

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya yang menyangkut pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi dan dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek di Indonesia, diantaranya:

1. **Hendro Sasongko,dkk (2012)**

Penelitian yang dilakukan Hendro Sasongko, Noer Azam Achsan Roy Sembel, Tridoyo Kusumastanto yaitu mengidentifikasi pengaruh aliran kas bebas positif dan negatif, dividend dan leverage terhadap nilai pemegang saham. Objek penelitian ini menggunakan laporan keuangan sebanyak 330 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003 sampai 2010. Teknik pengambilan sample menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang sudah ditentukan hingga terdapat 184 perusahaan yang diteliti. Hasil penelitian ini yaitu aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham dan aliran kas bebas positif tidak berpengaruh terhadap penciptaan nilai pemegang saham, sedangkan aliran kas bebas negatif memberikan pengaruh signifikan positif terhadap nilai pemegang saham karena persepsi investor bahwa perusahaan menggunakan aliran kas bebasnya untuk investasi yang memberi peluang menjajjikan di masa yang akan datang.

Persamaannya adalah :

Variabel yang digunakan yaitu Aliran kas Bebas (variabel independen), nilai pemegang saham (variabel dependen).

Perbedaannya adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan variabel aliran kas bebas positif dan negatif, dividen dan leverage sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan variabel aliran kas bebas dan keputusan pendanaan.
- b. Rentang waktu yang digunakan dalam penelitian terdahulu yaitu 2003-2010, sedangkan penelitian sekarang rentang waktunya 2012-2014.
- c. Teknik analisis data menggunakan SPSS, sedangkan penelitian sekarang menggunakan WarpPLS.

2. **Tito Gustiandika dan P.Basuki Hadiprajino (2012)**

Penelitian yang dilakukan Tito Gustiandika dan Basuki Hardiprajitno yaitu pengaruh keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan corporate governance sebagai variabel moderating. Objek penelitian ini menggunakan laporan keuangan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007 sampai 2011. Teknik pengambilan sample menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang sudah ditentukan hingga terdapat 61 perusahaan yang diteliti. Hasil penelitian ini yaitu keputusan investasi dan keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan GCG dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan GCG

tidak dapat memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan

Persamaannya adalah :

Variabel yang digunakan adalah keputusan investasi yang diukur dengan (MBVA) dan keputusan pendanaan

Perbedaannya adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan variabel keputusan investasi dan keputusan pendanaan, GCG, dan nilai perusahaan sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan variabel aliran kas bebas dan keputusan pendanaan, nilai pemegang saham, set kesempatan investasi dan dividen
- b. Pada penelitian terdahulu menggunakan semua laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- c. Rentang waktu yang digunakan dalam penelitian terdahulu yaitu 2007-2011, sedangkan penelitian sekarang rentang waktunya 2012-2014.
- d. Teknik analisis data menggunakan SPSS, sedangkan penelitian sekarang menggunakan WarpPLS.

3. **Ahsan Habib (2011)**

Penelitian yang dilakukan Ahsan Habib yaitu mengidentifikasi pengaruh peluang pertumbuhan perusahaan dan kualitas laba di pasar valuta arus kas bebas. Objek penelitian ini menggunakan laporan keuangan sebanyak 15.773

perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Australia periode 1992 sampai 2005. Teknik pengambilan sample menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang sudah ditentukan hingga terdapat 7.229 perusahaan yang diteliti. Hasil penelitian ini yaitu peluang pertumbuhan dan pendapatan sementara sebagai dua konteks tersebut dan memeriksa valuasi dari arus kas bebas. Kerangka penilaian berbasis akuntansi dikembangkan di mana pengembalian saham yang mundur pada arus kas bebas berinteraksi dengan pertumbuhan dan kualitas laba proxy, setelah mengendalikan nilai buku, dividen, dan realisasi pendapatan saat ini. Temuan menunjukkan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas positif dan pertumbuhan yang menarik peluang perintah premi penilaian. Selanjutnya, arus kas bebas ditemukan terkait positif dengan return saham ketika laba bersifat sementara. Hasilnya kuat untuk definisi alternatif baik untuk arus kas dan peluang pertumbuhan.

Persamaannya adalah :

Variabel yang digunakan adalah *free cash flow*

Perbedaannya adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan variabel peluang pertumbuhan perusahaan dan kualitas laba terhadap aliran kas bebas sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan variabel aliran kas bebas dan keputusan pendanaan.
- b. Pada penelitian terdahulu menggunakan laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Australia, sedangkan pada

penelitian sekarang menggunakan laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

- c. Rentang waktu yang digunakan dalam penelitian terdahulu yaitu 1992-2005, sedangkan penelitian sekarang rentang waktunya 2012-2014.
- d. Teknik analisis data menggunakan SPSS, sedangkan penelitian sekarang menggunakan WarpPLS

4. **Metha Arieska dan Barbara Gunawan (2011)**

Penelitian yang dilakukan Metha Arieska dan Barbara Gunawanyaitu mengidentifikasi pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi dan dividen sebagai variabel moderasi. Objek penelitian ini menggunakan laporan keuangan sebanyak 146 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005 sampai 2009. Teknik pengambilan sample menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang sudah ditentukan hingga terdapat 23 perusahaan yang diteliti. Hasil penelitian ini yaitu aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham, keputusan pendanaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham, set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, dividen dapat memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham, dividen

bukan merupakan variabel pemoderasi yang dapat menginteraksi hubungan antara keputusan pendanaan dengan nilai pemegang saham.

