

DAMPAK SET KESEMPATAN INVESTASI PADA PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS, KEPUTUSAN PENDANAAN, DAN KEPUTUSAN OPERASI TERHADAP NILAI PEMEGANG SAHAM

Emilia Huriyatur Rozinah

huruyatur@gmail.com

Nur Fadrijh Asyik

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to examine the effect of investment opportunity set through free cash flow, funding decision and operational decision on stakeholder's value. This research was quantitative. Moreover, the data collection technique used purposive sampling, in which the sample was based on criteria given. In line with, there were 70 samples from 14 food and beverages on manufacturing companies which were listed on Indonesia Stock Exchange during 2015-2019. Furthermore, the data analysis technique used multiple linear regression with Moderate Regression Analysis (MRA). The research result concluded that free cash flow had a positive effect on stakeholder's value. On the other hand, funding decision did not affect stakeholder's value. In contrast, operational decision affected stakeholder's value. While, investment opportunity set could moderate in the effect of free cash flow on stakeholder's value. Meanwhile, investment opportunity set could not intervene in the effect of funding decision stakeholder's value. The investment opportunity set could moderate in the effect of operational decision on stakeholder's value of food and beverages manufacturing companies.

Keywords: free cash flow, funding decision, operational decision, stakeholder's value, investment opportunity set

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak set kesempatan investasi pada pengaruh aliran kas bebas, keputusan pendanaan, dan keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham. Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Sampel dalam penelitian ini diperoleh dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel dengan menggunakan kriteria-kriteria yang ditentukan oleh peneliti. Berdasarkan metode *purposive sampling* tersebut didapatkan sebanyak 70 sampel dari 14 perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2015-2019. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linear berganda dengan metode *Moderated Regression Analysis* (MRA). Hasil analisis dari penelitian ini menyimpulkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Keputusan operasi berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Set kesempatan investasi tidak dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham. Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham.

Kata Kunci: aliran kas bebas, keputusan pendanaan, keputusan operasi, nilai pemegang saham, set kesempatan investasi

PENDAHULUAN

Di era global saat ini, membuat persaingan usaha dan bisnis menjadi semakin tinggi. Hal ini menyebabkan banyak perusahaan berlomba-lomba untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan, yang diwujudkan dari tingkat keuntungan yang dihasilkan selama periode akuntansi. Keuntungan yang didapat oleh perusahaan merupakan gambaran mengenai kinerja dan keadaan dari perusahaan. Dengan keuntungan yang tinggi, maka menunjukkan bahwa kinerja perusahaan baik dan akan berdampak pada nilai pemegang saham. Nilai

pemegang saham ditunjukkan dengan harga pasar saham perusahaan, harga pasar perusahaan merupakan reaksi pasar terhadap keseluruhan kondisi perusahaan. Bagi investor, nilai pemegang saham yang maksimal merupakan salah satu tujuan utama dalam berinvestasi. Hal ini sesuai dengan yang diungkapkan oleh Mardiyati *et al.*, (2015) yang menyatakan bahwa tujuan utama dari semua perusahaan yang *go public* adalah memperhatikan kesejahteraan pemegang saham dengan cara mengoptimalkan nilai perusahaan. Salah satu indikator penilaian para pemegang saham terhadap perusahaan yaitu dilihat dari tingkat dividen yang diberikan. Pembagian dividen yang stabil akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan, karena akan mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan modalnya ke perusahaan (Sandy dan Asyik, 2013). Pembagian dividen dapat mempengaruhi nilai pasar saham perusahaan, dan hal itu juga dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya adalah aliran kas bebas, peluang investasi, keputusan operasi dan keputusan pendanaan.

Aliran kas bebas menggambarkan kebebasan sebuah perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, membagikan dividen, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas saham. Namun, dengan adanya aliran kas bebas maka dapat menimbulkan konflik antara manajer dengan para pemegang saham dikarenakan adanya perbedaan kepentingan biasanya disebut konflik keagenan (Wardani dan Siregar, 2009). Untuk dapat meminimalisir hal tersebut, perusahaan biasanya menggunakan pendanaan melalui hutang agar keuntungan yang didapatkan nanti digunakan untuk membayar hutang beserta bunganya dan manajer tidak bisa melakukan tindakan *perquisites* untuk keuntungan pribadi. Namun, meskipun penggunaan hutang dapat mengurangi konflik keagenan tidak berarti membuat manajer dapat menggunakan utang yang sebesar-besarnya. Hutang yang besar juga dapat merugikan, karena dengan hutang yang besar maka biaya bunga yang harus dibayar semakin besar pula. Dengan begitu, besar kemungkinan perusahaan akan mengalami kebangkrutan.

Untuk dapat melunasi hutang perusahaan dan menghindari resiko kebangkrutan, diperlukan operasional perusahaan yang memadai karena kegiatan operasional merupakan kegiatan yang dilakukan dari seluruh fungsi yang ada di perusahaan sehingga memiliki pengaruh besar terhadap pendapatan yang akan diperoleh perusahaan. Apabila pendapatan yang diperoleh tinggi, maka hal itu mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan bagus dan kepercayaan investor akan meningkat, sehingga akan menarik calon investor lain dan juga pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada perusahaan karena dinilai akan dapat memberikan keuntungan yang maksimal. Dengan demikian perusahaan akan memperoleh dana lebih banyak dari investor dan juga pemegang saham. Dengan dana tersebut perusahaan dapat meningkatkan peluang investasi guna pengembangan operasional pada perusahaan menjadi lebih baik lagi agar dapat menghasilkan pendapatan atau keuntungan yang lebih lagi (Handriani dan Irianti, 2015).

Beberapa penelitian yang menguji faktor-faktor yang dapat mempengaruhi nilai pemegang saham telah dilakukan dan masing-masing penelitian memiliki pendapat yang berbeda-beda. Hal itulah yang mendorong dilakukannya penelitian lanjutan untuk menguji faktor yang mempengaruhi nilai pemegang saham. Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: (1) apakah aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, (2) apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, (3) apakah keputusan operasi berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, (4) apakah set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, (5) apakah set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham, (6) apakah set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham.

Berdasarkan dari rumusan masalah yang telah diuraikan maka dapat diketahui tujuan dari penelitian ini yaitu: (1) untuk menguji pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai

pemegang saham, (2) untuk menguji pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham, (3) untuk menguji pengaruh keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham, (4) untuk menguji pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham yang dimoderasi oleh set kesempatan investasi, (5) untuk menguji pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham yang dimoderasi oleh set kesempatan investasi, (6) untuk menguji pengaruh keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham yang dimoderasi oleh set kesempatan investasi.

