

Pengaruh Aliran Kas Bebas Dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderating

Bambang Tri Munandar & Rita Kusumawati

*Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
Jalan Lingkar Selatan, Tamantirto, Kasihan, Bantul, Yogyakarta Telp (0274) 387656;
Email: batrimu@gmail.com, kusumawatirita@yahoo.com*

ABSTRACT

The purpose of this study was to examine the effect of free cash flow and funding decisions on shareholder value with investment opportunity set as a moderating variable. The population in this study is a manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange in 2010 until 2015. Data collected by purposive sampling method and the sampling results obtained are 93 companies.sampel. The analysis technique used moderated regression analysis (MRA) or interaction test.The test results show that free cash flow has no significant effect on shareholder value, while funding decisions have significant effect on shareholder value, investment opportunity set can moderate the effect of free cash flow to shareholder value, investment opportunity set can moderate influence of funding decision to value shareholders

Keywords : free cash flow, financing decisions, investment opportunity set, and shareholder value.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2015. Data dikumpulkan dengan metode purposive sampling dan hasil sampling yang diperoleh adalah 93 perusahaan.sampel. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dan *moderated regression analysis* (MRA) atau uji interaksi.Hasil pengujian menunjukkan hasil bahwa aliran kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham, sedangkan keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham, set kesempatan investasi dapat

memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham
Kata kunci :aliran kas bebas, keputusan pendanaan, set kesempatan investasi, dan nilai pemegang saham.

PENDAHULUAN

Bagi investor, nilai pemegang saham yang maksimal merupakan salah satu tujuan utama dalam berinvestasi. Nilai pemegang tersebut ditunjukkan dengan harga pasar saham perusahaan. Harga pasar perusahaan merupakan reaksi pasar terhadap keseluruhan kondisi perusahaan yang juga merupakan cerminan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk harga saham. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya adalah aliran kas bebas, peluang investasi dan keputusan pendanaan.

Aliran kas bebas merupakan aliran kas yang tersisa setelah semua proyek dengan NPV positif didanai (Jensen, 1986). Dengan adanya aliran kas bebas yang tinggi, memungkinkan bagi manajer memanfaatkannya untuk membiayai investasi tambahan, sehingga kinerja perusahaan meningkat dan pada akhirnya berdampak positif bagi nilai pemegang saham. Penelitian yang menguji pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham telah banyak dilakukan diantaranya Yudianti (2003); Wardani dan Siregar (2009) yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham,

Aliran kas bebas yang tinggi bisa menimbulkan konflik antara manajer dengan pemegang saham. Konflik keagenan ini terjadi ketika manajer cenderung ingin menguasai aliran kas bebas dan menggunakannya untuk melakukan investasi yang tidak menguntungkan (yang memberikan nilai NPV negatif). Salah satu upaya untuk mengurangi konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan (penggunaan utang). Dengan perusahaan memiliki utang, maka manajer "dipaksa" untuk mengeluarkan aliran kas bebas keluar dari perusahaan. Penggunaan utang dapat mengendalikan manajer agar tidak melakukan tindakan yang menguntungkan diri sendiri sehingga perusahaan lebih efisien dan

kinerjanya akan lebih baik. Perusahaan yang berkinerja baik akan mendapat penilaian positive dari investor dan berdampak pada meningkatnya harga saham perusahaan dan pada akhirnya nilai pemegang saham pun meningkat.

KAJIAN TEORI

Nilai Pemegang Saham

Tarjo (2005) menyatakan bahwa nilai pemegang saham adalah nilai yang diberikan oleh pelaku pasar saham terhadap kinerja perusahaan. Nilai tersebut merupakan apresiasi pasar saham jika harga saham diatas nilai buku per lembar saham. Sebaliknya nilai tersebut merupakan depresiasi pasar saham jika harga saham dibawah nilai buku per lembar saham. Harga pasar perusahaan merupakan reaksi pasar terhadap keseluruhan kondisi perusahaan yang juga merupakan cerminan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk harga saham.