Persamaannya adalah :

Variabel yang digunakan yaitu Aliran kas Bebas dan keputusan pendanaan (variabel independen), nilai pemegang saham (variabel dependen), set kesempatan investasi dan dividen (variabel moderator)

Perbedaannya adalah :

- a. Rentang waktu yang digunakan dalam penelitian terdahulu yaitu 2005-2009, sedangkan penelitian sekarang rentang waktunya 2012-2014.
- b. Teknik analisis data menggunakan SPSS, sedangkan penelitian sekarang menggunakan WarpPLS

5. **Lihan dan Bandi (2010)**

Penelitian yang dilakukan Lihan dan Bandi yaitu mengidentifikasi pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Objek penelitian ini menggunakan laporan keuangan sebanyak 547 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006 sampai 2009. Teknik pengambilan sample menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang sudah ditentukan hingga terdapat 130 perusahaan yang diteliti. Hasil penelitian ini yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa 17,8% perubahan nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan

pendanaan, dan keputusan dividen sedangkan 82,2% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian.

Persamaannya adalah :

Variabel yang digunakan adalah keputusan pendanaan dan keputusan investasi.

Perbedaannya adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan variabel nilai perusahaan sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan variabel nilai pemegang saham, tetapi nilai pemegang saham adalah bagian dari nilai perusahaan.
- b. Rentang waktu yang digunakan dalam penelitian terdahulu yaitu 2006-2009, sedangkan penelitian sekarang rentang waktunya 2012-2014.
- c. Teknik analisis data menggunakan SPSS, sedangkan penelitian sekarang menggunakan WarpPLS

6. Rima Aguatania dan Baldric Siregar (2008)

Penelitian yang dilakukan Rima Aguatania dan Baldric Siregar yaitu mengidentifikasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi dan dividen sebagai variabel moderator. Objek penelitian ini menggunakan laporan keuangan sebanyak 155 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2002 sampai 2007. Teknik pengambilan sample menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang sudah ditentukan hingga terdapat 47 perusahaan yang diteliti. Hasil penelitian ini yaitu aliran kas bebas

berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham dan pengaruh tersebut dimoderasi oleh set kesempatan investasi dan dividen.

Persamaannya adalah :

Variabel yang digunakan yaitu Aliran kas Bebas (variabel independen), nilai pemegang saham (variabel dependen), set kesempatan investasi dan dividen (variabel moderator)

Perbedaannya adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan variabel aliran kas bebas, sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan variabel aliran kas bebas dan keputusan pendanaan
- b. Rentang waktu yang digunakan dalam penelitian terdahulu yaitu 2002-2007, sedangkan penelitian sekarang rentang waktunya 2012-2014.
- c. Teknik analisis data menggunakan SPSS, sedangkan penelitian sekarang menggunakan WarpPLS

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Agensi

Teori agensi merupakan hubungan yang terjadi pada saat satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan individu lain atau organisasi (*agen*) untuk melaksanakan pekerjaan demi kepentingan mereka dan kemudian mendelegasikan otorisasi pengambilan keputusan kepada *agen* tersebut (Brigham dan Houston, 2001:22). *Agent* melakukan semua kegiatan dalam pengambilan keputusan atas nama *principals*, pihak *principals* merupakan pihak yang memberikan mandat kepada pihak lain, yaitu *agent*.

Tujuan dari teori agensi yaitu meningkatkan kemampuan individu (agent atau *principals*) dalam mengevaluasi lingkungan untuk pengambilan suatu keputusan dan mengevaluasi hasil dari keputusan yang telah diambil untuk mempermudah pengalokasian hasil antara prinsipal dan agen sesuai dengan kontrak kerja.

Teori agensi muncul dari konflik-konflik kepentingan di antara manajer dan pemegang saham. Konflik kepentingan agen tersebut disebut dengan agency problem (Agus Sartono, 2001:13). Konflik-konflik kepentingan yang terjadi di antara manajer dan pemegang saham dikarenakan adanya tujuan yang berlainan dan asimetri informasi. Asimetri informasi diakibatkan adanya konflik keagenan dalam pengambilan risiko dan kebajikan perusahaan oleh manajer. Pemegang saham mempunyai tujuan meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat meningkatkan kesehjetaraanya, sedangkan manajer memiliki tujuan untuk mengejar kepentingan pribadi dan sebagai agen yang berperilaku oportunis demi kepentingannya sendiri tanpa harus melihat kepentingan prinsipal. Tingginya biaya diakibatkan oleh tindakan manajer yang akan mengurangi kekayaan bagi pemegang saham sebagai prinsipal (Karsana dan Supriyadi, 2004). Biaya keagenan harus diminimalisir oleh pemegang saham dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, meningkatkan dividen, meningkatkan pendanaan melalui utang dan investor institusional digunakan untuk monitoring.

2.2.2 Teori Sinyal (Signalling Theory)

Signalling theory menurut Houston dan Brigham (2001:36) merupakan tindakan yang digunakan sebagai petunjuk oleh manajemen perusahaan untuk para investor

dalam memandang prospek perusahaan. Prospek yang menguntungkan akan dapat menghindari penjualan saham dan mendapatkan modal baru melalui hutang.