TINJAUAN TEORITIS

Agency Theory

Teori keagenan pertama kali dikemukakan oleh Berle and Means (1932) yang menyatakan bahwa teori ini mempelajari hubungan antara pemegang saham sebagai *principal* dengan manajemen sebagai agen. *Principal* adalah pihak yang mempekerjakan agen agar melakukan tugas untuk kepentingan *principal*, sedangkan agen adalah pihak yang menjalankan kepentingan *principal*. *Principal* dengan agen memiliki kepentingan yang berbeda dalam perusahaan, *principal* memberikan dana kepada perusahaan dengan tujuan untuk dapat memperoleh *return* yang lebih atas dana yang telah diberikan sedangkan agen berusaha memaksimalkan kompensasi yang diberikan atas upaya yang telah dilakukan. Hal tersebut menyebabkan terjadinya masalah keagenan (*agency problem*) dikarenakan *principal* tidak dapat memastikan apakah agen bertindak untuk memaksimalkan kesejahteraan *principal* atau tidak (Yushita, 2010).

Signalling Theory

Signalling theory atau teori sinyal pertama kali dikemukakan oleh Spence (1973) menyatakan bahwa pihak pemilik informasi berusaha memberikan informasi yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima informasi. Teori sinyal adalah teori yang menjelaskan bagaimana perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan (Jama'an 2008). Sinyal yang diberikan oleh perusahaan merupakan sinyal mengenai kinerja perusahaan dalam aspek keuangan maupun non-keuangan dan pencapaian kinerja yang telah diraih oleh manajemen dalam merealisasikan harapan dan keputusan para pemegang saham. Secara garis besar, teori sinyal sangat erat kaitannya dengan ketersediaan informasi. Pemberian informasi diharapkan dapat meyakinkan para pihak eksternal terkait laba yang disajikan oleh perusahaan.

Aliran Kas Bebas

Free cash flow (arus kas bebas) merupakan gambaran perusahaan dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi, setelah dikurangi dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya (Utama dan Gayatri, 2018). Sedangkan menurut Sari dan Budiasih (2016) menyatakan bahwa arus kas bebas menunjukkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan yang dimana dengan adanya dana kas yang berlebih perusahaan dapat membagikannya sebagai dividen kepada para investor.

Keputusan Pendanaan

Menurut Brealey *et al.*, (2008: 6), keputusan pendanaan merupakan tanggung jawab utama kedua manajer keuangan untuk mengumpulkan dana yang dibutuhkan perusahaan untuk investasi dan operasinya. Keputusan pendanaan juga dapat diartikan sebagai keputusan atas struktur keuangan suatu perusahaan (*financial structure*). Struktur keuangan suatu perusahaan seringkali mengalami perubahan sebagai akibat dari investasi yang dilakukan, hal ini akan mempengaruhi komposisi (struktur) pembiayaan perusahaan. Setiap perusahaan akan mengharapakan struktur modal yang optimal, yaitu struktur modal yang

dapat memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*) dan meminimalkan biaya modal (Fenandar *et al.*, 2012).

Keputusan Operasi

Keputusan operasional menggambarkan keputusan yang bersifat jangka panjang, yang menggambarkan tiga bentuk hubungan yaitu strategi operasi dan strategi bisnis, strategi operasi dan strategi fungsional lainnya, dan pengambilan keputusan dalam strategi operasional (Hayes *et al.*, 2004). Oleh karena itu, keputusan manajemen dalam kegiatan operasional harus di perhatikan oleh setiap unit bisnis baik itu berskala besar maupun kecil. Jumlah arus kas yang muncul dari aktivitas operasi merupakan indikator utama untuk menentukan apakah hasil operasi perusahaan telah menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa bantuan sumber pendanaan dari luar.

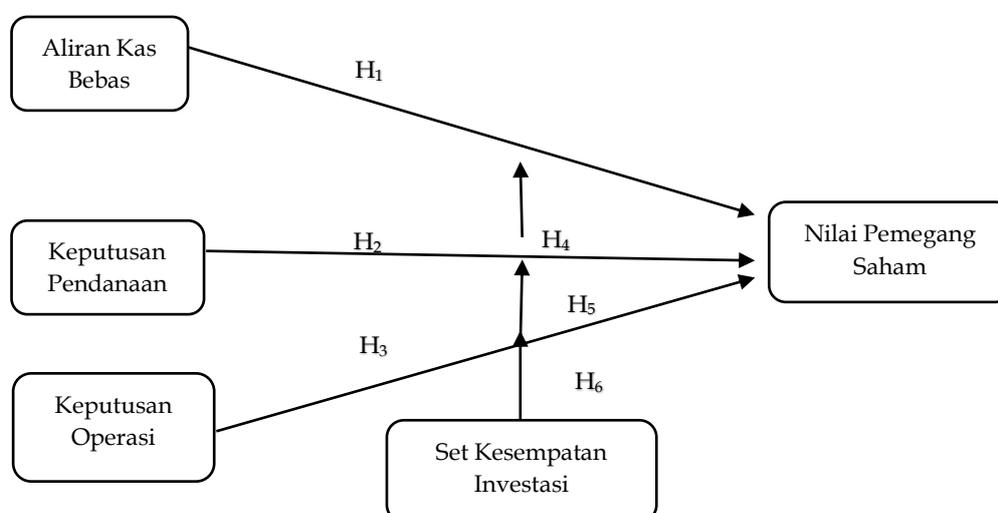
Nilai Pemegang Saham

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

Set Kesempatan Investasi

Istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) pertama kali diperkenalkan oleh Myers (1997) yang menguraikan perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aset riil (*assets in place*) dan opsi investasi di masa depan yang dikenal dengan istilah IOS atau set kesempatan investasi. IOS merupakan nilai perusahaan yang bergantung pada biaya yang ditentukan oleh manajemen di masa depan, yang saat ini masih merupakan pilihan investasi yang diharapkan dapat menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Secara umum dapat dikatakan bahwa IOS menggambarkan sejauh mana peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun hal tersebut bergantung pada pengeluaran perusahaan untuk kepentingan masa depan (Hidayah, 2015).

Rerangka Konseptual



Gambar 1
Rerangka Konseptual

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham

Tujuan dari organisasi komersial adalah memaksimalkan nilai pemegang saham melalui dividen dan kenaikan harga saham. Aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi dan juga menggambarkan akan adanya pertumbuhan penciptaan kas di masa depan. Penelitian yang dilakukan oleh Zulkarnain (2017), Permata *et al.*, (2018) menyatakan bahwa aliran kas bebas positif berpengaruh terhadap nilai pemegang saham secara signifikan. Hal itu dikarenakan adanya *free cash flow* yang tinggi dapat ditangkap investor sebagai sinyal positif. Investor menganggap perusahaan memiliki prospek pertumbuhan penciptaan kas di masa yang akan datang. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk return yang tinggi melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan kembali. Jadi, jika aliran kas bebas tinggi, maka nilai pemegang saham juga akan tinggi.

H₁: Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Teori MM dengan pajak menyatakan bahwa keputusan pendanaan (penggunaan utang) dapat meningkatkan nilai perusahaan, hal itu dikarenakan adanya penghematan pajak dan pengurangan biaya keagenan. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Achmad dan Amanah (2014), yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena pendanaan didanai melalui hutang, peningkatan tersebut terjadi akibat dari efek *tax deductible*. Perusahaan dengan hutang yang tinggi ditangkap investor sebagai perusahaan yang memiliki keyakinan akan prospek pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini mendorong investor untuk berani menanamkan dananya pada saham perusahaan tersebut. Banyaknya investor yang tertarik akan saham tersebut membuat harga pasar saham meningkat sehingga nilai pemegang saham juga akan ikut meningkat.