Aliran Kas Bebas

Aliran kas bebas merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai *net present value* positif (Faisal, 2004). Semakin besar arus kas yang ada, semakin besar fleksibilitas aliran kas bebas tersebut. Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas. Aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk *return* yang tinggi melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan di masa depan.

Yudianti (2003) membagi aliran kas bebas ke dalam dua bagian, yaitu aliran kas bebas positif dan aliran kas bebas negatif. Menurut Yudianti (2003), perusahaan dengan aliran kas bebas negatif diprediksi menghadapi masalah keagenan yang dihubungkan dengan kovenan hutang. Sedangkan, perusahaan dengan aliran kas bebas positif akan menghadapi masalah keagenan yang dihubungkan dengan investasi dan kebijakan distribusi. Jensen (1986) menjelaskan bahwa aliran kas bebas

yang tinggi pada perusahaan dapat menyebabkan *overinvestment*, yaitu investasi yang melebihi ukuran optimal dengan nilai bersih negatif. Manajer melakukan *overinvestment* untuk meningkatkan kekuasaannya dalam pengendalian sumber daya ekonomi perusahaan dimana hal tersebut merupakan pemicu konflik dari berbagai pihak pada perusahaan.

Struktur Modal

Struktur modal merupakan pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Nilai buku dari modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus modal dan akumulasi laba ditahan. Bila perusahaan memiliki saham preferen, maka saham tersebut akan ditambahkan pada modal pemegang saham.

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Hal tersebut didukung *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001), "Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)". Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau reorganization, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

Teori asimetri informasi mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan resiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih dari pihak lainnya. Menurut teori ini ada asimetri informasi antara manager dengan pihak luar. Manager mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan pihak luar. Teori sinyal mengasumsikan bahwa manajer pada perusahaan yang berkualitas tinggi memiliki insentif untuk meyakinkan investor bahwa perusahaan seharusnya menetapkan penilaian yang lebih tinggi berdasarkan

pengetahuan manajer mengenai prospek yang baik bagi perusahaan atau peluang investasinya (Kaaro, 2002).

Teori keagenan menjelaskan bahwa, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manager adalah konsep *free cash flow*. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham karena dan manager harus mempertanggung jawabkan semua pekerjaannya kepada pemegang saham.

Set Kesempatan Investasi

Hartono (1999) dalam Wardani dan Siregar (2009) mendefinisikan set kesempatan investasi adalah tersedianya alternatif investasi di masa yang akan datang bagi perusahaan. Set kesempatan investasi dapat didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Set kesempatan investasi merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), sehingga diperlakukan proksi (Hartono 2002).

HIPOTESIS

Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham

Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas (*free cash flow*) sebagai aliran kas yang tersisa setelah semua proyek dengan NPV positif didanai. Aliran kas bebas dibagi ke dalam dua bagian, yaitu aliran kas bebas positif dan aliran kas bebas negatif (Yudianti, 2003). Perusahaan dengan aliran kas bebas negatif diprediksi menghadapi masalah keagenan yang dihubungkan dengan kovenan hutang. Sedangkan, perusahaan dengan aliran kas bebas positif akan menghadapi masalah keagenan yang dihubungkan dengan investasi dan kebijakan distribusi. Ketika aliran kas bebas perusahaan positif, manajer cenderung menginginkan didistribusikan untuk investasi. Namun, pemegang saham menginginkannya untuk dibagi ke dalam bentuk dividen.