Signalling theory membahas mengenai dorongan perusahaan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal. Dorongan tersebut disebabkan karena terjadinya asimetri informasi antara pihak manajemen dan pihak eksternal. Manajemen mempunyai informasi akurat mengenai nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar, sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar maka informasi tersebut akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal adanya peristiwa yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Informasi yang disampaikan manajemen perusahaan dapat berupa laporan keuangan. Informasi laba yang dilaporkan merupakan sinyal mengenai laba di masa yang akan datang, oleh karena itu pengguna laporan keuangan dapat membuat prediksi laba perusahaan di masa yang akan datang (Assih, 2000:36) Manager memilih menggunakan dananya untuk mendanai investasi daripada mengeluarkan biaya untuk pembagian dividen kepada pemegang saham sebagai sinyal informasi *outside shareholder*

2.2.3 Teori Dividen Signalling

Teori *dividen signalling theory* diperlukan untuk memberikan informasi yang positif dari pihak internal yang mempunyai informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya kepada investor yang kurang memiliki informasi tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Hal ini terjadi adanya *asymmetric information* antara pihak internal dengan investor. Asimetri informasi yang menjadi dasar dari *dividend signalling theory*, teori ini menjelaskan bahwa pembayaran

dividen merupakan sinyal bagi investor luar tentang prospek masa depan perusahaan. Pengumuman pembagian dividen oleh suatu perusahaan, merupakan *signal* bagi pemegang saham. Manajer dan pemegang saham memiliki informasi yang berbeda dengan pemegang saham, manajer memiliki informasi yang lebih lengkap dan pemegang saham lebih meninterpretasikan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan (Black,1976)

2.2.4 Laporan Keuangan

Laporan keuangan perusahaan merupakan salah satu sumber informasi yang penting di samping informasi lain seperti informasi industri, kondisi perekonomian, pangsa pasar perusahaan, kualitas manajemen dan lainnya (Mamduh dan Halim,2009:49). Menurut K.R.Subramanyam dan John (2010:79) laporan keuangan adalah proses pelaporan keuangan yang diatur oleh standar dan aturan akuntansi, insentif manajer, serta mekanisme pelaksanaan dan pengawasan perusahaan. Pemahaman mengenai lingkungan pelaporan keuangan serta tujuan untuk mendasari informasi keuangan yang disajikan dalam laporan keuangan.

Tujuan laporan keuangan untuk menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja, serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pengguna dalam pengambilan keputusan ekonomi. Menurut SAK (2012:3) laporan keuangan disusun dengan tujuan memenuhi kebutuhan bersama sebagai para pengguna. Laporan keuangan pada umumnya meliputi neraca, laporan laba rugi, laporan posisi keuangan, catatan dan laporan lain.

2.2.5 Nilai Pemegang Saham

Nilai pemegang saham merupakan faktor penting setiap perusahaan mencapai tujuan dan target perusahaan adapun dalam kegiatan serta aktivitasnya, perusahaan menginginkan adanya konsistensi bahkan pertumbuhan pada laba yang dihasilkan dari barang atau jasa sebagaimana merupakan hasil produksi. Berdasarkan hal tersebut, perlu diupayakan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham guna tercapainya tujuan perusahaan secara optimal.

Terdapat dua aspek utama yang dijadikan penunjang akan perlunya memaksimalkan nilai pemegang saham yaitu, tersedianya *risk capital* dari pemegang saham dan pemegang saham sebagai pemilik legal suatu korporasi (Charles, 2008:5). Jadi, dalam memaksimalkan nilai para pemegang saham para manajer memiliki kewajiban untuk menginvestasikan laba dan berperilaku sesuai dengan tataran hukum, etika dan tanggungjawab sosial pada saat bekerja.

Nilai pemegang saham sebagai imbalan yang didapat oleh pemegang saham atas pembelian saham perusahaan. Sumber Imbalan yang diperoleh berasal apresiasi kapital atas nilai saham perusahaan dan pembayaran dividen dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham untuk mencapai tujuan perusahaan (Penman,2004). Nilai pemegang saham merupakan sisi ekuitas dari nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditunjukkan melalui nilai pasar ekuitas dan utang.

Adapun rumus yang digunakan rasio nilai pemegang saham adalah:

$$SHV = \frac{(OS \times HPS) + \text{Ekuitas}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan:

SHV : Shareholder Value

OS : Outstanding share

HPS : Harga per lembar saham

2.2.6 Aliran Kas Bebas

Arus kas sebagai darah dalam perusahaan tanpa adanya aliran darah perusahaan bisa berhenti beroperasi dan bangkrut. Laporan arus kas sebagai gambaran buku saldo perusahaan. Laporan yang menunjukkan seberapa besar kas yang dihasilkan untuk aktivitas operasional, investasi ataupun pembiayaan perusahaan. Hal yang terpenting dalam menggambarkan arus kas adalah seberapa besar aliran kas bebas yang diperoleh perusahaan (Nofie Iman,2008:52)