H₂: Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham

Pengaruh Keputusan Operasi terhadap Nilai Pemegang Saham

Keputusan operasional merupakan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang berasal dari aktivitas operasi. Semakin tinggi arus kas dari aktivitas operasi yang dimiliki perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu beroperasi secara menguntungkan, karena dilihat dari aktivitas operasi saja perusahaan sanggup menghasilkan kas dengan baik, sehingga dapat menarik minat para investor untuk melakukan investasi. Hal ini sesuai dengan penelitian Abdullah (2016) yang menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap *return* saham.

H₃: Keputusan operasi berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham

Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham yang Dimoderasi oleh Set Kesempatan Investasi

Ross *et al.* (2000) menyatakan bahwa aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan menggunakan aliran kas bebas tersebut untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif yang akan meningkatkan kinerja perusahaan sekaligus memberikan signal positif kepada pihak tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang (Zulkarnain, 2017).

H₄: Set kesempatan investasi memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham yang Dimoderasi oleh Set Kesempatan Investasi

Investasi yang dihasilkan dari leverage memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Pratama dan Wiksuana (2016) mengungkapkan bahwa perusahaan yang mempunyai dana yang besar (berasal dari *leverage*) dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan menggunakan dana tersebut untuk membiayai proyek dengan nilai bersih sekarang positif sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham. Karena dengan nilai perusahaan yang tinggi maka akan banyak investor yang tertarik dengan perusahaan sehingga akan menyebabkan harga pasar perusahaan meningkat.

H₅: Set kesempatan investasi memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham

Pengaruh Keputusan Operasi terhadap Nilai Pemegang Saham yang Dimoderasi oleh Set Kesempatan Investasi

Dalam aktivitas operasi terdapat laporan arus kas operasi yang merupakan indikator utama untuk menentukan apakah dari hasil operasi perusahaan telah menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa bantuan sumber pendanaan dari luar. Semakin tinggi arus kas dari aktivitas operasi yang dimiliki perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu beroperasi secara menguntungkan, karena dengan arus kas yang tinggi menunjukkan bahwa manajemen operasional perusahaan berjalan dengan baik, sehingga memungkinkan untuk menarik minat para investor dalam melakukan investasi (Yocelyn dan Christiawan, 2012).

H₆: Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Metode penelitian kuantitatif merupakan salah satu jenis penelitian yang spesifikasinya adalah sistematis, terencana dan terstruktur dengan jelas sejak awal hingga pembuatan desain penelitiannya. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sub sektor *food and beverage* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik yang digunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini adalah metode purposive sampling yaitu teknik pengambilan sampel dengan menentukan kriteria tertentu (Sugiyono, 2011: 8). Kriteria dalam menentukan sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur pada sektor konsumsi makanan dan minuman (*food and beverage*) yang terdaftar di BEI pada periode 2015-2019, (2) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan 5 tahun secara berturut-turut pada periode 2015-2019, (3) Perusahaan yang tidak memiliki nilai ekuitas negatif selama 5 tahun pada periode 2015-2019, (4) Perusahaan yang mengalami kenaikan laba secara berturut-turut pada periode 2015-2019.

Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi pada data sekunder yang dapat dilakukan dengan cara mengumpulkan data-data berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang kemudian dicatat dan diolah untuk mendukung penelitian yang dilakukan. Laporan keuangan perusahaan tersebut dapat diakses dan

diunduh langsung pada laman resmi BEI yaitu www.idx.co.id dan juga dapat melalui website resmi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI.

Definisi dan pengukuran variabel

Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel terikat (Sugiyono, 2011). Variabel independen dalam penelitian ini yang digunakan sebagai pengukur adalah sebagai berikut:

Aliran Kas Bebas

Free cash flow (aliran kas bebas) merupakan gambaran perusahaan dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi, setelah dikurangi dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya (Utama dan Gayatri, 2018). Perhitungan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000) untuk mengukur *free cash flow* menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Free cash flow ratio} = \frac{\text{AKO} - \text{PM} - \text{MKB}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan:

AKO : Arus kas operasi

PM : Pengeluaran Modal

MKB : Modal kerja bersih

Keputusan Pendanaan

Mardiyati *et al.*, (2015) Keputusan pendanaan yang akan diambil perusahaan juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya. Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) menurut (Argamaya dan Putri, 2014).

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

Keputusan Operasi

Keputusan operasi didasarkan pada arus kas operasi. Menurut PSAK nomor 2 tahun 2014 "operating cash flow adalah jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi yang menentukan apakah dari operasi yang dilakukan perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen, dan melakukan investasi baru". Variabel keputusan operasional dalam penelitian ini dihitung menggunakan rumus rasio arus kas sebagai berikut (Hery, 2015: 124):

$$\text{Cash Flow from Operation Ratio} = \frac{\text{Cash Flow from Operation}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2011). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Nilai Pemegang Saham

Nilai pemegang saham merupakan nilai yang bergantung pada nilai perusahaan karena nilai perusahaan merupakan pandangan investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai pemegang saham dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut (Arieska dan Gunawan, 2011):

$$SHV = \frac{(OSit \times HPSit) + Ekuitas}{Total Asset}$$

Keterangan:

SHV : *Share Holder Value*

HPS : Harga Penutupan Saham

OS : *Outstanding Share*

Variabel Moderasi

Menurut Sugiono (2011) mendefinisikan variabel moderating yaitu: "Variabel yang mempengaruhi (memperkuat dan memperlemah) hubungan antara variabel independen dan dependen". Variabel dependen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Set Kesempatan Investasi

Menurut Yakub *et al.* (2014) menyatakan "Istilah Investment Opportunity Set (IOS) pertama kali diperkenalkan oleh Myers (1997) yang menguraikan perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aset riil (*assets in place*) dan opsi investasi di masa depan. Perhitungan IOS dalam penelitian ini menggunakan pendekatan *Market to Book Value of Equity* (MBVE) karena menurut Rokhayati (2005) dan Norpratiwi (2001) pendekatan ini merupakan pendekatan yang cocok untuk mengukur pertumbuhan perusahaan. Adapun rumus MBVE adalah sebagai berikut (Gaver dan Gaver, 1993):

$$MBVE = \frac{Lembar Saham Beredar \times Harga Penutupan Saham}{Total Ekuitas}$$

TEKNIK ANALISIS DATA

Statistik Deskriptif

Pengertian deskriptif yang dikemukakan oleh Sugiyono (2011) "Analisis deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi."