Penelitian yang dilakukan Yudianti (2003) dan Wardani dan Siregar (2009), menyimpulkan adanya pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, karena adanya *free cash flow* yang tinggi dapat ditangkap investor sebagai sinyal positif. Investor menganggap perusahaan memiliki prospek pertumbuhan penciptaan kas di masa yang akan datang. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk *return* yang tinggi melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan kembali. Jadi, jika aliran kas bebas tinggi, maka nilai pemegang saham juga akan tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Aliran kas bebas berpengaruh secara signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Teori MM dengan pajak menyatakan bahwa keputusan pendanaan (penggunaan utang) dapat meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dan pengurangan biaya keagenan. Perusahaan dengan hutang yang tinggi ditangkap investor sebagai perusahaan yang memiliki keyakinan akan prospek pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini mendorong investor untuk berani menanamkan dananya pada saham perusahaan tersebut. Banyaknya investor yang tertarik akan saham tersebut membuat harga pasar saham meningkat sehingga nilai pemegang saham meningkat.

Teori keagenan menjelaskan bahwa, penggunaan hutang bisa mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan, yakni konflik antara pemegang saham dengan manager. Dengan perusahaan memiliki utang, maka aliran kas bebas berlebih bisa keluar dari perusahaan. Penggunaan utang dapat mengendalikan manajer agar lebih disiplin dan efisien dalam mengelola perusahaan sehingga kinerja perusahaan lebih baik.

Menurut *Signaling theory*, perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut bahwa perusahaan

mempunyai prospek yang baik. Sedangkan dalam teori keagenan menjelaskan bahwa penggunaan hutang merupakan kontrol dari principal terhadap manajer sehingga manajer dapat sejalan dengan kepentingan principal melalui pengawasan yang dilakukan kreditor. Penelitian yang menguji pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan diantaranya dilakukan oleh: Haruman (2008), Wijaya dkk. (2010), Hermuningsih(2012), Abrian (2014), dan Anjarwati, et.all(2016) yang menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan (hutang) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Keputusan pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi.

Set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) dapat didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka aliran kas bebas tersebut dapat digunakan untuk membiayai proyek dengan NPV yang positif sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham. Ross et al. (2004) menyatakan bahwa aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.

Penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) mengungkapkan bahwa set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan menggunakan aliran kas bebas tersebut untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif yang akan meningkatkan kinerja perusahaan sekaligus memberikan signal positif kepada pihak tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

H3: Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi.

Investasi yang dihasilkan dari hutang memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang mempunyai dana yang besar (berasal dari *leverage*) dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan menggunakan dana tersebut untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham. Hasil penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) mengungkapkan bahwa set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh positif keputusan pendanaan yang berasal dari hutang terhadap nilai pemegang saham. Perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan mencari segala sumber daya yang dapat diperoleh perusahaan yaitu salah satunya dengan menggunakan instrumen hutang jangka panjang. Dana tersebut nantinya akan digunakan untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif yang akan meningkatkan kinerja perusahaan dan sekaligus memberikan signal positif kepada pihak pasar.

H4: Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham.

METODE PENELITIAN

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di bursa efek Indonesia pada tahun 2010-2015. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yaitu: 1). Perusahaan yang masuk kategori manufaktur yang terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan selama 6 tahun yaitu 2010-2015, 2) Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada setiap 31 Desember, 3).Perusahaan tidak memiliki saldo ekuitas

negatif selama periode pengamatan, 4).Perusahaan yang tidak memiliki nilai pemegang saham negatif selama periode pengamatan.

Data dikumpulkan dengan metode dokumentasi, yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang telah dipublikasikan dan melalui *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)*.

Definisi Oprasional Dan Pengukuran Variabel

1. Nilai Pemegang Saham

Nilai pemegang saham terbentuk dari nilai pasar atau Market Value Added (MVA), hal tersebut dikarenakan MVA mengukur perolehan ketercapaian perusahaan dalam memaksimalkan nilai pemegang saham melalui efisiensi alokasi dana (Hillman dan Keim, 2001). Nilai pasar menggambarkan nilai modal pasar perusahaan, dan capital menggambarkan hutang dan modal yang telah diinvestasikan ke perusahaan. Oleh karena itu dapat dibentuk formula matematisnya sebagai berikut dengan total asset sebagai denominator:

$$SHV = \frac{(OS_{it} \times HPS_{it}) - Ekuitas_{it}}{TotalAsset}$$

Keterangan: SHV = Shareholder Value

HPS = HargaPenutupan Saham

OS = Outstanding Share

2. Aliran Kas Bebas

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross *et al*, 2000) yang dikutip dari Tarjo dan Jogiyanto (2003). *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al*(2000) yaitu:

$$FCFRatio = \frac{AKO - PM - MKB}{Total\ asset}$$

Keterangan :

