Managerial Ownership, Operating Leverage Through Dividend and Financial Leverage as Intervening Variable on Firm Value in Indonesia Non Financial Sector Companies. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia, Vol 7, No. 1*.
- Oxman, Jeffrey, Sunil Mohanty & Tobias Carlisle. (2012). Dissecting the Returns on Deep Value Investing. *Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper*.
- Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah & Sumiati. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 4, No. 11*.
- Ricquebourg, Alan Duboissee & Iain Clacher. (2013). An Analysis of the Predictive Ability of Direct Cash Flow Information under IFRS.
- Ruan, Wenjuan, Gary Tian & Shiguang Ma. (2011). Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal, Vol. 5*.
- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence and firm performance. *Accounting Research Journal Vol. 32 No. 2*, 203-220.
- Suaidah, Y. M. (2017). Kemampuan Informasi Komponen Arus Kas Dan

- Laba Dalam Memprediksi Arus Kas Masa Depan. *EKSIS, Vol 12, No 2*, 161-170.
- Utomo, St. Dwiwarso & Imang Dapit Pamungkas. (2018). Cash Flow Activities and Stock Returns in Manufacturing of Indonesia: A Moderating Role of Earning Management. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal Vol. 22, Issue 6*.
- Yan, Min. (2016). The Corporate Objective Revisited: Part I. *Business Law Review, Vol. 38, No. 1, 2017*.
- Zhu, Jigao, Kangtao Ye, Jennifer Wu Tucker & Kam C. Chan. (2016). Board hierarchy, independent directors, and firm value: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*.