Analisis Regresi Linear Berganda dengan Metode MRA (*Moderated Regression Analysis*)

Metode analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah model regresi linear berganda, moderasi dengan menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk mengidentifikasi ada atau tidak variabel moderasi sekaligus jenis variabel moderasi tersebut. *Moderating Regression Analysis* dinyatakan dalam bentuk persamaan sebagai berikut (Ghozali, 2013):

$$NPS = \alpha + \beta_1 AKB + \beta_2 KP + \beta_3 KO + \beta_4 IOS + \beta_5 AKB*IOS + \beta_5 KP*IOS + \beta_6 KO*IOS + e$$

Keterangan:

NPS : Nilai pemegang saham

α : Bilangan Konstanta

$\beta_{1,2,3,4}$: Koefisien regresi

AKB : Aliran Kas Bebas

KP : Keputusan Pendanaan
KO : Keputusan Operasi
e : Epsilon (pengaruh faktor lain)

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Menurut Sugiyono (2011) uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Pada penelitian ini uji normalitas menggunakan uji normal P-Plot. Keputusan uji normalitas ini didasarkan pada: (1) Jika data menyebar sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka model regresi memenuhi asumsi normalitas, (2) Jika data menyebar jauh dari diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji Multikoleniaritas

Menurut Ghozali (2016) pada pengujian multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independent atau variable bebas. Untuk menemukan terdapat atau tidaknya multikolinearitas pada model regresi dapat diketahui dari nilai toleransi dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Pengujian multikolinearitas dapat dilakukan sebagai berikut: (1) *Tolerance value* < 0.10 atau VIF > 10: terjadi multikolinearitas, (2) *Tolerance Value* > 0.10 atau VIF < 10: tidak terjadi multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk mengkaji apakah suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode sebelumnya (t-1). Untuk mendeteksi adanya autokorelasi yaitu dengan cara menggunakan uji Durbin Watson (DW). Pengambilan keputusan pada pengujian Durbin-Watson adalah sebagai berikut: Angka DW dibawah -2, berarti ada autokorelasi positif. Angka DW di antara -2 sampai +2, berarti tidak ada autokorelasi. Angka DW diatas +2, berarti ada autokorelasi negatif.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Dalam penelitian ini untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola gambar scatterplots. Dikatakan tidak ada gejala heteroskedastisitas jika: Titik - titik data menyebar diatas dan dibawah atau disekitar angka 0, titik - titik tidak mengumpul hanya diatas atau dibawah saja, penyebaran titik-titik data tidak berpola

Uji Kelayakan Model

Uji kelayakan model atau uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan atau bersama-sama. Nilai F pada penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 0,05 (5%). Jika nilai Sig > 0,05, maka model regresi yang dihasilkan tidak baik (tidak layak) untuk digunakan pada analisis selanjutnya. Jika Sig < 0,05, maka model regresi yang dihasilkan baik dan dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

Uji Hipotesis

Menurut Ghozali (2011), uji parsial atau uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen dalam menerangkan variabel dependen. Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0.05 ($\alpha=5\%$).

Hipotesis akan diterima apabila nilai sig < 0.05 (5%), sedangkan akan ditolak apabila nilai sig > 0.05 (5%).

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengetahui sampai seberapa besar presentase variasi variabel terikat pada model dapat diterangkan oleh variabel bebas. Koefisien detrminasi (R^2) dinyatakan dalam persentase yang nilainya berkisar antara $0 < R^2 < 1$. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Sampel Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji bagaimana dampak set kesempatan investasi pada pengaruh aliran kas bebas, keputusan pendanaan dan keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham. Objek penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur khususnya pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019, selama periode penelitian tersebut terdapat sebanyak 27 perusahaan yang terdaftar. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu metode dengan menggunakan kriteria tertentu yang sesuai dengan tujuan penelitian. Dari total 27 perusahaan, diperoleh sebanyak 14 perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang memenuhi kriteria pemilihan sampel dan diajukan oleh peneliti untuk dijadikan sampel penelitian. Jadi dalam penelitian menggunakan sebanyak 70 sampel penelitian.

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif merupakan sebuah analisis pada sebuah data statistik yang telah dikumpulkan untuk dilakukan pendeskripsian atau penggambaran mengenai data terkait sebagaimana adanya dan tidak bermaksud membuat simpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi.

Tabel 1
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NPS	70	,43	12,07	2,7672	2,69146
AKB	70	-,60	,74	-,1146	,27034
KP	70	,16	6,30	,9800	,82003
KO	70	-,19	2,45	,6590	,62792
IOS	70	,13	30,17	4,4342	6,75822
AKB_IOS	70	-3,0	22,04	,7084	4,74586
KP_IOS	70	,13	53,47	5,3764	11,3049
KO_IOS	70	-,23	28,40	3,3971	6,3170
Valid N (listwise)	70				

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil perhitungan statistik deskriptif pada Tabel 1 menunjukkan bahwa variabel NPS memiliki nilai minimum sebesar 0,43 dan nilai maksimum sebesar 12,07 dengan nilai rata-rata 2,77 pada standar deviasi 2,69. Nilai rata-rata (*mean*) lebih besar dari standar deviasinya yaitu $2,77 > 2,69$ berarti variabel NPS mempunyai sebaran kecil, sehingga penyimpangan data yang terjadi rendah. Variabel AKB memperlihatkan nilai minimum sebesar -0,60 dan nilai maksimum sebesar 0,74 dengan rata-rata -0,11 pada standar deviasi 0,27. Nilai *mean* dari variabel AKB lebih kecil dari standar deviasinya yaitu $-0,11 < 0,27$ berarti pada variabel AKB mempunyai sebaran besar, sehingga penyimpangan data yang terjadi cukup tinggi.

Variabel KP memiliki nilai minimum 0,16 dan nilai maksimum 6,30, serta nilai rata-ratanya adalah 0,98 pada standar deviasi sebesar 0,82. Nilai rata-rata variabel KP lebih besar

dari nilai standar deviasinya yaitu $0,98 > 0,82$ artinya data pada variabel KP mempunyai sebaran kecil, sehingga penyimpangan data yang terjadi rendah. Variabel KO mempunyai nilai minimum $-0,19$ dan nilai maksimum $2,45$ dengan nilai rata-rata $0,66$ lebih besar dari standar deviasinya yaitu hanya $0,63$ artinya data pada variabel KO mempunyai sebaran kecil, sehingga penyimpangan data yang terjadi rendah.

Variabel IOS mempunyai nilai minimum $0,13$ dan nilai maksimum $30,17$ serta nilai rata-rata sebesar $4,43$ yang lebih kecil dari standar deviasinya yaitu sebesar $6,76$ artinya data yang ada pada variabel IOS memiliki sebaran yang cukup besar, sehingga dapat terjadi penyimpangan data yang cukup tinggi. Variabel AKB_IOS mempunyai nilai minimum $-3,0$ dan nilai maksimum $22,03$ serta nilai rata-rata sebesar $0,71$ yang lebih kecil dari standar deviasinya yaitu sebesar $4,75$ artinya data yang ada pada variabel IOS memiliki sebaran yang cukup besar, sehingga dapat terjadi penyimpangan data yang cukup tinggi.

Variabel KP_IOS mempunyai nilai minimum $0,13$ dan nilai maksimum $53,47$ serta nilai rata-rata sebesar $5,38$ yang lebih kecil dari standar deviasinya yaitu sebesar $11,30$ artinya data yang ada pada variabel KP_IOS memiliki sebaran yang cukup besar, sehingga dapat terjadi penyimpangan data yang cukup tinggi. Variabel KO_IOS mempunyai nilai minimum $-0,23$ dan nilai maksimum $28,40$ serta nilai rata-rata sebesar $3,40$ yang lebih kecil dari standar deviasinya yaitu sebesar $6,32$ artinya data yang ada pada variabel KO_IOS memiliki sebaran yang cukup besar, sehingga dapat terjadi penyimpangan data yang cukup tinggi.