FCF = *Free Cash flow*

AKO = Aliran kas operasi pada tahun t

PM = Pengeluaran modal pada tahun t

MKB = Modal kerja bersih pada tahun t

3. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini diukur dengan *Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER)*. *Long Term Debt to Equity Ratio* adalah rasio yang membandingkan antara hutang jangka panjang modal sendiri (equity) yang dimiliki perusahaan. Formulasnya adalah sebagai berikut:

$$LTDER = \frac{\text{Total hutang jangka panjang}}{\text{Total ekuitas}}$$

4. Set Kesempatan Investasi

Set kesempatan investasi merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), sehingga diperlukan proksi (Hartono, 1999). Hutchinson dan Gull (2004) mengungkapkan bahwa set kesempatan investasi dapat digambarkan dalam beberapa variabel tunggal dengan memfaktorkan variabel tersebut, ada 3 proksi tunggal yang dapat mewakili nilai set kesempatan investasi, yaitu: 1). *Market to Book Value of Assets (MBVA)* = [(total aset - total ekuitas) + (jumlah lembar saham beredar x harga penutupan saham)] / total aset, 2). *Market to Book Value of Equity (MBVE)* = (jumlah lembar saham beredar * harga penutupan saham) / total ekuitas, 3). *Ratio Of Gross Plant, Property And Equipment To Market Value Of The Firm (PPEMVA)* = Total aset tetap / [(harga penutupan saham * jumlah ekuitas) + hutang jangka panjang].

Dalam penelitian ini proksi IOS ditentukan dengan melakukan analisis faktor yang membentuk proksi gabungan dari ketiga proksi tersebut, yaitu *Market to Book Value (MBVA)*, *Market to Value of Equity (MBVE)*, dan *Property, Plant, and Equipment to Firm Value (PPEMVA)*. Untuk menentukan variabel IOS dengan melihat nilai *communalities* dari setiap proksi dan jumlah dari semua nilai *communalities* sebagai penyebut, lalu hitung masing-masing dari setiap

proksi. Setelah menghitung setiap proksi dengan menggunakan nilai *communalities*, kemudian jumlahkan semua proksi dengan menggunakan nilai *communalities*, selanjutnya jumlahkan semua proksi sehingga menjadi variabel IOS (Huttchinson dan Gul, 2004).

Teknik Analisis Data

Alat uji yang dipakai dalam penelitian ini adalah uji interaksi variabel (*moderate regression analysis*). *Moderated Regression Analysis* (MRA) merupakan aplikasi regresi berganda linear dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua atau lebih variabel independen). Sebelumnya, telah dilakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heterokedastisitas. Dalam penelitian ini, digunakan 3 model persamaan regresi dengan rumus persamaan sebagai berikut:

$$SHV = b_0 + b_1.FCF + b_2.LTDER + b_3.IOS + e_1$$

$$SHV = b_0 + b_1.FCF + b_2.LTDER + b_3.IOS + b_4.FCF \cdot IOS + e_2$$

$$SHV = b_0 + b_1.FCF + b_2.LTDER + b_3.IOS + b_4.LTDER \cdot IOS + e_3$$

Keterangan :

SHV : Nilai Pemegang Saham

FCF : Aliran Kas Bebas

LTDER: Keputusan Pendanaan

IOS : Set Kesempatan Investasi

Uji T (t-test)

