

**ANALISIS PENGARUH FCF DAN DER TERHADAP
NILAI PEMEGANG SAHAM DENGAN
VARIABEL MODERASI**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk memenuhi satu syarat penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Jurusan Akuntansi



Oleh:

IRINE DWI OKTAVIANA

2012310627

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS

SURABAYA

201

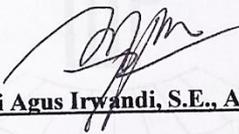
PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Irine Dwi Oktaviana
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 21 Oktober 1994
N.I.M : 2012310627
Jurusan : Akuntansi
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan
Judul : Analisis Pengaruh FCF dan DER terhadap Nilai
Pemegang Saham dengan Variabel Moderasi

Disetujui dan diterima baik oleh :

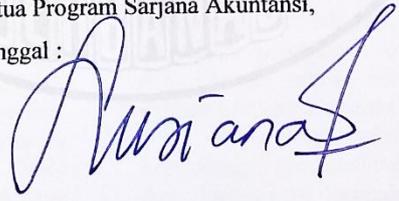
Dosen pembimbing,

Tanggal :


(Soni Agus Iryandi, S.E., Akt., M.Si, CA.)

Ketua Program Sarjana Akuntansi,

Tanggal :


(Dr. Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si., QIA.)

ANALYSIS THE INFLUENCE OF FCF AND DER ON THE SHAREHOLDER VALUE WITH VARIABLE MODERATION

Irine Dwi Oktaviana, Soni Agus Irwandi ²

1, 2, STIE Perbanas Surabaya, Nginden Semolo Street 34-36, Surabaya, 60118, East Java, Indonesia

A B S T R A C T

The purpose of this research to know about independent variable influence to dependent variable and variable moderation. The independent variable is the flow of cash free and financing decisions, while dependent variable namely shareholder value and variable moderation that is investment opportunities and dividends.

A population that used in this research is all manufacturing companies who listed on Indonesia Stock Exchange or Bursa Efek Indonesia (BEI) in the period 2012-2014. The sample collection technique use quota sampling about 81 company as sample has included on the criteria. Instrument statistical tests in this research that is WarpPLS 5.0 version.

Results of the research indicated that free cash flow, investment opportunities with free cash flow, investment opportunities with financing decisions, dividends and free cash flow, dividends with financing decisions effect to shareholder value. Financing decisions has not influence to the shareholder value. Limitation on this research that is only explain variables moderating as the disease between an independent relationship with the dependent, may strengthen or weaken the relationship between independent variables and the dependent.

Key word : free cash flow, financing decisions, investment opportunities, dividends, shareholder value

ANALISIS PENGARUH FCF DAN DER TERHADAP NILAI PEMEGANG SAHAM DENGAN VARIABEL MODERASI

A B S T R A K

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan variabel moderasi. Variabel independen yang digunakan yaitu aliran kas bebas dan keputusan pendanaan, sedangkan variabel dependen yaitu nilai pemegang saham dan variabel moderasi yaitu set kesempatan investasi dan dividen.

Populasi yang digunakan pada penelitian ini yaitu seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2012-2014. Teknik pengambilan sampel menggunakan *quota sampling*. Alat uji statistik dalam penelitian ini yaitu WarpPLS versi 5.0.

Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa aliran kas bebas, set kesempatan investasi dengan aliran kas bebas, set kesempatan investasi dengan keputusan pendanaan, dividen dengan keputusan pendanaan, dividen dengan aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, sedangkan keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Keterbatasan pada penelitian ini yaitu hanya menjelaskan variabel moderasi sebagai penyakit antara hubungan independen dengan dependen, dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dan dependen

PENDAHULUAN

Kegiatan bisnis merupakan salah satu dari beberapa sector perekonomian yang paling ramai dibicarakan karena menjadi salah satu tolak ukur kemajuan suatu negara. Perkembangan bisnis di Indonesia mengalami kemajuan yang pesat (Joko Kristanto,2015). Hal ini mendorong masing-masing perusahaan untuk melakukan berbagai inovasi dan strategi bisnis agar terhindar dari kebangkrutan.

Fenomena inilah yang menjadi salah satu faktor utama perusahaan dalam mencapai tujuan jangka panjang, yaitu untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dalam menghasilkan laba. Pemegang saham sebagai pemilik legal dari suatu korporasi dan saham memiliki representasi sebuah hak atas laba yang dihasilkan perusahaan dan menyediakan *risk capital* untuk perusahaan yang digunakan untuk membeli sumber daya.

Pemegang saham mempunyai kepentingan memaksimalkan nilai saham dan mengawasi manajer. Namun hak pemegang saham terhadap aset perusahaan masih dibawah hak kreditor perusahaan. Ini berarti pemegang saham biasanya tidak menerima apapun apabila perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan, meskipun sebuah saham dapat memiliki harga setelah kebangkrutan, dan ada kemungkinan bahwa hutang perusahaan akan direstrukturisasi (Rima dan Baldrice,2009). Hal ini antara Pemegang saham, kreditor, dan manajer mempunyai kepentingan dan prespektif yang berbeda.

Teori keagenan dari konflik-konflik kepentingan di antara manajer dan pemegang saham yang sering disebut dengan *agency problem* (Agus Sartono,2001:13). Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross *et al*,2000:27). Keputusan pendanaan sebagai kebijakan struktur modal dan faktor

leverage keuangan. Pada keputusan ini manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi dari sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna mempelajari kebutuhan-kebutuhan investasi (Tito dan Basuki,2014). menemukan bahwa keputusan pendanaan mempengaruhi nilai pemegang saham secara positif. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Oktavia (2013) bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penilaian suatu perusahaan sekarang berfokus pada laporan keuangan dan memandang nilai perusahaan yang tercermin dari nilai investasi yang dikeluarkan. Pilihan-pilihan investasi disebut sebagai set kesempatan investasi, set kesempatan investasi tidak dapat diamati dan tidak sempurna bisa diukur dengan menggunakan proksi tunggal saja. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan membutuhkan dana untuk banyak kesempatan investasi sehingga dapat membiayai proyek dan nilai pemegang saham meningkat. Set kesempatan investasi dalam penelitian ini sebagai variabel pemoderasi antara aliran kas bebas dan keputusan pendanaan. Teori sinyal sebagai tindakan petunjuk manajemen perusahaan untuk para investor dalam memandang prospek perusahaan agar dapat menghindari penjualan saham dan mendapatkan modal melalui hutang. Hal ini akan menarik investor untuk berinvestasi dengan laba yang cukup yang dimiliki perusahaan untuk membayar keuntungan yang disyaratkan. Berdasarkan pada teori *dividen signalling* bahwa pembayaran dividen sebagai sinyal bagi investor tentang prospek masa depan perusahaan. Pengumuman pembagian dividen oleh perusahaan merupakan *signal* bagi pemegang saham.