Aliran kas bebas sebagai kas yang dihasilkan perusahaan setelah mengeluarkan sejumlah uang digunakan dalam mengembangkan asetnya. Hal tersebut sebagai pandangan yang lebih jelas atas kemampuan perusahaan untuk tumbuh dan menghasilkan kas (Jack Guinan,2010:131). Menurut James and John (2005:489) aliran kas bebas adalah arus kas lebih yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif pada saat didiskontokan dengan tingkat imbal hasil yang diminta yang tepat. *Free cash flow* dapat digunakan sebagai akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan, pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

Aliran kas bebas positif menggambarkan jumlah yang terdapat pada aktivitas usaha setelah penyesihan untuk pendanaan dan investasi yang digunakan

untuk mempertahankan kapasitas produksi. Jumlah ini disajikan sebagai total pengeluaran modal yang memang diungkapkan, tetapi termasuk pengeluaran untuk ekspansi kapasitas produksi (K.R.Subramanyam dan John, 2010:110). Adapun rumus yang digunakan aliran kas bebas (Ross *et al*,2000:27)adalah:

$$FCF=AKO-PM-NWC$$

Keterangan :

FCF : *Free cash flow*
 AKO : Aliran kas operasi
 PM : Pengeluaran modal
 NWC : *Net working capital*

2.2.7 Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan bersifat strategis bagi manajemen perusahaan karena keputusan akan berdampak pada kelangsungan usaha, daya saing perusahaan, pengelolaan keuangan, dan aliran kas, serta *image* perusahaan khususnya di pasar keuangan (Hendy M.Fakhrudin,2008:44). Perusahaan dapat memperoleh dana dengan jumlah besar yang akan memudahkan manajemen dalam mengatur dan mengalokasikan dana yang diperoleh dari publik terlebih kebutuhan dana tersebut ditunjukkan untuk proyek besar.

Keputusan pendanaan menyangkut beberapa hal yaitu bahwa keputusan mengenai penetapan sumber dana diperlukan untuk membiayai investasi dengan sumber dana hutang jangka pendek, jangka panjang dan modal sendiri. Selanjutnya, bahwa penetapan pertimbangan pembelanjaan yang terbaik disebut sebagai struktur modal yang optimum (Martono dan Harjito,2001:5). Sumber dana pada keputusan

pendanaan terdiri dari sumber dana internal dan eksternal. Sumber internal perusahaan merupakan laba ditahan dan depresiasi, sedangkan sumber eksternal berasal dari dana kreditur dan peserta atau pengambil bagian di dalam perusahaan. Kebutuhan dana dan fungsi pendanaan yang tinggi membuat para manajer keuangan mencari alternatif-alternatif sumber dana dan memutuskan langkah yang terbaik untuk pendanaan perusahaan. Adapun rumus yang digunakan keputusan pendanaan menggunakan *debt to equity ratio* (Martono dan Harjito,2001:59):

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Keterangan:

DER : *Debt to equity ratio*

2.2.8 Set kesempatan investasi

Set kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) muncul setelah dikemukakan oleh Myers (1977) yang memandang nilai suatu perusahaan sebagai sebuah kombinasi aset yang dimiliki dengan *investment* pilihan investas pada masa depan. Menurut Kole dalam Norpratiwi (2004) bahwa set kesempatan investasi tergantung pada pengeluaran langsung yang dikeluarkan manajer di masa depan dan saat ini dengan pilihan-pilihan investasi untuk menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal dan menghasilkan keuntungan. Pilihan-pilihan investasi di masa yang akan datang dikenal sebagai set kesempatan investasi *atau investment opportunity set* (IOS).

Set kesempatan investasi dapat didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva rill dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Opsi investasi masa depan ditunjukkan dengan adanya

proyek-proyek dari kegiatan riset dan pengembangan, selain itu kemampuan perusahaan juga digunakan untuk mengeksploitasi peluang dalam mengambil keuntungan dari perusahaan lain dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi hal ini mengakibatkan tidak dapat diobservasi (Rokhayati, 2005). Hal ini memunculkan adanya proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS (*Investment Opportunity Set*) sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya. *Investment Opportunity Set* dalam penelitian ini berfungsi sebagai variabel pemoderasi terhadap hubungan antara alir kas bebas dan keputusan pendanaan.

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) ada beberapa proksi set kesempatan investasi yang dapat dikelompokkan menjadi empat yaitu:

1. Proksi berdasarkan harga menyatakan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang relatif tinggi dibandingkan dengan aktiva rillnya. Proksi berdasarkan harga ini antara lain adalah *market to book value of equity ratio* (MVE/BE), *book to market value of assets rati* (MVA/BVA), *property plant and equipment to the book value of of the assets* (PPE/BVA), *depreciation expense to market value* (DEP/MVA), *earnings to price ratio* (E/P).
2. Proksi berdasarkan investasi menyatakan bahwa pada gagasan terdapat satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan positif pada nilai IOS (*Investment Opportunity Set*) suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini

diharapkan dapat memberi peluang investasi di masa yang akan mendatang yang makin besar.

3. Proksi berdasarkan varian melandaskan gagasan bahwa suatu opsi akan tumbuh lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva.
4. Proksi gabungan dari proksi individual dilakukan upaya mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang lebih baik untuk set kesempatan investasi. Metode yang dapat digunakan untuk menggabungkan beberapa proksi individual menjadi satu proksi yang akan diuji lebih lanjut dengan menggunakan analisis faktor.