Analisis Regresi Linear Berganda dengan Metode MRA (*Moderated Regression Analysis*)

Dalam penelitian ini metode analisis data yang digunakan yaitu *Moderated Regression Analysis* (MRA). *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk mengidentifikasi ada atau tidak variabel moderasi sekaligus jenis variabel moderasi tersebut.

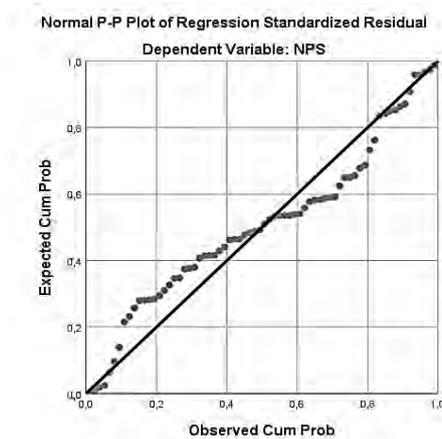
Tabel 2
Uji Moderated Regression Analysis (MRA)

Model	Unstandardized Coefficients	
	B	Std. Error
1 (Constant)	,723	,225
AKB	,412	,358
KP	-,225	,156
KO	,122	,122
IOS	,505	,053
AKB_IOS	,153	,051
KP_IOS	-,061	,034
KO_IOS	,093	,279

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Uji Normalitas

Penelitian pengujian normalitas ini menggunakan model analisis grafik *normal probability plot*. Hasil analisis grafik *normal probability* dapat dilihat pada Gambar 2:



Gambar 2
Grafik Normal P-P Plot
Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Dari Gambar 2 tersebut terlihat bahwa data (titik) mengikuti arah diagonal maka dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini berdistribusi secara normal.

Uji Multikoleniaritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat kolerasi antar variabel independen. Hasil uji multikolinieritas dapat disajikan sebagai berikut:

Tabel 3
Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
AKB	0,108	5,288	Tidak terjadi Multikolinearitas
KP	0,161	6,298	Tidak terjadi Multikolinearitas
KO	0,205	4,887	Tidak terjadi Multikolinearitas
IOS	0,208	1,758	Tidak terjadi Multikolinearitas
AKB_IOS	0,117	5,332	Tidak terjadi Multikolinearitas
KP_IOS	0,221	1,256	Tidak terjadi Multikolinearitas
KO_IOS	0,148	4,027	Tidak terjadi Multikolinearitas

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Hasil uji Multikolinearitas pada Tabel 3 yang merupakan pengujian dengan menggunakan regresi moderasi menyatakan bahwa data dalam penelitian ini bebas dari kasus Multikolinearitas. Hal ini dapat dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) semua variabel memiliki nilai kurang dari angka 10 dan juga nilai dari tolerance yang lebih besar dari 0,10.

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk mengkaji apakah suatu model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode sebelumnya ($t-1$). Hasil uji autokorelasi dapat disajikan sebagai berikut:

Tabel 4
Uji Autokorelasi

Model	Durbin Watson (DW)
1	1,909

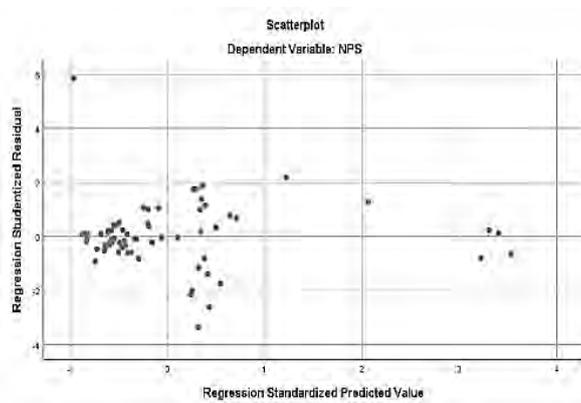
Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Dari hasil uji autokorelasi menggunakan *Durbin Watson* (DW) pada Tabel 4 tersebut dapat diketahui bahwa nilai DW sebesar 1,909. Berdasarkan ketentuan yang telah disampaikan bahwa data dikatakan tidak ada masalah autokorelasi apabila nilai *durbin watson*

nya antara -2 sampai +2. Hasil tersebut menunjukkan angka *durbin watson* sebesar 1,909 yang artinya angka tersebut lebih dari -2 dan sama dengan 2. Jadi dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini tidak ada masalah autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Hasil uji heterokedastisitas dapat disajikan sebagai berikut:



Gambar 3
Uji Heterokedastisitas
Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Pola gambar scatterplots pada Gambar 3 tersebut sudah sesuai dengan kriteria data yang bebas dari heteroskedastisitas diantaranya yaitu data pada gambar tersebut menyebar secara merata dan data tidak berpola. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data pada penelitian ini tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Kelayakan Model

Uji kelayakan model atau uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan melihat tingkat signifikansi. Hasil uji F dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 5
Uji F
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	495,525	7	70,789	109,183	,000 ^b
	Residual	4,306	62	,069		
	Total	499,832	69			

a. Dependent Variable: NPS

b. Predictors: (Constant), KO_IOS, KO, KP, AKB_IOS, AKB, IOS, KP_IOS

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 5 diperoleh hasil uji F dengan tingkat signifikan sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05 dan diketahui koefisien F sebesar 109,183 yang berarti model regresi ini layak. Perhitungan statistik uji F ini menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan dan model ini dapat menjelaskan nilai pemegang saham. Dengan kata lain, model ini dapat menjelaskan pengaruh variabel independen, dependen dan moderasi.

Uji Hipotesis

Uji hipotesis atau uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel independen dalam menerangkan variabel dependen. Hasil uji hipotesis dapat disajikan sebagai berikut:

Tabel 6
Uji T

Model	Unstandardized		t	Sig.
	Coefficients			
	Beta			
1	(Constant)	,723	3,209	,002
	AKB	,412	1,151	,044
	KP	-,225	-1,443	,154
	KO	,122	1,088	,021
	IOS	,505	9,445	,001
	AKB_IOS	,153	2,974	,004
	KP_IOS	-,061	-1,734	,188
	KO_IOS	,093	2,722	,008

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 6 tersebut dapat dijelaskan hasil pengujian hipotesis yaitu diketahui tingkat signifikansi variabel aliran kas bebas sebesar $0,044 < 0,05$ dengan nilai beta 0,412. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel aliran kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Sehingga hipotesis satu (H_1) dalam penelitian ini diterima.

