

PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN MELALUI SET KESEMPATAN INVESTASI DAN NILAI PEMEGANG SAHAM SEBAGAI MODERASI

Rachma Zannati¹, Wulandhari Pratiwi²

¹⁻²Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Attahiriyah

*E-mail korespondensi : rachmaznt@gmail.com

Informasi Artikel

Draft awal: 20 Sept 2018
Revisi : 01 Oct 2018
Diterima : 20 Oct 2018
Available online: 31 Oct 2018

Keywords: *Free cash flow, Investment Opportunity Set, Shareholder Value, Funding Decision*

Tipe Artikel : Research Study



Diterbitkan oleh Fakultas
Ekonomi Universitas Islam
Attahiriyah

ABSTRACT

This study aims to determine the impact of various corporate contextual factors through investment opportunities, earnings management, on the influence of the level of free cash flow on funding decisions. The sample in this study were 18 retail trade companies that were listed on the Indonesia Stock Exchange for 5 years (2013-2017). The analysis technique used is MODPROBE macro v 2.0 using SPSS 22 program. The results of statistical tests in this study indicate that together (Test-F) free cash flow on funding decisions, investment opportunity sets as moderating variables have a significant effect in strengthening flow relationships free cash on funding decisions and shareholder value as moderating variables have a significant effect in strengthening the relationship of free cash flow to funding decisions. Then in the T-Test all variables have a significant effect on funding decisions.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak berbagai faktor kontekstual perusahaan melalui kesempatan investasi, manajemen laba, terhadap pengaruh tingkat aliran kas bebas pada keputusan pendanaan. Sampel dalam penelitian ini adalah 18 perusahaan retail trade yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 5 tahun (2013-2017). Teknik analisis yang digunakan adalah MODPROBE macro v 2.0 menggunakan program SPSS 22. Hasil uji statistik dalam penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama (Uji-F) aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan, set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi berpengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan dan nilai pemegang saham sebagai variabel moderasi berpengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan. Kemudian dalam Uji-T semua variabel berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Pedoman Sitasi : Rachma Zannati dan Wulandhari Pratiwi (2018). PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN MELALUI SET KESEMPATAN INVESTASI DAN NILAI PEMEGANG SAHAM SEBAGAI MODERASI. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT*, 3(3), 441 - 452

1. Pendahuluan

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Banyak cara yang bisa dilakukan perusahaan dalam mencapai profit yang diinginkan salah satunya dengan cara investasi. Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Investasi dinilai dapat membantu perusahaan dalam mendapatkan keuntungan dimasa yang akan datang dan tentunya dapat memakmurkan pemegang saham. Keputusan investasi ini penting, karena melalui kegiatan investasi modal contohnya, akan menambah sumber daya bagi perusahaan. Sumber pembiayaan untuk mengimplementasikan keputusan investasi dapat diperoleh dari internal atau eksternal perusahaan yang selanjutnya dikenal dengan sumber pendanaan, sumber pendanaan dapat berasal dari utang atau modal sendiri, sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan utang dirasa lebih aman dari pada menerbitkan saham baru. Kebijakan utang yang akan diambil perusahaan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan utangnya.

Kemampuan perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan para kreditor untuk meminjamkan dana bagi perusahaan. Disisi lain penambahan hutang akan meningkatkan risiko pada arus pendapatan perusahaan. Semakin banyak hutang semakin besar perusahaan tidak mampu membayar kewajibannya. Demikian resiko kebangkrutan akan lebih tinggi dari pada penghematan pajak hal ini yang menyebabkan investor meminta manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka melalui pengawasan yang mereka lakukan.

Manajer akan meningkatkan nilai bagi pemegang saham melalui investasi yang memberikan tingkat pengembalian lebih besar dari pada biaya modal. Apabila hal ini terjadi dapat memberikan tambahan manfaat bagi masyarakat. Akan tetapi, tujuan manajemen perusahaan tidak selalu selaras dengan keinginan pemegang saham. Akibatnya, pengoperasian perusahaan tidak selalu meningkatkan nilai pemegang saham tetapi mungkin malah menurunkan atau menghancurkannya. Aliran kas bebas akhir – akhir ini menjadi perhatian para analisis dan investor pasar modal karena keberadaan aliran kas bebas jangka panjang disuatu perusahaan dapat mencerminkan pertumbuhan perolehan kas dari penginvestasian kembali modal yang dimiliki.

Perhatian terhadap aliran kas bebas dewasa ini meningkat karena adanya pergeseran falsafah perusahaan di Amerika tentang tolak ukur penciptaan nilai (*benchmark value creation*). Ukuran akuntansi tradisional semata seperti laba per saham atau tingkat pengembalian aktiva dirasa kurang memadai sehingga diperlukan ukuran lain yaitu tingkat aliran kas bebas yang keberadaannya tidak mudah disembunyikan.