Penelitian ini menggunakan enam proksi harga tunggal, yang masuk dalam dua golongan proksi yaitu proksi berbasis pada harga dan proksi berbasis investasi :

1. Proksi IOS berbasis pada harga , diukur dengan :

- a. Rasio *Market to Book Value of Equity* (MVEBVE)

$$\text{MVEBVE} = \frac{\text{Lembar saham beredar} \times \text{Harga penutupan saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

- b. Rasio *Market to Book Value of Assets* (MVABVA)

$$\text{MVABVA} = \frac{(\text{Total aset} - \text{Total ekuitas}) + (\text{lembar saham beredar} \times \text{closing price})}{\text{Total Aset}}$$

- c. Rasio *Firm Value to Book Value of PPE* (VPPE)

$$VPPE = \frac{(\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas}) + (\text{lembar saham beredar} \times \text{closing price})}{\text{Aktiva Tetap Net}}$$

- d. Rasio Earning to Price Ratio (E/P)

$$EPR = \frac{\text{Earning per Share}}{\text{Market per Share}}$$

2. Proksi IOS berbasis pada investasi, diukur dengan

- a. *Capital Addition to Assets Book Value Ratio* (CEBVA)

$$CEBVA = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap}_t - \text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{\text{Total Aset}}$$

- b. *Capital Addition to Assets Market Value Ratio* (CEMVA)

$$CEMVA = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap}_t - \text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{(\text{Total aset} - \text{total ekuitas}) + (\text{lembar saham beredar} \times \text{closing price})}$$

2.2.9 Dividen

Keuntungan yang bisa diperoleh perusahaan memiliki pilihan yaitu untuk membesarkan perusahaan dalam bentuk laba ditahan atau dibagikan kepada para pemegang saham yang akan mendapatkan keuntungan berupa dividen. Berapa jumlah yang akan diperoleh tergantung kesepakatan pada rapat umum pemegang saham (RUPS). Dividen digunakan sebagai pendapatan perusahaan yang dibagikan sebagai pemegang saham yang dilakukan manajer keuangan sebagai tugas utama dalam penentuan kebijakan dividen (Arif Sugiarto, 2009:173).

Dividen yang diperoleh dibagi menjadi dua yaitu dividen tunai sebagai dividen yang dibayarkan berupa uang tunai yang diberikan dengan tujuan untuk memberikan sebagian keuntungan yang diperoleh kepada pemegang saham. Sedangkan, dividen saham merupakan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk saham dengan proposi tertentu yang dikeluarkan selain untuk memberikan keuntungan kepada pemegang saham dan meningkatkan likuiditas saham di Bursa Efek. Nilai suatu dividen saham dapat diketahui dengan membagi harga wajar dividen saham dengan rasio saham (Taufik Hidayat, 2011:31).

Tujuan organisasi komersial adalah memaksimalkan nilai pemegang saham melalui dividen dan kenaikan harga saham. Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan yang diambil mengenai laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham atau keputusan untuk digunakan sebagai proyek investasi perusahaan. Prospek yang baik digunakan perusahaan apabila tidak mempunyai dana internal maka mempergunakan hutang sebagai alternatif untuk memenuhi kebutuhan pembayaran dividen dalam jangka pendek maka nilai pemegang saham akan meningkat. Dividen menunjukkan seberapa besar laba perusahaan dibagikan kepada pemegang saham. Indikator untuk mengukur kebijakan dividen ada dua macam (Warsono, 2003:275), yaitu *Dividend Yield* menghubungkan dividen dibayar dengan harga sama dan menyediakan ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada. *Dividend Payout Ratio* sebagai rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa.

Variabel ini diukur dengan *Dividen Yield*, adapun rumus yang dipakai adalah:

$$DY = \frac{DPS}{HPS}$$

Keterangan:

DY : *Dividen yield*

DPS : *Dividen per share*

HPS : Harga per lembar saham

2.2.10 Hubungan antar variabel

a. Pengaruh Variabel Independen terhadap variabel Dependen

1. Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham

Aliran kas bebas pada perusahaan menunjukkan kas yang bebas untuk digunakan sebagai pelunasan hutang atau imbal hasil ke pemegang saham. Arus kas yang tinggi akan semakin besar fleksibilitas dari aliran kas bebas. Sehingga aliran kas bebas tinggi meningkatkan kinerja perusahaan hal ini membuat nilai pemegang saham tinggi pula. Menurut Rima dan Baldrice (2009) aliran kas bebas yang digunakan perusahaan yaitu aliran kas bebas negatif digunakan untuk menghadapi masalah keagenan yang dihubungkan dengan konvenan utang. Sedangkan, perusahaan dengan aliran kas bebas positif menginginkan distribusi untuk investasi. Hal ini berhubungan dengan adanya teori agensi karena adanya konflik-konflik antara manajer dan pemegang saham yang mengakibatkan adanya masalah keagenan

dengan adanya aliran kas bebas yang tinggi dapat menimalisir adanya masalah keagenan.