Dividen dalam penelitian ini adalah sebagai variabel pemoderasi aliran kas bebas dan keputusan pendanaan. Pemilihan dana menggunakan hutang merupakan Kenaikan pembayaran dividen akan berdampak positif terhadap hubungan

aliran kas bebas dan perusahaan dengan prospek yang baik, dengan menggunakan hutang sebagai pilihan dalam meningkatkan kebutuhan pembayaran dividen dalam jangka pendek yang akan meningkatkan nilai pemegang saham. Menurut Martono dan Harjito (2001) kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan.

Beberapa hasil penelitian yang ada terdapat adanya *research gap*, sehingga mendorong untuk dilakukannya pengujian lebih lanjut dan penelitian mengenai pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan adanya variabel moderasi pada perusahaan manufaktur masih sedikit dilakukan peneliti. Penelitian ini mengambil perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur terdiri dari berbagai sub sektor industri dan volume transaksi perdagangan saham sektor manufaktur masih menjadi favorit para investor dan menghindari bias yang mungkin terjadi karena adanya regulasi keuangan pada industri.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

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*.

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.

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.

Nilai Pemegang Saham

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).

Aliran Kas Bebas

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.

Keputusan Pendanaan

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).

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. Set kesempatan investasi dapat didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva riil dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif.

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
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.
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

Dividen

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 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.

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 meminimalisir adanya masalah keagenan. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1: Aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham

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 proposi hutang maka semakin tinggi nilai pemegang saham. 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.

Hal ini berhubungan dengan teori agensi bahwa terjadinya biaya keagenan yang akan mengurangi kekayaan pemegang saham. Hutang sebagai alternatif digunakan untuk meminimalisir 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. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 2: Keputusan Pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham

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 Baldrice, 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 pemisahan kepemilikan antara pemegang saham dengan manajemen dimana manajemen menciptakan dalam meningkatkan kepentingan pribadi dan pemegang saham untuk meningkatkan kepentingan perusahaan dan pribadi. Dalam Teori *Signal* manager 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. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 3: Aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi

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

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. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 4: Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi

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

Aliran kas bebas yang digunakan para investor ditunjukkan dengan adanya dividen untuk menyasiasi 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 mengejar 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 memandang prospek masa depan perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 5: Aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan dividen sebagai variabel moderasi

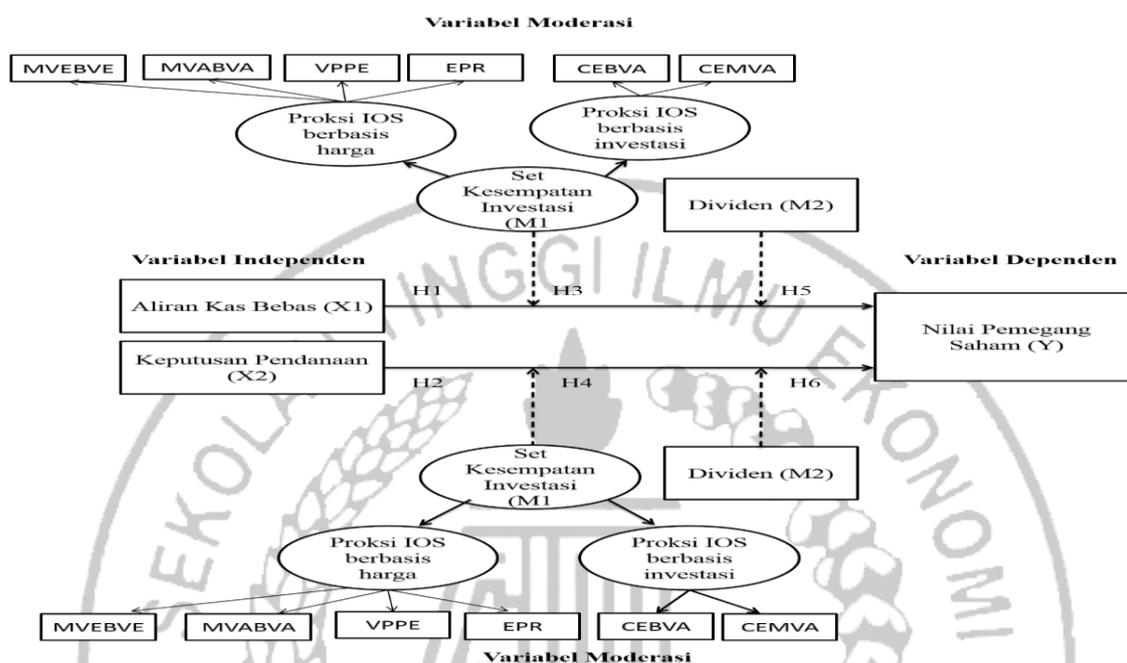
Pengaruh Dividen terhadap Hubungan antar Keputusan Pendanaan dengan Nilai Pemegang Saham

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. Hal ini didukung dengan adanya teori agency bahwa perusahaan dengan keputusan pendanaan yang tinggi maka akan menggunakan hutang sebagai alternatif untuk menimalisir adanya biaya agen sehingga akan dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Berdasarkan teori *dividen signalling* 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. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 6 : Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan

investasi sebagai variabel moderasi

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

Metode Penelitian

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *quota sampling* merupakan metode penetapan sampel dengan menentukan kuota terlebih dahulu pada masing-masing kelompok, sebelum kuota masing-masing kelompok terpenuhi maka penelitian belum dianggap selesai (Ihyaul Ulum, 2011:77). Agar relevan dengan tujuan penelitian dengan memenuhi beberapa kriteria. Kriteria sampel yang dipilih di antaranya: (1) Perusahaan yang masuk kategori manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan 2012-2014 (2) Perusahaan manufaktur yang

mempublikasikan laporan keuangan audit secara berturut-turut per 31 Desember 2012-2014. (3) Perusahaan yang menggunakan mata uang rupiah dalam laporan keuangan yang diterbitkan. (4) Perusahaan tidak memiliki saldo ekuitas negatif. (5) Perusahaan yang membagikan dividen tunai secara berturut-turut