Meskipun begitu, keberadaan aliran kas bebas dapat menimbulkan masalah keagenan. Investasi berlebih ini dilakukan dengan menggunakan dana yang dihasilkan dari sumber internal perusahaan yaitu aliran kas bebas. Aliran kas bebas juga dapat diboroskan oleh manajer dalam operasi perusahaan yang menguntungkan dirinya tetapi merugikan pemegang saham padahal dana semacam ini seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk peningkatan dividen atau pembelian kembali saham perusahaan. Tindakan manajer ini akan berdampak pada penurunan nilai pemegang saham. Manajer menjadi kurang berminat untuk mendistribusikan aliran kas bebas dikarenakan dapat mengurangi potensi kekuasaan mereka.

Dengan melibatkan aliran kas bebas sebagai sarana investasi pada perusahaan hal ini mengakibatkan manajer tidak leluasa dalam memegang kontrol dikarenakan manajer harus memikirkan kepentingan para pemegang saham yang memberikan investasi kepada perusahaan. Alasan lainnya adalah ketika perusahaan memerlukan dana untuk suatu proyek baru manajer harus memperolehnya dari sumber di luar perusahaan. Hal ini menimbulkan peningkatan pengawasan oleh pihak luar seperti pasar modal atau kreditor terhadap kinerja perusahaan.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan memberikan hasil yang beragam. Menurut Arieska, Metha dan Barbara (2011), aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham. Sedangkan menurut Rinalda (2017) aliran kas bebas berpengaruh positif yang signifikan terhadap nilai pemegang saham.

signifikan terhadap nilai pemegang saham tetapi menurut Haryadi (2013) dan Rohmi (2016) keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham.

Hasil penelitian Surya (2014) sama dengan penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) bahwa set kesempatan investasi dapat memoderasi hubungan antara aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Hasil penelitian Rohmi (2016) bahwa set kesempatan investasi bisa dijadikan sebagai variabel moderasi tetapi negatif.

Kontroversi ini sebenarnya mempertanyakan apakah nilai aliran kas bebas memiliki kandungan informasi untuk memprediksi ada atau tidaknya pengaruh keputusan pendanaan saham. Kalau memang ada apakah investor menerima keputusan tersebut tanpa mempertimbangkan secara spesifik, mereka harus melihat informasi aliran kas bebas ini secara kontekstual.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dampak berbagai faktor kontekstual perusahaan seperti kesempatan investasi, manajemen laba, terhadap pengaruh tingkat aliran kas bebas pada keputusan pendanaan. Penelitian aliran kas bebas di Indonesia belum banyak dilakukan karena kemungkinan belum banyak perusahaan di Indonesia yang memiliki dana aliran kas bebas yang berlebih, bahkan masih cukup banyak perusahaan yang memiliki aliran kas bebas negatif.

2. Kajian Pustaka dan Hipotesis

2.1 Pengertian Arus Kas

Berdasarkan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (IAI, 2012), pengertian laporan arus kas adalah arus masuk dan arus keluar kas atau setara kas. Setara kas (*cash equivalent*) dapat didefinisikan sebagai investasi yang sifatnya likuid, berjangka pendek dan yang dengan cepat dapat dijadikan kas dalam jumlah tertentu tanpa menghadapi resiko perubahan nilai yang signifikan. Menurut Sudarmo (2018) laporan arus kas memberikan gambaran mengenai jumlah dana yang tersedia setiap saat yang dapat dipakai sebagai kebutuhan operasional, termasuk investasi yang memuat jumlah pemasukan dan pengeluaran yang disusun dengan menelusuri dan mengkaji laporan rugi laba (*income statement*) dan lembar neraca (*balancesheet*). Menurut Wahyudiono (2014) laporan arus kas yaitu laporan yang menunjukkan aktivitas transaksi penambahan dan pengurangan selama periode tertentu. Sumber dan penggunaan kas berasal dari sktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas pembiayaan.

2.2 Arus Kas Bebas

Menurut Prihadi (2012) *Free Cash Flow* adalah arus kas yang tersedia untuk pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan. Pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan disini dalam pengertian penyandang dana, yaitu kredit dan investor. Brigham dan Joel (2013) menyatakab bahwa arus kas bebas adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Sedangkan Brealey, Myers dan Allen dalam Sidik (2013) aliran kas bebas adalah jumlah uang tunai yang dapat dibayarkan oleh suatu perusahaan kepada investor, setelah dikurangi untuk pembayaran semua investasi yang di perlukan untuk bertumbuh.