Menurut Sangsoko,dkk (2012) aliran kas bebas positif tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, sedangkan aliran kas bebas negatif berpengaruh signifikan positif terhadap nilai pemegang saham. Berbeda dengan penelitian Yudianti (2003) dalam Rima dan Baldrice (2009) yang menunjukkan bahwa aliran kas kas bebas positif berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham secara signifikan. Namun, aliran kas bebas negatif tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Aliran kas bebas digunakan sebagai memicu konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Namun, aliran kas bebas yang tinggi akan menggambarkan pertumbuhan kas dimasa depan dalam memaksimalkan nilai pemegang saham.

2. Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Keputusan pendanaan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan. Menurut Bigham dan Houston (2001) peningkatan pendanaan melalui hutang merupakan suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal yang dianggap penggunaan lebih aman dari pada penerbitan saham baru. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai pemegang saham yang merupakan bagian dari nilai ekuitas sebagai bagian dari nilai perusahaan. Hutang yang digunakan adalah hutang yang tidak berbahaya yang mendukung perusahaan untuk berkembang. Keputusan pendanaan menentukan kemampuan perusahaan

dalam melakukan aktivitas operasi dan berpengaruh terhadap risiko perusahaan sehingga banyak perusahaan sukses dalam menggunakan keputusan pendanaan, tetapi banyak pula yang tidak sukses dalam pengambilan keputusan pendanaan sehingga terjadinya kebangkrutan akibat terbelit hutang dan bunga,

Hal ini berhubungan dengan teori agensi bahwa terjadinya biaya keagenan yang akan mengurangi kekayaan pemegang saham. Hutang sebagai alternatif digunakan untuk meminimiliasir adanya biaya agen. Biaya agen dalam keputusan pendanaan terdiri dari *agent cost of debt* dan *agency cost of equity*, apabila *agency cost of debt* tinggi maka pengambilan keputusan hutang akan mempengaruhi biaya keagenan yang ditanggung pemegang saham dan *debtholders*, sehingga biaya keagenan dapat dikendalikan oleh mekanisme hutang. Menurut penelitian Metha dan Barbara (2011) menyatakan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, namun penelitian Lihan dan Bandi (2010) bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham karena keputusan pendanaan berupa hutang dapat mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan *perquisites* dan memaksimalkan nilai pemegang saham.

b. Variabel moderasi yang dapat memoderasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen (nilai pemegang saham)

1. Pengaruh Set kesempatan investasi terhadap Hubungan antar Aliran Kas Bebas dengan Nilai Pemegang Saham

Set kesempatan investasi yang dengan aliran kas bebas tinggi manajer akan menggunakan nilai bersih sekarang positif untuk membiayai proyek dan akan berdampak nilai pemegang saham yang tinggi, apabila manajer melakukan pemborosan pada aliran kas bebas lebih besar terjadi maka set kesempatan investasi menjadi rendah, hal tersebut tidak dapat meningkatkan nilai pemegang saham (Rima dan Baldric,2009). Set kesempatan investasi tergantung pada pengeluaran langsung dikeluarkan manajer di masa depan yang akan menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal dan menghasilkan keuntungan.

Dalam teori agency menyatakan pemisahaan kepemilikan antara pemegang saham dengan manajemen dimana manajemen menciptakan dalam meningkatkan kepentingan pribadi dan pemegang saham untuk meningkatkan kepentingan perusahaan dan pribadi, hal ini menunjukkan bahwa adanya aliran kas bebas dan alternatif investasi akan meningkatkan kinerja dalam perusahaan. Dalam Teori Signal manger memilih mengeluarkan dana untuk investasi daripada membagikan dividen kepada pemegang saham sebagai sinyal informasi *outside shareholder*. Set kesempatan investasi dalam penelitian ini berfungsi sebagai variabel pemoderasi terhadap hubungan aliran kas bebas. Menurut penelitian Rima

dan Baldrick (2009) perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan menggunakan aliran kas bebas dan dana tersebut untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif yang akan meningkatkan nilai pemegang saham.

2. Pengaruh Set kesempatan investasi terhadap Hubungan antar Keputusan Pendanaan dengan Nilai Pemegang Saham

Keputusan pendanaan sebagai salah satu mengenai penetapan sumber dana yang diperlukan untuk membiayai investasi (Martono dan Harjito, 2001:5). Keputusan pendanaan melalui *leverage* digunakan untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif dan set kesempatan investasi sebagai alternatif yang tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham (Tito dan Basuki, 2014). Keputusan pendanaan yang tinggi dengan hutang yang tinggi dari modalnya belum tentu hutang tersebut berbahaya melainkan hutang yang mendukung perusahaan untuk berkembang. Apabila perusahaan mengalami kebangkrutan maka akan berdampak pula pada shareholder. Mengacu pada teori agensi, pemisahan kepemilikan dari pihak manajemen akan menciptakan situasi dimana manajemen akan bertindak untuk kepentingan sendiri. Mereka akan membuat keputusan untuk pendanaan dan pemilihan alternatif investasi optimal apabila insentif yang tepat diberikan hanya kepada para agen yang diawasi. Berdasarkan teori signal bahwa suatu relevan apabila laporan keuangan akan memberikan suatu informasi yang sesuai dan bermanfaat digunakan dalam pengambilan suatu keputusan. Set kesempatan investasi dalam penelitian ini berfungsi sebagai

variabel pemoderasi terhadap hubungan keputusan pendanaan. Menurut penelitian Metha dan Barbara (2001), perusahaan yang mempunyai dana yang besar berasal dari leverage dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan meningkatkan nilai pemegang saham.