Data Penelitian

Ditinjau dari sifatnya, jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Data variabel menggunakan data tahun 2012-2014. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder, sumber data yang digunakan adalah data kuantitatif perusahaan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia melalui akses internet dengan alamat www.idx.co.id

Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen yaitu nilai pemegang saham, variabel independen yaitu aliran kas bebas dan keputusan pendanaan, dan variabel moderasi set kesempatan investasi dan dividen

Definisi Operasional

Nilai pemegang saham

Variabel dependen dalam penelitian adalah nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham merupakan nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan. Nilai pemegang saham merupakan nilai perusahaan dikurangi dengan utang. Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Keterangan :

SHV : *Shareholder value*
OS : *Outstanding share*
HPS : Harga per lembar saham

Aliran Kas Bebas

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. Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut (Ross *et al* ,2000:27):

$$FCF = AKO - PM - NWC$$

Keterangan:

FCF : *Free cash flow*
AKO : Aliran kas operasi

PM : Pengeluaran modal (Aset tetap_t – Aset tetap_{t-1})
NWC : *Net working capital* (Aset lancar – Hutang lancar)

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang bersifat strategis bagi manajemen perusahaan, diproksi melalui *Debt to Equity Ratio*. Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Martono dan Harjito,2001:59). Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Keterangan :

DER : *Debt to equity ratio*

Set Kesempatan Investasi

Penilaian suatu perusahaan sekarang berfokus pada laporan keuangan dan memandang nilai perusahaan yang tercermin dari nilai investasi yang dikeluarkan. Pilihan-pilihan investasi disebut sebagai set kesempatan investasi, set kesempatan investasi tidak dapat diamati dan tidak sempurna bisa diukur dengan menggunakan proksi tunggal saja (Rokhayati,2005).Penelitian ini menggunakan lima proksi tunggal, yang masuk dalam dua golongan proksi yaitu proksi berbasis pada harga dan proksi berbasis investasi:

PROKSI BERBASIS PADA HARGA

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

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

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

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

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 *Earnings to price* (EPR)

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

PROKSI BERBASIS PADA INVESTASI

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)

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

Dividen

Dividen menunjukkan seberapa besar laba perusahaan dibagikan kepada pemegang saham. Variabel ini diukur dengan *Dividen Yield*, *dividen yield* adalah perbandingan antara dividen dan harga saham dan menyediakan suatu ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada (Warsono, 2003:275). Secara sistematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Keterangan

DY : *Dividen yield*
DPS : *Dividen per share*
HPS : Harga per lembar saham

Alat Analisis

Penelitian ini pengujian hipotesis menggunakan pendekatan *Partial Least Square* (PLS) 4.0 untuk menganalisis data. PLS adalah metoda alternatif untuk persamaan struktural (*Struktural Equation Modelling*) yang berbasis komponen atau varian (Imam Ghazali, 2014). Pemilihan alat uji *Partial Least Square* (PLS) didasarkan pada kerangka pemikiran penelitian yang menguji hubungan yang kompleks dengan banyak konstruk dan banyak indikator. Langkah-langkah dalam melakukan pengujian hipotesis penelitian adalah dengan mengolah data yang telah diperoleh maka penelitian ini akan dapat dilakukan uji Deskriptif dan Uji statistic.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN
Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan penjelasan terhadap variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Analisis deskriptif dapat memberikan gambaran melalui jumlah yang diobservasi dengan melihat nilai mean, maksimum, minimum, dan standar deviasi selama periode penelitian. Adapun variabel yang

akan dideskriptifkan yaitu nilai pemegang saham yang diukur dengan SHV, aliran kas bebas yang diukur dengan FCF, keputusan pendanaan yang diukur dengan DER, set kesempatan investasi yang telah didemansikan menjadi satu diukur dengan IOS, dan dividen diukur dengan DY.

Tabel 1
ANALISIS DESKRIPTIF

Descriptive Statistic					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.Deviation
SHV	81	0.42	14.74	3.1175	2.88006
FCF	81	-4.E+13	3.E+13	-2.61E+12	6.733E+12
DER	81	0.09	2.97	0.8620	0.65679
IOS	81	-1.56	3.96	0.0000	1.00002
DY	81	0.000	0.14393	0.0284252	0.02239131
Valid N	81				

Nilai pemegang saham (SHV)

Berdasarkan tabel 1 dapat diketahui nilai pemegang saham memiliki nilai rata-rata sebesar 3.1175 dan nilai standar deviasi sebesar 2.8006 dapat dikatakan bahwa standar deviasi lebih kecil dari mean sehingga sebaran data dikatakan baik atau tidak bervariasi. Nilai maximum sebesar 14.74 yang dimiliki pada perusahaan PT.Multi Bintang Indonesia Tbk dan nilai minimum sebesar 0.42 yang dimiliki pada perusahaan PT.Lautan Luas Tbk.

Aliran Kas Bebas (FCF)

Berdasarkan tabel 1 dapat diketahui nilai pemegang saham memiliki nilai rata-rata sebesar -2.61E+12 dan nilai standar deviasi sebesar 6.733E+12 dapat dikatakan bahwa standar deviasi lebih besar dari mean sehingga sebaran data dikatakan kurang baik atau bervariasi. Nilai maximum sebesar 3E+13 yang dimiliki pada perusahaan PT.Astra Internasional Tbk yang dapat diartikan bahwa berkontribusi besar menggunakan aliran kas bebas untuk membayarkan hutang, dividen, dan investasi tambahan. Aliran kas bebas positif dan negatif sangat dapat mempengaruhi nilai pemegang saham, aliran kas bebas positif

perusahaan dapat secara langsung menggunakan sesuai dengan kebutuhan perusahaan, apabila aliran kas bebas negatif belum tentu menunjukkan perusahaan yang buruk karena perusahaan yang tumbuh memerlukan investasi yang besar sehingga menjadi peluang di masa yang akan datang dan nilai minimum sebesar -4E+13 yang dimiliki pada perusahaan PT.Astra International Tbk yang dapat diartikan bahwa aliran kas bebas negatif yang besar sehingga perusahaan tidak akan memakai dana tersebut untuk meningkatkan nilai pemegang saham akan lebih memilih dana lain untuk meningkatkan nilai pemegang saham.