Pengujian hipotesis satu sampai dengan hipotesis empat dilakukan dengan uji t. Dasar pengambilan keputusan berdasarkan nilai *p-value* dan taraf signifikansi yang ditetapkan (α) sebesar 0,05 dimana jika: $p\text{-value} < \alpha$ maka H_a ditolak; sedangkan jika $p\text{-value} > \alpha$ maka H_a diterima

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Faktor

Hasil analisis faktor diperoleh hasil nilai *comunalities* dari setiap variabel yaitu variabel MBVA sebesar 0,883, MBVE sebesar 0,882, dan PPEMVA sebesar 0,003

yang ditunjukkan pada Tabel 2. Nilai tersebut selanjutnya digunakan untuk mencari nilai representasi dari setiap variabel dengan caramenghitung setiap proksi dengan menggunakan nilai *communalities*, kemudian jumlahkan semua proksi dengan menggunakan nilai *communalities*, selanjutnya jumlahkan semua proksi sehingga menjadi variabel IOS (Huttchinson dan Gull, 2004).

TABEL 1
Komunalitas

Variabel	<i>Communalities</i>
MBVA	0,883
MBVE	0,882
PPEMVA	0,003
Jumlah	1,77

Uji Asumsi Klasik

Untuk pemenuhan syarat data harus bebas masalah asumsi klasik, data perlu diubah untuk penyesuaian dengan cara mentransformasi data dengan metode pembobotan inverse standar deviasi dari variabel IOS yang diakarkan ($\sqrt{\text{IOS}}$), dan hasil yang didapatkan data memenuhi uji asumsi klasik Multikolinieritas, Heterokedastisitas, dan Autokorelasi. Data tersebutlah yang digunakan dalam penelitian ini.

Analisis Regresi dan Pengujian Hipotesis

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan regresi berganda dan *moderated regression analysis* (MRA) atau uji interaksi. Hasil perhitungan MRA disajikan pada Tabel 4, Tabel 5, dan Tabel 6 dan diperoleh hasil persamaan sebagai berikut:

$$\text{SHV} = -0,708 + 0,080.\text{FCF} + -0,174.\text{LTDER} + 0,806.\text{IOS} + e$$

$$\text{SHV} = -0,786 + 0,877.\text{FCF} + -0,185.\text{LTDER} + 0,821.\text{IOS} + \\ -0,457.\text{FCF}*\text{IOS} + e$$

$$\text{SHV} = -0,971 + -0,694.\text{FCF} + 0,838.\text{LTDER} + 0,870.\text{IOS} + \\ 0,528.\text{LTDER}*\text{IOS} + e$$

TABEL2
Hasil Perhitungan *Regression Analisis* Model 1

Variabel	B	(<i>p-value</i>)	Keterangan
Konstanta	-0,708477	0,0000	
FCF	0,079869	0,6259	Tidak Signifikan
LTDER	-0,174521	0,0050	Signifikan
IOS	0,806444	0,0000	Signifikan
Adjusted R ²	0,987395		
Prob f-sig	0,000000		

TABEL3
Hasil Perhitungan *Moderate Regression Analisis* Model 2

Variabel	B	(<i>p-value</i>)	Keterangan
Konstanta	-0,786435	0,0000	
FCF	0,877571	0,0006	Signifikan
LTDER	-0,184926	0,0003	Signifikan
IOS	0,820679	0,0000	Signifikan
FCF*IOS	-0,457083	0,0002	Signifikan
Adjusted R ²	0,992283		
Prob f-sig	0,000000		

TABEL4
Hasil Perhitungan *Moderate Regression Analisis* Model 2

Variabel	B	(<i>p-value</i>)	Keterangan
Konstanta	-0,971018	0,0000	
FCF	-0,693620	0,0030	Signifikan
LTDER	0,837974	0,0011	Signifikan
IOS	0,869666	0,0000	Signifikan
LTDER*IOS	-0,527871	0,0001	Signifikan
Adjusted R ²	0,992644		
Prob f-sig	0,000000		

Pembahasan

Hasil pengujian hipotesis satu menunjukkan aliran kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hasil tidak signifikan ini

disebabkan karena lambatnya informasi yang diterima atau yang dapat diserap oleh pihak pasar dikarenakan terlalu banyak informasi yang muncul dari aliran kas bebas perusahaan yang sangat kompleks. Hasil ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Siregar (2009), yang menyatakan aliran kas bebas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan dan penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011), yang menyatakan aliran kas bebas berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai pemegang saham.