Diketahui tingkat signifikansi variabel keputusan pendanaan sebesar $0,154 > 0,05$ dengan nilai beta -0,225. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Sehingga hipotesis dua (H_2) dalam penelitian ini ditolak. Diketahui tingkat signifikansi variabel keputusan operasi sebesar $0,021 < 0,05$ dengan nilai beta 0,122 maka dapat disimpulkan bahwa variabel keputusan operasi berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Sehingga hipotesis tiga (H_3) dalam penelitian ini diterima. Diketahui tingkat signifikansi variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) sebesar $0,001 < 0,05$ dengan nilai beta 2,91. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Diketahui tingkat signifikansi variabel aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham yang dimoderasi oleh IOS sebesar $0,004 < 0,05$ dengan nilai beta 0,153. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel IOS dapat memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Sehingga dalam penelitian ini hipotesis empat (H_4) diterima. Diketahui tingkat signifikansi variabel keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham yang dimoderasi oleh IOS sebesar $0,188 > 0,05$ dengan nilai beta -0,061. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel IOS tidak dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham. Sehingga dalam penelitian ini hipotesis lima (H_5) ditolak. Diketahui tingkat signifikansi variabel keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham yang dimoderasi oleh IOS sebesar $0,008 < 0,05$ dengan nilai beta 0,093. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel IOS dapat memoderasi pengaruh keputusan operasi dengan nilai pemegang saham. Sehingga dalam penelitian ini hipotesis enam (H_6) diterima.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengetahui sampai seberapa besar presentase variasi variabel terikat pada model dapat diterangkan oleh variabel bebas. Hasil uji R^2 dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 7
Uji R²

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,996 ^a	,981	,980	,26355

a. Predictors: (Constant), KO_IOS, KO, KP, AKB_IOS, AKB, IOS, KP_IOS
b. Dependent Variable: NPS

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

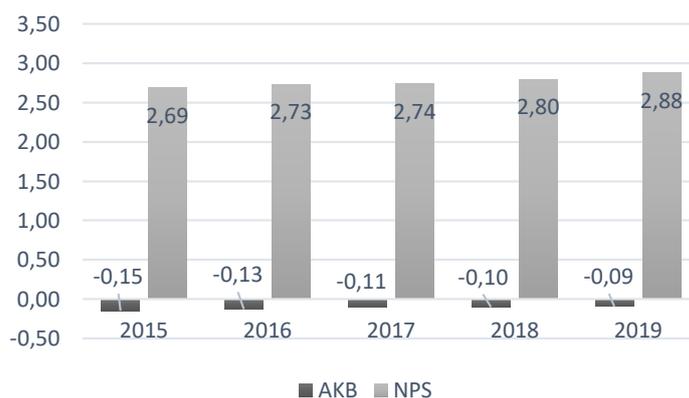
Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 7 tersebut diketahui bahwa nilai R² sebesar 0,980 atau 98% yang berarti nilai pemegang saham dipengaruhi oleh faktor AKB, KP, KO, IOS, AKB_IOS, KP_IOS, KO_IOS. Sedangkan sisanya sebesar 2% dipengaruhi oleh faktor atau variabel-variabel lain diluar penelitian ini.

Pembahasan

Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham

Secara teori, perusahaan yang memiliki aliran kas bebas dinilai memiliki kinerja yang bagus karena dengan adanya aliran kas bebas dapat memberikan kesejahteraan yang maksimal bagi para pemegang saham. Tingkat kesejahteraan para pemegang saham dapat meningkatkan penilaian terhadap perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan diwujudkan dalam bentuk besarnya tingkat harga saham, dividen yang dibagikan, dan laba ditahan yang dimiliki guna untuk investasi di masa yang akan datang. Selain itu, menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang dimiliki.

Aliran kas bebas ada dua macam yaitu aliran kas bebas positif dan aliran kas bebas negatif. Aliran kas bebas positif, mengindikasikan bahwa perusahaan kelebihan dana sedangkan aliran kas bebas negatif mengindikasikan bahwa perusahaan kekurangan dana. Namun, aliran kas bebas negatif bukan berarti kinerja perusahaan kurang bagus tetapi dalam perusahaan yang sedang bertumbuh biasanya menggunakan arus kas bebas untuk berinvestasi pada aset operasi guna mendukung pertumbuhannya dengan cepat (Astuti dan Nurlaelasari, 2013).



Gambar 4
Diagram hubungan AKB dengan NPS
Sumber: Data sekunder diolah, 2020

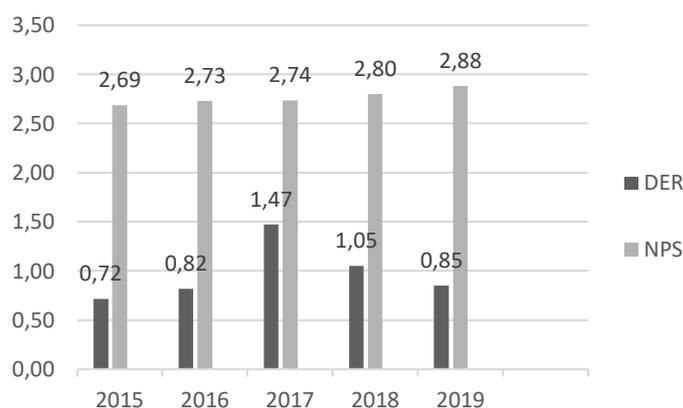
Pada Gambar 4 diatas menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki nilai arus kas bebas negatif yang artinya, perusahaan belum mampu memperoleh pendapatan lebih yang dapat menunjang ekspansi atau pengembangan usaha yang dilakukannya dengan kata lain perusahaan kekurangan dana dalam pengembangan usahanya. Pada diagram tersebut dapat kita lihat bahwa nilai arus kas bebas negatif, dikarenakan perusahaan melakukan ekspansi melalui investasi pada aset secara besar-besaran dari tahun ke tahun. Tetapi, meskipun aliran kas bebas bernilai negatif, nilai pemegang saham terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Hal itu berarti pemegang saham percaya bahwa dengan

dilakukannya investasi secara besar-besaran di masa sekarang, maka akan dapat memberikan keuntungan yang maksimal di masa yang akan datang.

Hasil analisis penelitian yang telah diuraikan tersebut, didukung oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Zulkarnain (2017), Permata *et al.*, (2018) namun berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Gunawan (2011) serta Munandar dan Kusumawati (2017) yang menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham.

Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham

Secara teori, keputusan pendanaan yang dihitung menggunakan rasio hutang pada sebuah perusahaan yang memiliki nilai tinggi, maka akan memberikan sinyal yang positif bagi para pemegang saham, hal itu dikarenakan dengan penggunaan hutang maka akan dapat mengendalikan manajer. Sehingga manajer tidak dapat melakukan tindakan untuk mementingkan dirinya sendiri atau disebut dengan tindakan *opportunistic*. Selain itu, penggunaan hutang juga memberikan manfaat berkurangnya pajak penghasilan sehingga kinerja perusahaan akan lebih efisien dan penilaian investor pada perusahaan akan meningkat (Wijaya *et al.*, 2010).