3. Pengaruh Dividen terhadap Hubungan antar Aliran Kas Bebas dengan Nilai Pemegang Saham

Aliran kas bebas yang digunakan para investor ditunjukkan dengan adanya dividen untuk menyiasati pasar namun lebih kearah meningkatkan nilai perusahaan. Dividen yang dibayarkan bergantung pada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius dari manajemen perusahaan. Kebijakan dividen digunakan untuk menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan akan ditahan sebagai laba ditahan (Arif Sugiarto, 2009).

Mengacu pada teori agency bahwa manajer menginginkan untuk mengerjar kepentingan pribadi sehingga menimbulkan adanya biaya yang mengurangi kekayaan bagi pemegang saham, sehingga para pemegang saham harus menimalisir adanya biaya agen dengan salah satu cara yaitu meningkatkan dividen untuk menambah nilai pemegang saham. Hal tersebut didukung pula dengan teori *dividen signalling* bahwa dividen digunakan untuk memberikan informasi yang positif dari pihak internal yang mempunyai informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya dan

pembayaran dividen sebagai sinyal bagi investor untuk memandangi prospek masa depan perusahaan.

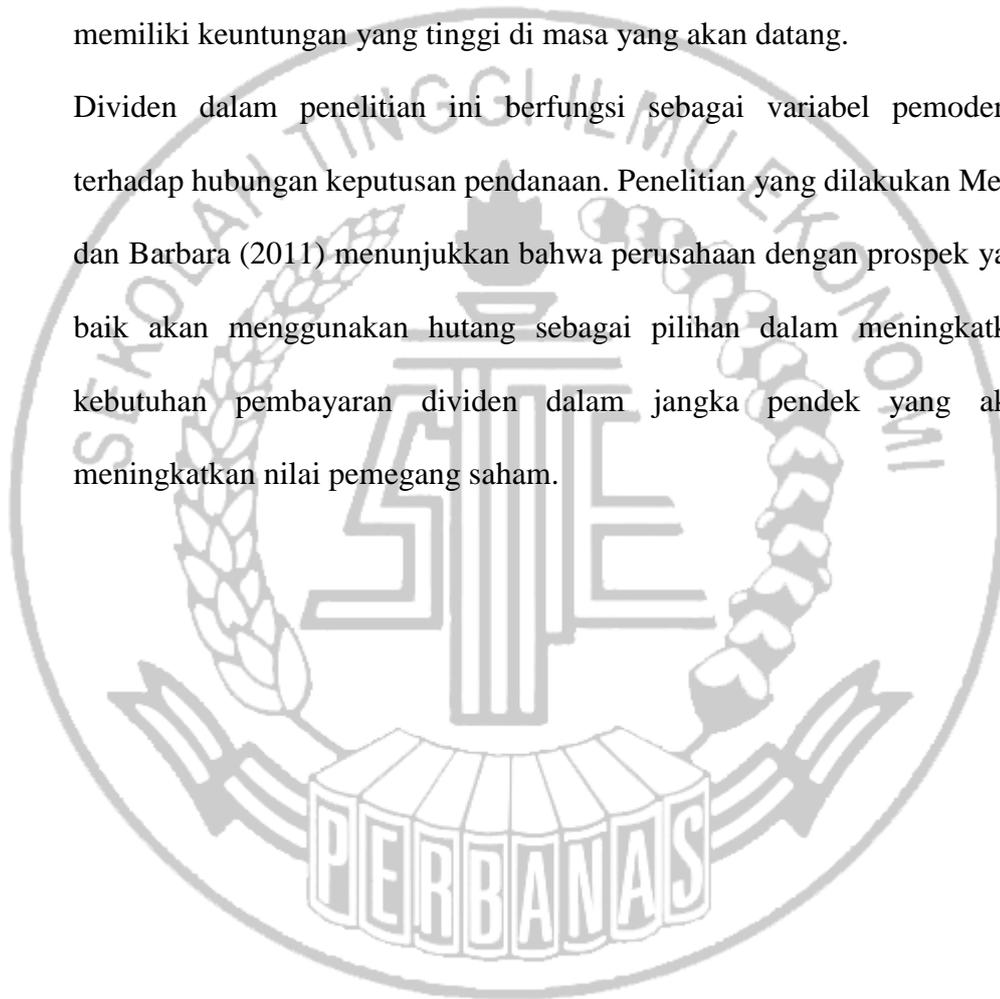
Dividen dalam penelitian ini berfungsi sebagai variabel pemoderasi terhadap hubungan aliran kas bebas. Penelitian yang dilakukan (Yudianti,2003 dalam Rima dan Baldrick,2009) menunjukkan bahwa kenaikan pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif terhadap hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham karena menunjukkan pengurangan kebijakan manajemen untuk investasi yang berlebih.