Keputusan Pendanaan (DER)

Berdasarkan tabel 1 dapat diketahui keputusan pendanaan memiliki nilai rata-rata sebesar 0.8620 dan nilai standar deviasi sebesar 0.65679 dapat dikatakan bahwa standar deviasi lebih kecil dari mean sehingga sebaran data dikatakan baik atau tidak bervariasi. Nilai maximum sebesar 2.97 yang dimiliki pada perusahaan PT.Multi Bintang Indonesia Tbk yang dapat diartikan bahwa mengeluarkan dana

yang tinggi untuk melakukan alternatif-alternatif sumber dana dan melakukan suatu

pendanaan.dan nilai minimum sebesar 0.09 yang dimiliki pada

perusahaan PT.Keramik Indonesia Assosiasi Tbk yang dapat diartikan bahwa perusahaan tersebut mengeluarkan dana dalam memenuhi kebutuhan dana dan fungsi dana sangat rendah.

Set Kesempatan Investasi (IOS)

Berdasarkan tabel 1 dapat diketahui set kesempatan investasi memiliki nilai rata-rata sebesar 0.0000 dan nilai standar deviasi sebesar 1.00002 dapat dikatakan bahwa standar deviasi lebih besar dari mean sehingga sebaran data dikatakan kurang baik atau bervariasi. Nilai maximum sebesar 3.96 yang dimiliki pada perusahaan PT.Semen Indonesia (D/H Semen Gresik (Pesero)) yang dapat diartikan bahwa menunjukkan bahwa perusahaan berkontribusi besar dalam melakukan alternatif-alternatif investasi, yang akan memberikan laba bagi perusahaan dan nilai minimum sebesar -1.56 yang dimiliki pada perusahaan PT.Metrodata Electronics Tbk

yang dapat diartikan bahwa perusahaan tersebut berkontribusi sangat rendah dalam melakukan alternatif-alternatif investasi.

Dividen (DY)

Berdasarkan tabel 1 dapat diketahui dividen memiliki nilai rata-rata sebesar 0.0284252 dan nilai standar deviasi sebesar 0.02239131 dapat dikatakan bahwa standar deviasi lebih kecil dari mean sehingga sebaran data dikatakan baik atau tidak bervariasi. Nilai maximum sebesar 0.14393 yang dimiliki pada perusahaan PT.Indospring Tbk yang dapat diartikan bahwa perusahaan tersebut mampu membayar dividen untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan nilai minimum sebesar 0.000 yang dimiliki pada perusahaan PT.Kimia Farma Tbk yang dapat diartikan bahwa perusahaan tersebut hanya dapat membayar sedikit dividen dalam meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Analisis Statistik Partial Least Square

Tabel 2

ANALISIS CROSS LOADING FIRST ORDER CONSTRUCT

	Harga	Investasi	Type	SE	P value
MVEBVE	(0.754)	0.158	Reflective	0.088	<0.001
MVABVA	(0.838)	0.053	Reflective	0.086	<0.001
VPPE	(0.852)	0.219	Reflective	0.086	<0.001
EPR	(0.280)	0.082	Reflective	0.102	0.004
CEBVA	0.154	(0.943)	Reflective	0.084	<0.001
CEMVA	0.154	(0.943)	Reflective	0.084	<0.001

Tabel 3

ANALISIS CROSS LOADING FIRST ORDER CONSTRUCT

	Harga	Investasi	Type	SE	P value
MVEBVE	(0.719)	0.155	Reflective	0.089	<0.001
MVABVA	(0.860)	0.073	Reflective	0.086	<0.001
VPPE	(0.881)	0.197	Reflective	0.085	<0.001
CEBVA	0.150	(0.943)	Reflective	0.084	<0.001
CEMVA	0.150	(0.943)	Reflective	0.084	<0.001

Tabel 4
ANALISIS CROSS LOADING SECOND ORDER CONSTRUCT

	IOS	Type	SE	P value
HARGA	(0.631)	Reflective	0.092	<0.001
INVESTASI	(0.631)	Reflective	0.092	<0.001

1. Tahap Konstruksi Undimensional variabel set kesempatan investasi

a. Hasil tahap *first order construct*

Tahap pertama

Merupakan konstruk laten dimensi yang direfleksikan atau dibentuk oleh indikator-indikatornya

Berdasarkan tabel 2 hasil analisis cross loading bahwa MVEBVE sebesar 0,754 ,MVABVA sebesar 0,838 ,VPPE sebesar 0,852 sebagai dimensi harga yang memenuhi syarat yaitu lebih dari 0,7 atau lebih dari 0,6 masih dapat diterima. CEBVA dan CEMVA sebagai dimensi investasi menunjukkan nilai sebesar 0,943 yang memenuhi syarat yaitu lebih dari 0,7 atau lebih dari 0,6 masih dapat diterima. Tetapi EPR tidak dapat menjadi dimensi dari harga karena nilai cross loading yang merupakan dimensi harga hanya dapat menunjukkan nilai sebesar 0,280 kurang dari 0,7, sehingga EPR harus dihilangkan dan akan diuji kembali tanpa adanya EPR

Tahap kedua

Berdasarkan tabel 3 hasil analisis cross loading bahwa MVEBVE sebesar 0,719, MVABVA sebesar 0,860, VPPE sebesar 0,881 sebagai dimensi harga yang memenuhi syarat yaitu lebih dari 0,7 atau lebih dari 0,6 masih dapat diterima. CEBVA dan CEMVA sebagai dimensi investasi menunjukkan

nilai sebesar 0,943 yang memenuhi syarat yaitu lebih dari 0,7 atau lebih dari 0,6 masih dapat diterima. Sehingga

MVEBVE, MVABVA, VPPE dapat menjadi dimensi harga, sedangkan CEBVA, CEMVA dapat menjadi dimensi investasi. Selanjutnya dimensi harga dan investasi akan diolah menjadi nilai IOS

b. Hasil tahap *second order construct*

Merupakan konstruk yang direfleksikan atau dibentuk oleh konstruk laten dimensinya. Berdasarkan tabel 4 hasil analisis cross loading bahwa harga sebesar 0,631 dan investasi sebesar 0,631 sebagai dimensi ios yang memenuhi syarat yaitu lebih 0,6 masih dapat diterima. Sehingga dimensi harga dan investasi dapat menjadi dimensi IOS.