Gambar 5
Diagram hubungan DER dengan NPS
Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan pada Gambar 5 tersebut diketahui bahwa rasio DER mengalami peningkatan dan juga penurunan namun tidak diikuti dengan perubahan rasio NPS. Berdasarkan hasil tersebut dapat dilihat bahwa keputusan pendanaan bukan merupakan faktor langsung yang menjadi pertimbangan investor dalam menananmkan modalnya, karena para investor tidak ingin mengetahui keputusan apa yang akan diambil oleh manajer mengenai sumber pembiayaan perusahaan namun lebih membutuhkan informasi tentang penggunaan dana perusahaan sebagai modal perusahaan, dan keuntungan yang akan diperoleh. Selain itu, dalam perusahaan bertumbuh tingkat hutang yang tinggi sudah biasa karena perusahaan yang sedang bertumbuh memang memerlukan dana yang banyak untuk dapat mengembangkan usahanya menjadi lebih baik. Hal ini sesuai dengan penelitan yang dilakukan oleh Mardiyati *et al.*, (2012), Rakhimsyah dan Gunawan (2011) yang juga menyatakan bahwa keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh terhadap nilai pemegang saham.

Pengaruh Keputusan Operasi Terhadap Nilai Pemegang Saham

Adanya pengaruh antara keputusan operasi yang dihitung menggunakan arus kas operasi dengan nilai pemegang saham dikarenakan arus kas operasi merupakan faktor fundamental suatu perusahaan yang dilihat oleh investor dalam menentukan investasi. Dengan melihat arus kas operasi, investor maupun pemegang saham akan mengetahui

apakah dengan arus kas dari aktivitas operasi yang dihasilkan mampu untuk memenuhi kewajiban yang ada, termasuk kewajiban dalam pembagian dividen.



Gambar 6
Diagram hubungan KO dengan NPS
Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Pada Gambar 6 diatas menunjukkan bahwa variabel KO berpengaruh positif terhadap NPS karena peningkatan variabel KO diikuti dengan peningkatan variabel NPS. Semakin tinggi arus kas operasi maka akan meningkatkan kepercayaan investor maupun pemegang saham pada perusahaan tersebut. Tingkat kepercayaan investor maupun pemegang saham kepada perusahaan mampu untuk meningkatkan harga pasar perusahaan. Harga pasar tersebut akan menunjukkan bagaimana kinerja dan kondisi perusahaan, apabila harga perusahaan tinggi menunjukkan bahwa prospek perusahaan bagus dan dapat memberikan keuntungan di masa yang akan datang begitupula sebaliknya. Hasil analisis tersebut sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Tumbel *et al.*, (2017) yang menyatakan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.

Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Yang Dimoderasi Oleh Set Kesempatan Investasi

Dalam teori, perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya cenderung akan menggunakan aliran kas bebas tersebut untuk mendanai proyek dengan nilai bersih sekarang positif sehingga dapat meningkatkan nilai para pemegang saham.



Gambar 7
Grafik AKB yang dimoderasi oleh IOS
Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Pada Gambar 7 menunjukkan bahwa setelah adanya peluang investasi yang tinggi maka aliran kas bebas juga meningkat menjadi positif jika dibandingkan dengan aliran kas bebas pada gambar 4. Dengan semakin meningkatnya aliran kas bebas maka juga akan meningkatkan nilai pemegang saham karena aliran kas bebas merupakan dana yang akan didistribusikan kepada para pemegang saham, semakin tinggi aliran kas yang diperoleh maka akan semakin tinggi pula *return* yang akan diperoleh oleh pemegang saham sehingga meningkatkan nilai pemegang saham. Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan bahwa dengan adanya peluang investasi yang tinggi akan meningkatkan hubungan aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Arieska dan Gunawan (2011), Wardani dan Siregar (2009) yang menyatakan bahwa set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham.

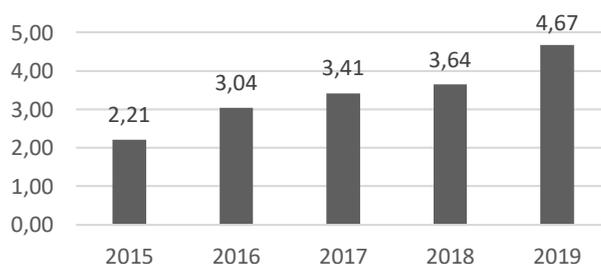
Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham Yang Dimoderasi Oleh Set Kesempatan Investasi

Hasil uji T yang telah dilakukan diperoleh nilai signifikan variabel keputusan pendanaan yang dimoderasi oleh set kesempatan investasi sebesar 0,188 dengan nilai beta - 0,061 yang artinya bahwa set kesempatan investasi tidak bisa memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham. Hasil penelitian yang tidak signifikan ini kemungkinan dikarenakan variabel set kesempatan investasi merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, oleh karena itu variabel set kesempatan investasi dianggap belum mampu untuk memprediksi peluang investasi apakah bernilai positif atau bernilai negatif.

Pada hasil analisis sebelumnya yaitu pada hipotesis 2 menyatakan bahwa keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh terhadap nilai pemegang saham karena hal ini bukan merupakan pertimbangan investor dalam penanaman modal. Jadi meskipun terdapat peluang investasi yang tinggi tidak dapat mempengaruhi keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariyanti *et al.*, (2019) yang juga menyatakan set kesempatan investasi tidak dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham.

Pengaruh Keputusan Operasi Terhadap Nilai Pemegang Saham Yang Dimoderasi Oleh Set Kesempatan Investasi

Laporan arus kas operasi memuat tentang pendapatan dan juga beban-beban yang ditanggung perusahaan dalam kegiatan operasionalnya. Perusahaan dengan arus kas operasi positif dan tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang bagus, dan biasanya manajer menggunakan pendapatan tersebut untuk melakukan investasi-investasi yang dapat mengembangkan perusahaan menjadi lebih baik lagi. Investor menganggap bahwa perusahaan akan memberikan tingkat pengembalian yang lebih atas modal yang telah ditanamkan. Dengan adanya investasi tersebut, rasio arus kas operasi mengalami peningkatan yang cukup signifikan. Berikut adalah jumlah arus kas operasi setelah dimoderasi oleh set kesempatan investasi:



Gambar 8
Diagram KO dimoderasi oleh IOS
Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Pada Gambar 8 menunjukkan bahwa dengan adanya peluang investasi maka arus kas operasi akan mengalami peningkatan. Ini berarti dengan adanya peluang investasi maka akan meningkatkan nilai arus kas operasi. Arus kas operasi yang meningkat dapat meningkatkan nilai pemegang saham karena dengan peningkatan arus kas operasi tersebut, pemegang saham yakin bahwa perusahaan akan siap menghadapi kesulitan yang akan datang di masa depan. Peluang investasi yang ada dapat menunjang operasional perusahaan selanjutnya. Keuntungan yang diperoleh dari kegiatan operasional merupakan sumber pendapatan utama perusahaan. Oleh karena itu Keuntungan yang besar membuktikan kepada investor bahwa prospek perusahaan di masa yang akan datang akan bagus.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui bagaimana dampak dari set kesempatan investasi pada pengaruh aliran kas bebas, keputusan pendanaan, dan keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham yang dilakukan pada perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* periode 2015-2019. Berdasarkan hasil penelitian yang telah diuraikan maka dapat diambil kesimpulan diantaranya: (1) Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham, (2) Keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, (3) Keputusan operasi berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham, (4) Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, (5) Set kesempatan investasi tidak dapat memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham, (6) Set kesempatan investasi dapat memoderasi pengaruh keputusan operasi terhadap nilai pemegang saham.