4. Pengaruh Dividen terhadap Hubungan antar Keputusan Pendanaan dengan Nilai Pemegang Saham

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan mengenai seberapa besar laba perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau menggunakan dana tersebut untuk proyek investasi perusahaan (Brigham dan Houston,2001:76). Apabila dividen yang dibayarkan semakin tinggi, maka dana tersedia untuk investasi akan semakin rendah dan manajemen perusahaan akan mencari tambahan dana dari pihak ketiga untuk merealisasikan investasinya. Semakin besar laba ditahan berarti semakin kecil dana tersedia untuk pembayaran dividen sebaliknya jika semakin kecil laba yang ditahan maka semakin besar laba yang dibagi untuk pembayaran dividen (Martono dan Harjito,2001;5). Hal ini didukung dengan adanya teori agency bahwa perusahaan dengan keputusan pendanaan yang tinggi maka akan menggunakan hutang sebagai alternatif untuk meminimalisir

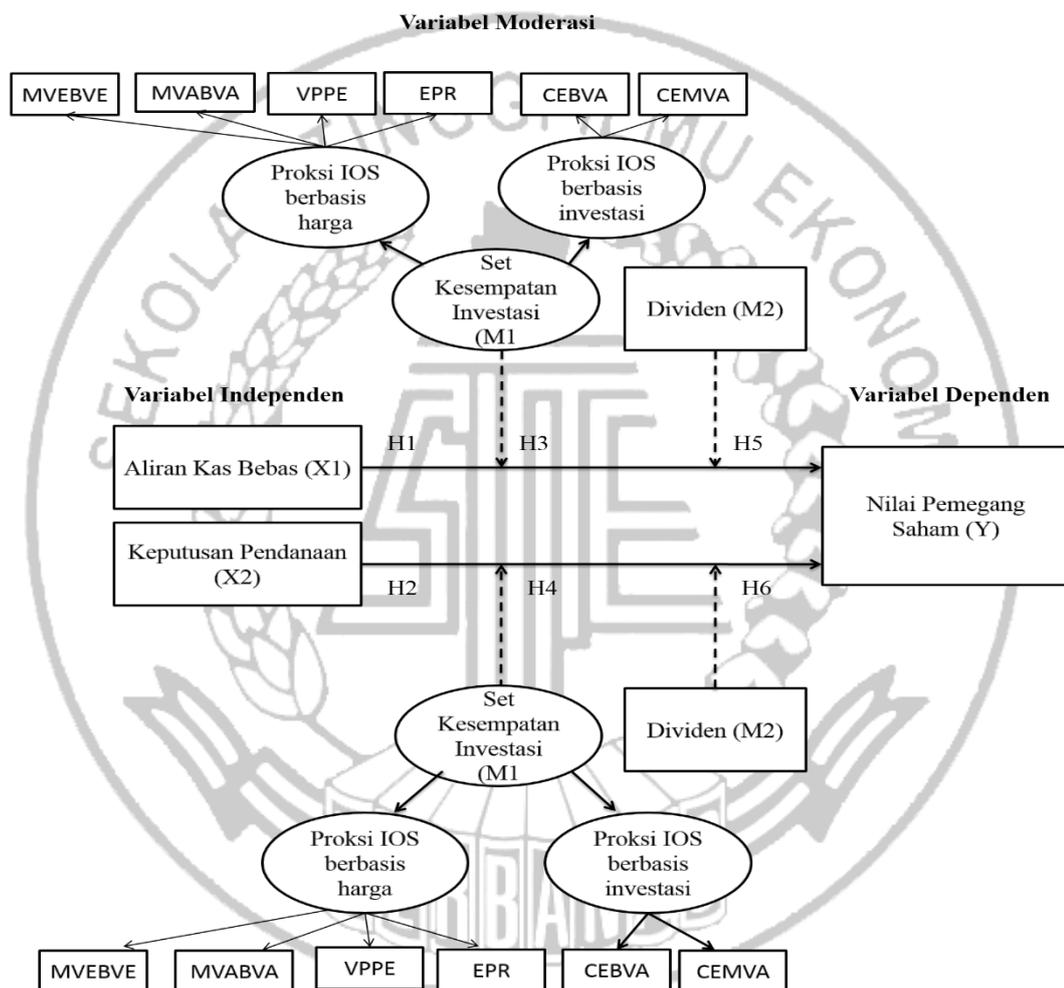
adanya biaya agen sehingga akan dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Berdasarkan teori *dividen signaling* bahwa pengumuman pembagian dividen oleh perusahaan, merupakan signal bagi pemegang saham. Pemegang saham akan menginterpretasikan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan, sebagai *signal* bahwa manajemen memiliki keuntungan yang tinggi di masa yang akan datang.

Dividen dalam penelitian ini berfungsi sebagai variabel pemoderasi terhadap hubungan keputusan pendanaan. Penelitian yang dilakukan Metha dan Barbara (2011) menunjukkan bahwa perusahaan dengan prospek yang baik akan menggunakan hutang sebagai pilihan dalam meningkatkan kebutuhan pembayaran dividen dalam jangka pendek yang akan meningkatkan nilai pemegang saham.



2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran mengenai pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi dan dividen sebagai variabel moderasi dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber: diolah

Gambar 2.3
KERANGKA PEMIKIRAN

2.4 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan landasan teori dan kerangka pemikiran tersebut maka hipotesis penelitian ini dapat di rumuskan:

- H1 : Aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham
- H2 : Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham
- H3 : Aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi
- H4 : Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi
- H5 : Aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan dividen sebagai variabel moderasi
- H6 : Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan dividen sebagai variabel moderasi