2. Tahap menganalisis PLS-SEM dengan efek moderasi

- a. Konseptual model
- b. Menentukan metoda analisis algorithm
- c. Menentukan metode resampling
- d. Menggambar diagram jalur Evaluasi Model

Output Hasil Pengujian

Tabel 5
ANALISIS GENERAL RESULT

GENERAL RESULT	
Average path coefisien (APC)	0.218
Average R-square (ARS)	0.535
Average adjusted R-square (AARS)	0.498
Average block VIF (AVIF)	1.472
Average full collinearity VIF(AFVIF)	1.430
Tenenhaus GoF (GoF)	0.732
Sympson's paradox ratio (SPR)	0.667
R-square contribution ratio (RSCR)	0.953
Statistical suppression ratio (SSR)	0.833
Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	0.500

Tabel 6
ANALISIS R-SQUARED, ADJUSTED R-SQUARED DAN Q-SQUARED

	SHV	FCF	KP	IOS	DN	IOS*FCF	IOS*KP	DN*FCF	DN*KP
R-square	0.535								
Adj R-square	0.498								
Composite reliab	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Avg. var. extrac	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Full Collin.VIF	2.513	1.109	1.146	1.942	1.084	1.268	1.538	1.092	1.166
Q-squared	0.573								

Tabel 7
ANALISIS PATH COEFFICIENT DAN P-VALUES

PATH COEFFICIENTS									
	SHV	FCF	KP	IOS	DN	IOS*FCF	IOS*KP	DN*FCF	DN*KP
SHV		0.143	-0.101			0.566	0.181	0.161	0.150

P VALUE									
	SHV	FCF	KP	IOS	DN	IOS*FCF	IOS*KP	DN*FCF	DN*KP
SHV		0.043	0.111			<0.001	0.014	0.027	0.036

Output General Result

Menjelaskan seberapa besar pengaruh dan apakah model yang digunakan fit sesuai dengan kriteria yang ditentukan Berdasarkan tabel 5 terlihat dalam general result model mempunyai fit yang baik, dimana P-value untuk average path coefficient (APC), Average R-square (ARS) dan Average adjusted R-square (AARS) < 0.001 dengan nilai APC=0.218, nilai ARS=0.535 dan nilai AARS=0.498. Sedangkan dari hasil output menunjukkan

bahwa nilai Average block VIF(AVIF) dan Average full collinearity VIF (AFVIF), yang dihasilkan yaitu <3.3, yang diartikan tidak ada masalah multikolonieritas antar indicator dan antar variabel eksogen.

Nilai GoF yang dihasilkan $0.732 > 0.36$ yang berarti dit model yang sangat baik. Indeks SPR, RSCR menghasilkan nilai sebesar 0.953 dan 0.833 > 0.7 masih dapat diterima, dan SSR dengan nilai sebesar 0.833 yang berarti tidak ada problem kausalitas didalam model. Nilai dari NLBCDR sebesar $0.500 < 0.7$, artinya hubungan kausalitas non-linear perlu untuk dibalik.

Output R-square, Adjusted R-square, dan Q-square

Output R-Squared, Adjusted R-Squared dan Q-Squared menjelaskan seberapa besar prosentase konstruk endogen yang dapat dijelaskan oleh konstruk eksogen. Sehingga semakin tinggi R-square maka menunjukkan hubungan yang baik. Selanjutnya Q-square digunakan untuk penilaian relevansi dari variabel laten pada variabel kriteria. Berdasarkan tabel 6 bahwa nilai adjusted R-square sebesar 0.498 yang memiliki arti bahwa yang memiliki arti bahwa aliran kas bebas (FCF) dan keputusan pendanaan (DER) dengan moderai IOS (IOS) dan dividen (DN) terhadap nilai pemegang saham (SHV) adalah sebesar 49.8% dan sisanya 50.2% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model penelitian. Dapat dilihat pula pada AVE untuk setiap konstruk memiliki nilai sebesar > 0.5 sehingga memenuhi syarat validitas konvergen dan nilai composite Reliability yang dihasilkan setiap keseluruhan konstruk sebesar 1.000 nilai tersebut > 0.7 sehingga memenuhi reliabilitas konsistensi internal. Nilai full collinearity VIF untuk setiap konstruk terdapat nilai sebesar < 3.3 sehingga tidak terdapat problem collinearity di dalam model. Nilai Q-squared pada variabel nilai pemegang saham (SHV) sebesar $0.573 > 0$, yang dapat diartikan bahwa model tersebut mempunyai *predictive relevance*.

Analisis Path Coefficient dan P-Value

Hasil analisis data dapat dilihat pada output path coefficient dan p-values yang menjelaskan hasil estimasi koefisien jalur (path coefficient) dengan nilai p. Pada kolom menunjukan variabel laten predictor dan baris menunjukan variabel laten

kriterion. Berdasarkan tabel 7 bahwa hasil output path coefficient dan p-values diata dapat dilihat bahwa variabel aliran kas bebas (FCF) berpengaruh langsung dan signifikan terhadap variabel nilai pemegang saham (SHV) dengan nilai P-value yang dihasilkan 0.043 kurang dari 0.05 dan nilai path koefisiennya sebesar 0.143, sedangkan untuk variabel keputusan pendanaan (KP) tidak berpengaruh terhadap variabel nilai pemegang saham (SHV) dengan nilai P-value yang dihasilkan 1.101 dan nilai path koefisiennya sebesar -0.111. Dapat dilihat bahwa interaksi antara variabel moderator set kesempatan investasi (IOS) dan aliran kas bebas (FCF) berpengaruh dan signifikan terhadap nilai pemegang saham (SHV) dengan nilai P-value yang dihasilkan < 0.001 dan nilai path koefisiennya sebesar 0.566, dan variabel moderator set kesempatan investasi (IOS) dan keputusan pendanaan (KP) berpengaruh dan signifikan terhadap nilai pemegang saham (SHV) dengan nilai P-value yang dihasilkan 0.014 kurang dari 0.05 dan nilai path koefisiennya sebesar 0.184. Variabel moderator dividen (DN) dan aliran kas bebas (FCF) berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (SHV) dengan nilai P-value yang dihasilkan 0.026 kurang 0.05 dan nilai path koefisiennya sebesar 0.161 dan variabel moderator dividen (DN) dan keputusan pendanaan (KP) berpengaruh dan signifikan terhadap nilai pemegang saham (SHV) dengan nilai P-value yang dihasilkan 0.036 kurang 0.05 dan nilai path koefisiennya sebesar 0.15.