Hasil pengujian hipotesis dua menunjukkan keputusan pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pemegang saham. Teori keagenen menyatakan bahwa penggunaan hutang akan mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan *perquisites*, selain itu juga dengan menggunakan instrument hutang perusahaan akan memperoleh manfaat dari efek *tax deductible* sehingga kinerja perusahaan akan menjadi lebih efisien sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat. Namun dalam penelitian ini, pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan negative. Perusahaan-perusahaan tersebut diasumsikan sudah memiliki hutang pada titik optimal sehingga jika perusahaan melakukan penambahan hutang akan meningkatkan resiko pada perusahaan dan dinilai oleh pihak pasar perusahaan tersebut akan mengalami kesulitan keuangan (*debt default*) dan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan adanya titik optimal penggunaan hutang bagi perusahaan. Perusahaan tidak dapat menggunakan hutang sebanyak-banyaknya karena semakin tinggi hutang maka beban bunga yang ditanggung perusahaan semakin meningkat, biaya kebangkrutan semakin tinggi, disamping itu penggunaan hutang yang tinggi juga dapat memicu semakin tingginya biaya keagenan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yaitu penelitian Ayu Sri Mahatma Dewi, Ary Wijaya (2013) dimana penggunaan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Gunawan (2011); Hermaningsih Sri (2012); Meidera Elsa Dwi Putri (2012); Anjarwati (2016), yang menyatakan keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Hasil pengujian hipotesis tiga menunjukkan set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan menggunakan aliran kas bebas tersebut untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham. Pengaruh negatif ini disebabkan karena investor khawatir dan menilai tindakan penggunaan aliran kas bebas yang tinggi pada keputusan berinvestasi dianggap tindakan yang *opportunistic* dari manajer yang hanya mementingkan perusahaan dan tidak sesuai dengan keinginan investor, yang kemungkinan investor menginginkan aliran kas bebas tersebut didistribusikan kedalam pembagian deviden kepada para pemegang saham. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) dan Wardani dan Siregar (2009) yang menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan dimoderasi oleh set kesempatan investasi.

Hasil pengujian hipotesis empat menunjukkan set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham. Perusahaan yang mempunyai set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan berusaha mengambil peluang tersebut dengan menggunakan segala sumber daya yang dapat diperoleh perusahaan salah satunya yaitu menggunakan instrumen hutang jangka panjang. Manajer akan menggunakan dana tersebut untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif sehingga keputusan tersebut dapat dijadikan sinyal positif terhadap pasar sehingga nilai pemegang saham akan meningkat. Pengaruh negatif ini disebabkan karena keputusan investasi membutuhkan dana yang besar dan investor tidak setuju jika peluang investasi didanai dengan hutang karena akan meningkatkan resiko pada perusahaan dan menyebabkan kekhawatiran pada pihak investor jika terjadi kesalahan dalam mengadakan peramalan yang mengakibatkan terjadinya *over* atau *under-investment*, yang akhirnya akan merugikan perusahaan (Sutrisno, 2007). Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) dan Wijaya dkk. (2010) yang menemukan bahwa investasi yang dihasilkan

dari *leverage* memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan dapat diambil kesimpulan: (1) Aliran kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham, (2) Keputusan pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pemegang saham, (3) Set kesempatan investasi memoderasi pengaruh negatif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, (4) Set kesempatan investasi memoderasi pengaruh negatif keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham.