2.3 Keputusan Pendanaan

Hasnawati dalam Pratiwi (2015) menguraikan bahwa keputusan pendanaan adalah keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan. Keputusan pendanaan adalah keputusan yang berhubungan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan perimbangan pendanaan yang optimal, dan perusahaan menggunakan sumber dana dari dalam perusahaan atau akan mengambil dari luar perusahaan. Menurut Efni, dkk (2012) keputusan pendanaan berkaitan dengan Keputusan perusahaan dalam mencari dana untuk membiayai investasi dan menentukan komposisi sumber pendanaan. Hal tersebut didukung oleh Kasmir

(2016), bahwa keputusan pendanaan adalah keputusan yang berkaitan dengan jumlah dana yang disediakan perusahaan, baik yang bersifat utang atau modal sendiri. Harmono (2011) menyatakan bahwa keputusan pendanaan merupakan proses menganalisis kondisi sumber pendanaan perusahaan baik melalui utang maupun modal yang akan dialokasikan untuk mendukung aktivitas operasi perusahaan, baik dalam investasi modal kerja ataupun aset tetap.

2.4 Set Kesempatan Investasi

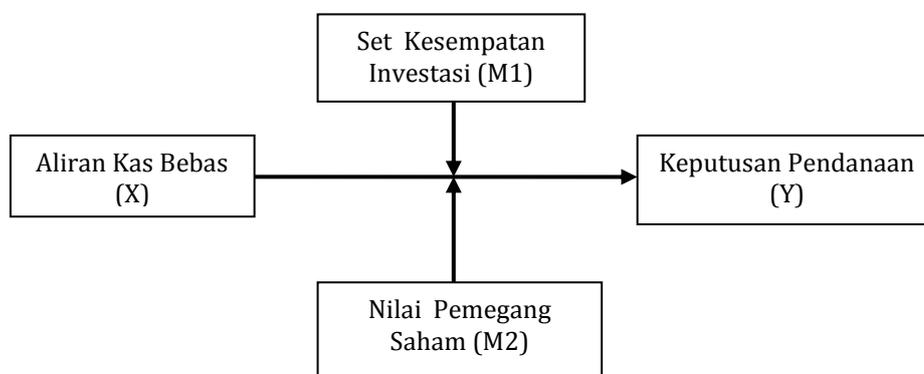
Investment opportunity set atau set kesempatan investasi adalah kombinasi antara *assets in place* (aktiva riil yang dimiliki) dengan pilihan investasi dimasa mendatang dengan *net present value positif*. Keduanya akan menentukan keputusan pendanaan dimasa yang akan datang (Myers dalam Arieska, 2011). Kondisi ini menunjukkan kesempatan investasi adalah pilihan bagi manajer untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan memiliki peluang untuk bertumbuh apabila saat ini dapat memberikan keuntungan di masa depan (Fury dan Dina, 2011). Sehingga dapat disimpulkan bahwa set kesempatan investasi merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun dimasa yang akan datang sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan.

2.5 Nilai Pemegang Saham

Salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham merupakan nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan. Nilai pemegang saham merupakan nilai perusahaan dikurangi dengan hutang. 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. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan keputusan pendanaan.

2.6 Kerangka Pemikiran

Penelitian ini meneliti tentang pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan dengan set kesempatan investasi dan nilai pemegang saham sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan aliran kas bebas sebagai *independent variable* (variabel bebas), set kesempatan investasi dan nilai pemegang saham sebagai *moderating variable* (variabel penghubung) serta keputusan pendanaan sebagai *dependent variable* (variabel terikat). Aliran kas bebas secara signifikan berpengaruh terhadap keputusan investasi Rosalina (2014). Keputusan investasi tersebut secara tidak langsung dapat mempengaruhi kesejahteraan dari pemegang saham.



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

2.7 Hipotesis Penelitian

- H₁ : Terdapat pengaruh antara aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan
- H₂ : Set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan.
- H₃ : Nilai pemegang saham sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan.