Pembahasan

1. Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham

Aliran kas bebas merupakan 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. Arus kas yang tinggi akan semakin besar bekerja dengan efektif dalam situasi yang berbeda dari aliran kas bebas. Aliran

kas bebas negatif yang tinggi berguna untuk menghadapi masalah keagenan yang berhubungan dengan konvenan utang, meskipun aliran kas negatif atau rendah tidak menunjukkan nilai perusahaan yang buruk karena perusahaan yang tumbuh memerlukan investasi yang besar. Aliran kas positif yang tinggi digunakan untuk melakukan investasi. Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan program WarpPLS menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,143 dan signifikan sebesar 0,043 yang kurang dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama terpenuhi yaitu aliran kas bebas dapat berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Artinya bahwa, aliran kas bebas semakin tinggi maka semakin kuat nilai pemegang saham. Berdasarkan data deskriptif bahwa kondisi ini diduga berdasarkan data deskriptif yang menunjukkan jika aliran kas bebas dan nilai pemegang saham sama-sama memiliki kecenderungan meningkat dari tahun 2012-2014. Penelitian ini mendukung adanya teori agensi yang menyatakan bahwa aliran kas bebas menyebabkan adanya masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Aliran kas bebas yang tinggi akan menimalisir adanya masalah keagenan.

2. Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham

Besarnya hutang digunakan perusahaan adalah sebagai suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal. Semakin tinggi porsi hutang akan semakin tinggi nilai perusahaan, dan akan semakin tinggi nilai pemegang saham, karena sebagian perusahaan menganggap bahwa dengan menggunakan hutang akan aman daripada menerbitkan saham baru. Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan program WarpPLS menunjukkan nilai koefisien sebesar $-0,101$ dan nilai

signifikan sebesar 0,111. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua tidak terpenuhi yaitu keputusan pendanaan tidak dapat mempengaruhi nilai pemegang saham. Artinya bahwa, keputusan pendanaan semakin tinggi maka semakin rendah nilai pemegang saham. Hal ini dapat dibuktikan berdasarkan hasil analisis deskriptif. Dapat disimpulkan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham karena adanya fluktuasi yang tidak konsisten dan tidak sesuai teori bahwa terjadi naik turunnya keputusan pendanaan dan nilai pemegang saham, tinggi rendahnya keputusan pendanaan tidak mempengaruhi nilai pemegang saham. Hal ini diakibatkan adanya ketakutan para investor dalam penggunaan hutang yang besar akan membuat perusahaan mengalami kebangkrutan. Apabila perusahaan bangkrut ataupun pailit maka akan berdampak pula pada pemegang saham. Hak pemegang saham akan berada diakhir setelah perusahaan menyelesaikan hutang dengan kreditor, membayar karyawan ataupun digunakan untuk membiayai biaya operasional perusahaan. Berdasarkan teori agensi bahwa terdapat biaya agen didalam keputusan pendanaan terdiri dari *agent cost of debt* dan *agent cost of equity*, apabila *agent cost of debt* lebih tinggi maka akan mempengaruhi biaya agen sehingga biaya keagenan dapat dikendalikan oleh mekanisme hutang. Tetapi berdasarkan hasil dari penelitian, hutang atau *agent cost of debt* yang tinggi belum dapat digunakan sebagai menimalisir adanya biaya agen.

3. Pengaruh set kesempatan investasi terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham

Penggunaan aliran kas bebas yang tinggi akan membuat set kesempatan investasi menjadi tinggi, ini terjadi

apabila aliran kas bebas yang digunakan terlalu besar dan dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Sebaliknya apabila penggunaan aliran kas bebas rendah akan membuat set kesempatan investasi rendah yang dapat membuat nilai pemegang saham turun. Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan program WarpPLS menunjukkan nilai koefisien antara $IOS*FCF$ dengan nilai pemegang saham sebesar 0.566 dan signifikan kurang dari 0,001. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis ketiga terpenuhi yaitu aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi. Kondisi ini diduga berdasarkan data deskriptif yang menunjukkan jika set kesempatan investasi, aliran kas bebas, dan nilai pemegang saham sama-sama memiliki kecenderungan meningkat dari tahun 2012-2014. Artinya bahwa, set kesempatan investasi yang tinggi maka semakin tinggi aliran kas bebas maka semakin kuat nilai pemegang saham, perusahaan mampu menggunakan kas bebas untuk investasi masa yang akan datang sehingga berdampak pula tinggi nilai pemegang saham. Apabila nilai pemegang saham meningkat maka perusahaan memenuhi tujuan utama untuk menghasilkan laba karena pemegang saham akan memberikan *risk capital* untuk perusahaan yang memungkinkan para manajer untuk membeli sumber daya yang diperlukan untuk memproduksi barang atau jasa. Berdasarkan teori agensi bahwa adanya pemisahan kepemilikan antara pemegang saham dengan manajemen yang dimana para manajemen di dalam suatu perusahaan menciptakan hal untuk meningkatkan kepentingan pribadi. Pada teori signal bahwa adanya laporan keuangan yang relevan maka perusahaan mampu memrikan suatu informasi yang bermanfaat untuk pengambilan suatu keputusan.

4. Pengaruh set kesempatan investasi terhadap hubungan antara keputusan pendanaan dengan nilai pemegang saham

Apabila perusahaan tidak memiliki dana internal maka alternatif yang digunakan perusahaan untuk membiayai investasi dan menambah kekayaan perusahaan yang berdampak pula pada pemegang saham yaitu penggunaan sumber dana jangka pendek dan jangka panjang. Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan program WarpPLS menunjukkan nilai koefisien antara $IOS*KP$ dengan nilai pemegang saham sebesar 0,184 dan signifikan sebesar 0,014 kurang dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat terpenuhi yaitu keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi. Artinya bahwa, set kesempatan investasi yang tinggi maka semakin tinggi keputusan pendanaan maka semakin kuat nilai pemegang saham. Kondisi ini diduga berdasarkan data deskriptif yang menunjukkan jika keputusan pendanaan, set kesempatan investasi dan nilai pemegang saham sama-sama memiliki kecenderungan meningkat dari tahun 2012-2014. Perusahaan menggunakan dana jangka pendek untuk mendapatkan laba dalam membiayai investasi yang akan berdampak pada kesejahteraan pemilik perusahaan. Penggunaan dana hutang yang digunakan perusahaan adalah hutang yang tidak berbahaya, hutang dapat dikatakan tidak berbahaya seperti hutang yang biasanya tidak mengandung bunga atau denda. Sehingga penggunaan hutang mampu untuk membuat perusahaan menjadi berkembang dan akan berdampak pada pemegang saham. Penelitian ini mendukung adanya teori agensi bahwa terdapat adanya biaya agen yang dapat mengurangi nilai bagi pemegang