Keterbatasan

Penelitian ini telah dilakukan sesuai dengan prosedur ilmiah, namun dalam penelitian memiliki keterbatasan diantaranya yaitu: (1) Tahun pelaporan keuangan yang dimiliki beberapa perusahaan tidak dapat diperoleh oleh peneliti sehingga menyebabkan pengurangan jumlah data sampel penelitian, (2) Sampel yang digunakan hanya berfokus pada perusahaan manufaktur sektor *food and beverage*, (3) Dalam penelitian ini hanya menggunakan tiga variabel independen yaitu aliran kas bebas, keputusan pendanaan, dan keputusan operasi sedangkan masih banyak faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai pemegang saham.

Saran

Saran dari hasil pembahasan dan simpulan yang telah diuraikan adalah sebagai berikut: (1) Sebaiknya investor maupun calon investor memperhatikan aliran kas bebas, set kesempatan investasi, dan juga keputusan operasi karena variabel ini memiliki pengaruh terhadap nilai pemegang saham, (2) Menambah data sampel penelitian agar tidak hanya terbatas pada perusahaan manufaktur sektor *food and beverage* saja tetapi juga pada perusahaan manufaktur sektor lainnya, (3) Menggunakan variabel lain yang lebih berpengaruh pada nilai pemegang saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, S. 2016. Pengaruh Earning dan Arus Kas Operasi Terhadap Return Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Manajemen Ide dan Inspirasi* 3(1): 118-135.
- Achmad. S. L., dan L. Amanah. 2014. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* 3(9): 2-15.

- Arieska. M. dan B. 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 Keuangan* 13(1).
- Argamaya dan A. A. Putri. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Collateralizable Assets, dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen. *Media Riset Akuntansi* 4(2): 1-14.
- Ariyanti, I., N. S. Akandar, dan A. W. Mahsuni. 2019. Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Pemegang Saham Dengan Dimoderasi Set Kesempatan Investasi Dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi* 8(1): 90-104
- Astuti, W. A., dan Nurlaelasari. 2013. Pengaruh arus kas bebas dan profitabilitas terhadap kebijakan utang. *Trikonomika* 12(1): 40-48.
- Berle. A. Jr. and G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan. New York.
- Brealey, R. A., S. C. Myers., dan A. J. Marcus. 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jilid 2. Edisi Kelima. Erlangga. Jakarta.
- Fenandar, I., Gany, dan S. Raharja. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi* 1(2): 01-10.
- Gaver. J. J. dan K. M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend, and Compesation Policies. *Journal of Accounting and Economic* 16(1-3): 125-160.
- Ghozali. I. 2011. *Analisis Multivariate dengan SPSS*. BP UNDIP. Semarang.
- _____. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Edisi Ketujuh. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- _____. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi 8. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Handriani. E. dan T. E. Irianti. 2015. *Investment opportunity set (ios) berbasis pertumbuhan perusahaan dan kaitannya dengan upaya peningkatan nilai perusahaan*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* 18(1): 83-99.
- Hayes. R. H., G. P. Pisano., D. M. Upton., and S. C. Wheelwright. 2004. *Operations, Strategy, and Technology: Pursuing the Competitive Edge*. John Wiley & Sons. Indianapolis, IN.
- Hery. 2015. *Analisis Laporan Keuangan*. Center For Academic Publishing Service. Yogyakarta.
- Hidayah. N. 2015. Pengaruh Investment Opportunity Set Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Property Dan Real Estat Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*. 19(3): 420-432.
- Jama'an. 2008. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Kualitas Akuntan Publik Terhadap Integritas Informasi Laporan Keuangan (Studi pada Perusahaan Publik di BEJ). *Tesis*. Program S2 Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro. Semarang.
- Keown. 2004. *Manajemen Keuangan: Prinsip-prinsip dan Aplikasi*. Edisi Kesembilan. Indeks. Jakarta.
- Mardiyati. U., M. Abrar, dan G. N. Ahmad. 2015. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Manufaktur Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia* 6(1): 417-439.
- _____, _____ dan R Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia* 3(1): 1-17.
- Munandar. B. T. dan R. Kusumawati. 2017. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Sahama dengan Set Kesempatan Investasi sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Manajemen Bisnis* 8(1): 124-141.
- Myers. S. 1997. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of financial economics*.

- Norpratiwi, A. M. V. 2001. Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen* 18(1): 9-22
- Permata. I. S., N. Nawasih., dan T. Indriati. 2018. Free Cash Flow, Kinerja Internal, dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Liquidity* 7(1): 63-69.
- Pratama. I. G. B. A dan I. G. B. Wiksuana. 2016. Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*. 5(2): 1338-1367.
- Rakhimsyah, L.A. dan I. G. B. Wiksuana. 2011. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan pendanaan, Kebijakan Dividen dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Investasi* 7(1): 31-45.
- Rokhayati, I. 2005. Analisis Hubungan Investment Opportunity Set (IOS) dengan Realisasi Pertumbuhan serta Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen di Bursa Efek Jakarta. *SMART* 1(2): 41-60.
- Ross. S. A., W. R. Westerfield., dan D. J. Bradford. 2000. *Fundamentals of Corporate Finance*. Fifth Edition. Irwin McGraw Hill. Boston.
- Sandy, A. dan N. F. Asyik. 2013. Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Kas Pada Perusahaan Otomotif. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi* 1(1): 58-76.
- Sari. N. K. A. dan I. G. A. N. Budiasih. 2016. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 15(3): 2439-2466.
- Spence, M. 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87(3): 355-374.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Alfabeta. Bandung.
- Tarjo. 2005. Analisa *Free Cash Flow* Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI: 278-295.
- Tumbel. G. A., J. Tinangon., dan S. K. Walandouw. 2017. Pengaruh Laba Akuntansi dan Arus Kas Operasi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Emba* 5(1): 173-183
- Utama. N. S. P. dan Gayatri. 2018. Pengaruh Profitabilitas, *Investment Opportunity Set* dan *Free Cash Flow* Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 22(2): 976-1003.
- Wardani. R. A. K. dan B. Siregar. 2009. Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderator. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen* 20(3): 157-174.
- Wijaya. L. R., P. Bandi dan W. Anas. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Makalah Simposium Nasional Akuntansi XIII. Purwokerto. 1-21.
- Yakub. S., Suharsil., dan J. Halim. 2014. Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividen Tunai Perusahaan Go Publik Sektor Perbankan Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Saintikom* 13(1): 37-52
- Yocelyn. A. dan Y. G. Christiawan. 2012. Analisis Pengaruh Perubahan Arus Kas Dan Laba Akuntansi Terhadap Return Saham pada Perusahaan Berkapitalisasi Besar. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 14(2): 81-90.
- Yushita, Amanita Novi. 2010. Earnings Management dalam Hubungan Keagenan. *Jurnal Pendidikan Akuntansi Indonesia* 8(1): 53 - 62
- Zulkarnain. A. W. 2017. Pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, collateralizable asset terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI Tahun 2011-2015. *Skripsi*. Universitas Lampung, Bandar Lampung.