3. Metode Penelitian

3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif yaitu Sugiyono (2017) menyatakan metode ini sebagai metode ilmiah karena telah memenuhi kaidah ilmiah yaitu konkrit/empiris, objektif, terukur, rasional dan sistematis. Metode pengumpulan data dari basis data yang merupakan pencatatan laporan data tahunan pada perusahaan *Retail Trade* yang terdaftar di BEI untuk mengetahui pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan yang melibatkan variabel moderasi set kesempatan investasi dan nilai pemegang saham selama periode 2013-2017. Penelitian ini melakukan study kepustakaan (*Library Research*) yang dilakukan sebagai usaha guna memperoleh data yang bersifat teori sebagai pembanding dengan data penelitian yang diperoleh.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *Retail Trade* yang terdaftar di BEI tahun 2013 sampai dengan 2017 yaitu sebanyak 23 perusahaan. Menurut pendapat Arikunto (2006) Sampel adalah sebagian atau wakil dari populasi yang akan diteliti, sehingga sampel yang digunakan sebanyak 18 perusahaan dari jumlah populasi sebesar 23 perusahaan.

3.3 Pengukuran Variabel

Definisi operasional variabel dijelaskan sebagai berikut untuk menghindari adanya ketidakjelasan tentang variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 1. Ringkasan Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran
Independen (X) Aliran Kas Bebas	Aliran kas bebas merupakan kas yang tersedia di perusahaan yang dapat digunakan untuk berbagai aktivitas.	$FCF = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$ Ekuitasit
Dependen (Y) Keputusan Pendanaan	Keputusan pendanaan adalah menganalisis kondisi sumber pendanaan perusahaan baik melalui utang maupun modal yang akan dialokasikan untuk mendukung aktivitas operasi perusahaan, baik dalam investasi modal kerja ataupun aset tetap.	$DER = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total equity}}$
Moderasi (M) Set Kesempatan Investasi (M1)	Set kesempatan investasi adalah hubungan antara pengeluaran saat ini maupun dimasa yang akan datang sebagai hasil dari keputusan	<i>Rasio Market to Book Value of Assets</i>

Nilai Pemegang Saham (M2)	investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan.	(MVABVA) = Total Aset - Total Ekuitas + (Lembar Saham beredar x harga Penutupan Saham) : Total Aset
	Nilai pemegang saham adalah nilai perusahaan dikurangi dengan utang. Nilai pemegang saham terbentuk dari nilai pasar atau <i>Market Value Added</i> (MVA). Hal tersebut dikarenakan MVA mengukur perolehan ketercapaian perusahaan dalam memaksimalkan nilai pemegang saham melalui efisiensi alokasi dana.	SHV = $\frac{(OS\ it - HPS\ it) + Ekuitas}{Total\ Asset}$

Sumber : Data sekunder

3.4 Teknik Analisis

Dalam penelitian menggunakan *Moderated Regression Analysis* melalui MODPROBE macro pada SPSS versi 22. Analisis regresi ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen aliran kas bebas terhadap variabel dependen keputusan pendanaan dengan set kesempatan investasi dan nilai pemegang saham sebagai variabel moderasipada perusahaan ritel trade yang terdaftar di BEI. Pengujian analisis regresi ini digunakan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh dari variabel independen dan independen kedua (moderasi) terhadap variabel dependen.

MODPROBE adalah sistem analisis dua arah yang khusus untuk menguji variabel moderator. MODPROBE memiliki kesamaan dengan regresi linier pada umumnya. *Moderated Regression Analysis* juga malakukan uji koefisien regresi, uji p dan t- nilai, uji se, uji R^2 dan $R^2\ change$. Dalam persamaan regresi uji interaksi merupakan perkalian dua atau lebih variabel independen. Dalam penelitian ini menggunakan dua model persamaan regresi. Persamaan regresi untuk **model pertama** adalah sebagai berikut:

$$KP = \alpha + AKB + SKI + AKB * SKI + e$$

Keterangan:

- α : Konstanta
- KP : Keputusan Pendanaan
- AKB : Aliran Kas Bebas
- SKI : Set Kesempatan Investasi
- e : error

Persamaan regresi untuk **model kedua** adalah sebagai berikut :

$$KP = \alpha + AKB + NPS + AKB * NPS + e$$

Keterangan:

- α : Konstanta
- KP : Keputusan Pendanaan
- AKB : Aliran Kas Bebas
- NPS : Nilai Pemegang Saham
- e : error

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1 Uji Model Regresi Linier

Model Regresi 1

Pada model regresi pertama dapat dilihat pada Tabel 2 yang menjelaskan pengaruh dari variabel aliran kas bebas sebagai variabel independen, variabel keputusan pendanaan sebagai variabel dependen, variabel set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi.