saham sehingga penggunaan hutang atau disebut dengan *agent cost of debt* yang tinggi daripada *agent cost of equity* maka pengambilan keputusan hutang akan mempengaruhi biaya keagenan. Berdasarkan teori signal bahwa suatu relevan apabila laporan keuangan akan memberikan suatu informasi yang sesuai dan bermanfaat digunakan sebagai pengambilan suatu keputusan.

5. Pengaruh dividen terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham

Dividen sebagai variabel moderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Aliran kas bebas yang ditunjukkan untuk menyiasati pasar tetapi lebih utama dalam meningkatkan nilai perusahaan. Dividen yang dibagikan kepada pemegang saham berdasarkan kebijakan didalam suatu perusahaan, setiap perusahaan memiliki perbedaan dalam proposi pembagian saham untuk pemegang saham. Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan program WarpPLS menunjukkan nilai koefisien antara $DN*FCF$ dengan nilai pemegang saham sebesar 0,161 dan signifikan sebesar 0.026 kurang dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kelima terpenuhi yaitu aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan dividen sebagai variabel moderasi. Artinya bahwa dividen dan aliran kas bebas tinggi maka semakin kuat nilai pemegang saham, yang menunjukkan pengurangan kebijakan perusahaan dalam berinvestasi yang berlebih. Kondisi ini diduga berdasarkan data deskriptif yang menunjukkan jika aliran kas bebas, dividen dan nilai pemegang saham sama-sama memiliki kecenderungan meningkat dari tahun 2012-2014. Jadi, aliran kas bebas yang digunakan dalam pembayaran dividen sebagai perwujudan dalam memaksimalkan nilai pemegang

saham maka investor atau pemegang saham memiliki presentase kepemilikan saham yang besar terhadap suatu perusahaan, sehingga berhak atas dividen yang diberikan oleh perusahaan. Penelitian ini mendukung adanya teori agensi bahwa dengan adanya dividen dapat meminimalisir adanya masalah keagenan yang disebabkan oleh aliran kas bebas. Begitu 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 memandang prospek masa depan perusahaan

6. Pengaruh dividen terhadap hubungan antara keputusan pendanaan dengan nilai pemegang saham

Keputusan yang diambil oleh perusahaan berupa seberapa besar laba yang dibagikan kepada pemegang saham atau digunakan sebagai investasi adalah bagian dari suatu kebijakan dividen. Apabila dividen yang digunakan semakin rendah maka manajemen akan menggunakan dana dari pihak ketiga adakah hak peminjam dana. Penggunaan hutang yang tinggi dalam meningkatkan pembayaran dividen jangka pendek akan dapat meningkatkan nilai pemegang saham, hutang sebagai alternatif dana yang digunakan apabila perusahaan tidak mempunyai dana internal. Hutang digunakan perusahaan yaitu hutang tidak berbahaya, hutang operasional, seperti utang usaha, beban masih harus dibayar yang tidak mengandung bunga atau denda sehingga mendukung perusahaan untuk berkembang Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan program WarpPLS menunjukkan nilai

koefisien antara $DN*KP$ dengan nilai pemegang saham sebesar 0,150 dan signifikan sebesar 0,036 kurang dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keenam terpenuhi yaitu keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan dividen sebagai variabel moderasi. Artinya bahwa, dividen dan keputusan pendanaan semakin tinggi maka semakin kuat nilai pemegang saham. Kondisi ini diduga berdasarkan data deskriptif yang menunjukkan jika keputusan pendanaan, dividen dan nilai pemegang saham sama-sama memiliki kecenderungan meningkat dari tahun 2012-2014. Hutang mampu digunakan perusahaan untuk membayar dividen dalam meningkatkan nilai pemegang saham, sehingga hutang yang digunakan adalah hutang yang tidak berbahaya yang mampu digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Apabila perusahaan berkembang dengan memperoleh keuntungan maka akan berdampak pada pemegang saham, karena pemegang saham adalah pemilik saham terbesar di perusahaan maka apapun yang terjadi pemegang saham memiliki dampaknya langsung. Berdasarkan teori *agency* bahwa dengan adanya keputusan yang optimal oleh pihak manajemen yaitu meningkatkan nilai pendanaan melalui hutang untuk digunakan dalam pembayaran dividen yang digunakan dalam mengurangi biaya keagenan dan sebagai meningkatkan nilai bagi pemegang saham. Berdasarkan teori *dividen signalling* mengasumsikan 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.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pengujian hipotesis yang dilakukan, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: (1) Variabel aliran kas bebas mempunyai pengaruh terhadap nilai pemegang saham. Hal ini berarti bahwa aliran kas bebas dapat menghadapi masalah keagenan dengan konvenan utang dan akan membuat kinerja perusahaan akan tinggi dalam menggambarkan pertumbuhan penciptaan kas di masa depan. (2) Variabel keputusan pendanaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai pemegang saham. Hal ini berarti bahwa penggunaan hutang yang digunakan adalah hutang yang berbahaya yang terbelit dengan bunga sehingga perusahaan akan masuk dalam krisis yaitu kebangkrutan ataupun pailit sehingga adanya kekhawatiran investor yang akan berdampak pada pemegang saham. (3) Aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi. Hal ini berarti bahwa set kesempatan investasi yang tinggi akan dapat mempengaruhi aliran kas bebas dalam membiayai proyek dan digunakan untuk investasi masa yang akan datang sehingga berdampak pula tinggi nilai pemegang saham. Sehingga perusahaan telah melaksanakan tujuan utama dalam meningkatkan nilai pemegang saham. (4) Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi. Hal ini berarti bahwa dengan set kesempatan investasi yang tinggi, perusahaan mampu memberikan dana yang tinggi dalam meningkatkan nilai pemegang saham. Penggunaan dana hutang yang digunakan perusahaan adalah hutang yang tidak berbahaya, hutang dapat dikatakan tidak berbahaya seperti