Saran

Saran dalam penelitian ini, yaitu: (1) Bagi investor dan calon investor di pasar modal perlu memperhatikan besar kecilnya free cash flow baik positif ataupun negatif, set kesempatan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan karena variabel-variabel ini berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, (2) Menambahkan atau memperbanyak proksi tunggal untuk pembentukan variabel set kesempatan investasi (IOS).

Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan dalam penelitian adalah: (1) Proksi tunggal variabel set kesempatan investasi (IOS) dalam penelitian ini hanya menggunakan 3 variabel yang berbasis harga dan investasi, yaitu: market to book value of equity (MVEBVE), market value to book value of asset (MVABVA), dan ratio of gross plant, property and equipment to market value of the firm (PPEMVA), (2) Pembentukan variabel gabungan set kesempatan investasi (IOS) yang sulit dan susah untuk dipahami karena banyaknya perbedaan versi dari peneliti-peneliti sebelumnya dalam penggabungannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Anjarwati, K, C, M, Demi P.I.D. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Size, dan Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening. *Diponegoro journal of Finance*
- Arieska, M dan Gunawan, B. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 13(1).Hal. 13-23.
- Bernice, Y. 2015. The Impact of Managerial Ownership, Institutional Ownership and Company Size Towards Debt Policy. *IBEA International Conference on Business, Economics and Accounting*, 15-17 April 2015.
- Faisal, M. 2004. *Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial dan Ukuran Perusaha-an Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Industri Pemanufakturan di Bursa Efek Jakarta)*. Tesis. UNDIP. Semarang.
- Ghozali, I. 2013. Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS 21. Edisi 7. Semarang: Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, M. M. 2004. Manajemen Keuangan. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE.
- Hartono, J. 1999. An Agency Cost Explanation for Dividend Payments. *Working Paper*. Universitas Gajah Mada.
- Haruman, T. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan: Studi Pada Per-usahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi 11*. Pontianak.
- Hermuningsih S. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Size Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 16 no. 2 Hal : 232-234 Universitas Sarjanawiyata Tamansiswa Yogyakarta.
- Hutchinson, M dan Gull, FA. 2004. Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practice and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance* 10(5).Pp. 595-614.
- Hillman, A. J. dan Keim, G.D. 2001. Shareholder Value, Stakeholder Management, And Social Issues. *Strategic Management Journal* 22(2).Pp. 125-139.
- Marsono dan Junaeni. 2008. Keputusan Penerbitan Saham dan Struktur Modal Perusahaan. *Makalah National Conference on Management Research*, Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin, Makasar 27 Nov 2008.
- Masdupi, E. 2005. The Analysis of the Impacts of Ownership Structure on Debt Policy in Controlling Agency Conflict. *Journal of Economics and Indonesian Business* 20(1).
- Norpawitri, V.M.A. 2005. Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan). *Jurnal Akuntansi & Manajemen*. Hal. 1-28.
- Rahmawati, A., Fajarwati dan Fauziah. 2014. *Statistika, Teori dan Praktek*. Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta. Edisi 2. Yogyakarta.

- Ross, S.A., Westerfield, W.R., dan Bradford, D.J. 2000. *Fundamentals of Corporate Finance*. Fifth Edition. Boston: Irwin McGraw Hill.
- Saputra, R.W. 2014. *Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Makanan dan Minuman (Studi Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya.
- Sutrisno. 2001. *Manajemen Keuangan, Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Tarjo dan Jogiyanto. 2005. Analisa Free Cash Flow Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI. Surabaya 16 -17 Oktober. Hal. 278 -295.
- Wahidawati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 5(1). Hal 1-16.
- Wahyudi, U dan Pawestri, H.P. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang.
- Wardani, R.A. Kusumadan S,B. 2009. Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderator. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen* 20(3). Hal. 157-174.
- Wijaya, L.R. Puspo, Bandi dan Wibawa, Anas. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto. Hal. 1-21.
- Yudianti, Fr.N. 2003. The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value. SSRN.