hutang yang biasanya tidak mengandung bunga atau denda. Sehingga penggunaan hutang mampu untuk membuat perusahaan menjadi berkembang dan akan berdampak pada pemegang saham. (5) Aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan dividen sebagai variabel moderasi. Hal ini berarti bahwa perusahaan menggunakan aliran kas bebas yang digunakan dalam pembayaran dividen sebagai perwujudan dalam memaksimalkan nilai pemegang saham maka investor atau pemegang saham memiliki presentase kepemilikan saham yang besar terhadap suatu perusahaan, sehingga berhak atas dividen yang diberikan oleh perusahaan dan perusahaan mendapatkan laba dalam memaksimalkan nilai pemegang saham. (6) Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham dengan dividen sebagai variabel moderasi. Hal ini berarti bahwa perusahaan menggunakan dana hutang yang tidak berbahaya untuk membayar dividen dalam meningkatkan nilai pemegang saham. Hutang digunakan perusahaan untuk berkembang sehingga memperoleh keuntungan maka akan berdampak pada pemegang saham yaitu mendapatkan untung dari dividen atau bonus.

Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang apabila mampu diatasi akan memperbaiki hasil penelitian selanjutnya, diantaranya adalah (1)Set kesempatan investasi terdapat berbagai macam proksi dan tidak mudah untuk diproksikan.(2)Variabel moderasi sebagai penyakit antara hubungan independen dengan dependen, dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dengan dependen. Berdasarkan keterbatasan penelitian maka saran yang dapat diberikan oleh peneliti adalah: (1)Penelitian selanjutnya diharapkan memperbanyak proksi set kesempatan

investasi agar dapat menangkap variabel yang sulit untuk diamati. Misalnya, proksi varian dan proksi gabungan. (2)Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memakai variabel penggabung antara independen ke dependen agar variabel yang sudah kuat dengan variabel dependen dapat diperkuat kembali. Misalnya, variabel mediasi

Daftar Rujukan

- Ahsan Habib.2011.Growth Opportunities, Earnings Pformance and the Valuation of Free Cash Flow. *Australasian Accounting Business and Finance*.5,101-122.
- Agus Sartono.2011.Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi.Yogyakarta:BPEE
- Arif Sugianto.2099.Manajemen Keuangan untuk Partisi Keuangan.Jakarta:Grasindo
- Bhattacharya,S.1979.Imperfect Information, Dividen Policy and the Bird in Hand Falkly Bell.*Journal of Economic*.Vol.10,259-27
- Brigham.E.F dan Houston.J.F.2001.Manajemen Keuangan.Jakarta:Erlangga
- Endang Raino Wirjono.2009. Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan Aliran kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan.*Journal Kinerja*.Vol.13
- Hendro Sangsoko, N.A.Achsani,R.Sembe,et al.2012.Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividend an Leverage Terhadap Nilai Pemegang saham. *Jurnal Ilmiah Rangganding*.Vol.12,72-81
- Hendy M.Fakhrudin.2005.Strategi Pendanaan dan Peningkatan Nilai Perusahaan.Jakarta:PT.Elex Media Komputindo
- Ihyaul Ulum.2011.Klik Skripsi.Yogyakarta:Aditya Media
- IFAC.2012.Standar Akuntansi Keuanagn per 1 Juni 2012.Jakarta.Institut Akuntan Publik indonesia

- Imam Ghazali dan H.Latan.2014.Partial Least Square Konsep, Metode dan Aplikasi Menggunakan Program WarpPLS 4.0.Semarang:Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- James C.Van Horner dan Jogn M.Wachowicz,JR.2005.Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan 2.Jakarta:Salembaempat
- JackGuinan.2010.Investopedia.Jakarta.Hikma
- Joko Kristanto.2005.Bisnis Indonesia 100% Menguntungkan (online), <http://www.wirasjati.com/20015/05/bisnis-indonesia-100-menguntungkan.html>.diakses 20 Mei 2015
- K.R.Subramanyam dan John J.Wild.2008.Analisis Laporan Keuangan.Jakarta:Salemba Empat
- Karsana dan Supriyadi .2004.Analisis Moderasi Set Kesempatan Investasi terhadap hubungan antara Kebijakan dividen dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan.Jurnal Ekonomi dan Bisnis.Vol XI
- Lihan Rini Puspo Wijaya dan Bandi Anas Wibawa.2010.Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.Simposium Nasional Akuntansi.XIII
- Mahfud Sholihin dan Dwi Ratmono.2013.Analisis SEM-PLS denagn WarpPLS 3.0.Yogyakarta:Andi Yogyakarta.
- Mamduh M.Hanafi dan Abdul Halim.2009.Analisis Laporan Keuanagan.Yogyakarta:UPP STIM YKPN
- Martono dan D.A.Harjito.2001.Manajemen Keuangan.Yogyakarta:EKONOSI A
- Metha Arieska dan Barbara Gunawan.2011.Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi.Jurnal Akuntansi dan Keuanagn.Vol 13ress,Steward
- C.1997.Determinanys of Corporate Borrowing.Journal of Financial Economic.Vol 5:147-175
- Norpartiwi.2005.Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham.Jurnal Akuntansi dan Manajemen
- Nur Indriantoro dan Bambang Supomo.2002 Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen.Edisikedua.Yogyakarta .BPFE
- Rima Wardanai dan Baldric Siregar.2009.Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi Dan Dividen Sebagai Variable Moderator.Jurnal Akuntansi&Manajemen.157
- Sofie Iman.2008.Kiat-kiat membiakkan uang di masa sulit investasi untuk pemula.Jakarta:Gramedia
- Stephen.H.Penman.2001.Financial Statement Analysis and Security Valuation.McGraw-Hill.Singapore
- Sugiyono.2011.Metode Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif dan R&D.Bandung:IKAPI
- Taufik Hidayat.2011.Kaya Sekarang Juga! Cara Pintar Investasi Emas dan Dinar.Jakarta:Trans Media
- Tito Gustiandika dan P.Basuki Hadi Prajitno.2014.Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Governance sebagai Variabel Moderating.Jurnal of Accounting.Vol 3,nomor 2
- W.L.Hill.Charles.2008.Strategic Management Theory.Mason:South
- Warsono.2003.Manajemen Keuangan Perusahaan Jilid Satu.Malang:Bayumedia