Tabel 2. Model Regresi 1

Model Regresi				
Variabel	Koefisien	Se	t	P
Konstanta	0,2902	0,0453	6,3997	0,0000
Aliran Kas Bebas (AKB)	0,0706	0,0078	9,1011	0,0000
Set Kesempatan Investasi (SKI)	0,0000	0,0000	2,8959	0,0048
Interaksi	0,0000	0,0000	-10,2907	0,0000

Sumber : Diolah dengan SPSS 22

Berdasarkan Tabel 2, maka diperoleh persamaan regresi moderasi sebagai berikut:

$$KP = 0,2902 \alpha + 0,0706 AKB + 0,0000 SKI + 0,0000 AKB * SKI + e$$

Persamaan diatas dapat dijelaskan bahwa nilai dari konstanta yang diperoleh sebesar 0,2902 yang menunjukkan bahwa jika variabel independen bernilai konstan atau sama dengan nol, maka besarnya keputusan pendanaan adalah sebesar 0,2902. Koefisien regresi untuk variabel Aliran Kas Bebas (X) sebesar 0,0706, menyatakan bahwa variable aliran kas bebas akan meningkat sebesar 1% atau 7,06 %, sehingga keputusan pendanaan akan meningkat sebesar 1% dengan asumsi variable bebas lainnya konstan. koefisien regresi Set Kesempatan Investasi (M1). Variabel set kesempatan investasi memiliki nilai koefisien regresi positif sebesar 0,0000 menyatakan bahwa variable aliran kas bebas akan meningkat sebesar 1%, sehingga keputusan pendanaan akan meningkat sebesar 1% dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

Koefisien interaksi antara aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi, memiliki nilai koefisien regresi positif sebesar 0,0000. Hasil regresi menunjukkan bahwa set kesempatan investasi dapat diklasifikasikan sebagai *quasi moderasi*. Artinya, set kesempatan investasi merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara variabel independen dan variabel dependen dimana variabel set kesempatan investasi berinteraksi dengan variabel independen sekaligus menjadi variabel independen.

4.2.1.2 Model Regresi 2

Pada model regresi kedua dapat dilihat pada tabel 3, yang menjelaskan pengaruh dari variabel aliran kas bebas sebagai variabel independen, variabel keputusan pendanaan sebagai variabel dependen, dan nilai pemegang saham sebagai variabel moderasi adalah sebagai berikut :

Tabel 3. Model Regresi 2

Variabel	Coeffisiens	se	T	p
Constant	0,2593	0,0468	5,5368	0,0000
Aliran Kas Bebas	0,0450	0,0063	7,1369	0,0000
Nilai Pemegang Saham	-0,0030	0,0081	-0,3663	0,7150
Interaksi	0,0245	0,0026	9,5120	0,0000

Sumber : Diolah dengan SPSS 22

Berdasarkan Tabel 4.4 maka diperoleh persamaan regresi moderasi sebagai berikut:

$$KP = 0,2593 \alpha + 0,0450 \text{AKB} + -0,0030 \text{NPS} + 0,0245 \text{AKB} * \text{NPS} + e$$

Persamaan diatas dapat dijelaskan untuk nilai konstanta yang diperoleh sebesar 0,2593, menunjukkan bahwa jika variabel independen bernilai tetap atau sama dengan nol, maka besarnya keputusan pendanaan adalah sebesar 0,2593. Nilai koefisien dari Aliran Kas Bebas (X) sebesar 0,0450 yang menyatakan bahwa variabel aliran kas bebas akan meningkat sebesar 1% atau 4,50 %, maka keputusan pendanaan akan meningkat sebesar 1% dengan asumsi variable bebas lainnya konstan. Koefisien untuk Nilai Pemegang Saham (M2) memiliki nilai koefisien regresi negatif sebesar -0,0030, sehingga menyatakan bahwa variabel nilai pemegang saham sebagai variabel moderasi akan menurunkan sebesar 1% atau 4,50 %, maka keputusan pendanaan akan meningkat sebesar 1% dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

Variabel interaksi aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham, memiliki nilai koefisien regresi positif sebesar 0,0245 yang menunjukkan bahwa nilai pemegang saham dapat diklasifikasikan sebagai *pure moderasi* atau moderasi murni. Artinya, nilai pemegang saham merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara variabel independen dan variabel dependen dimana variabel nilai pemegang saham berinteraksi dengan variabel independen tanpa menjadi variabel independen.

4.2.2 Uji Determinasi

Pengujian koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur proporsi atau persentase kemampuan model dalam menerangkan variabel terikat. Jika nilai R^2 semakin besar, maka dapat dikatakan bahwa pengaruh variabel independen semakin mendekati sempurna terhadap variabel dependen. Hal ini berarti model yang digunakan semakin kuat untuk menerangkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dan demikian sebaliknya.

Tabel 4. Nilai R Square Model 1

Interact Is defined as :	
Aliran Kas Bebas Keputusan Pendanaan (<i>R square</i>)	
Aliran Kas Bebas Keputusan Pendanaan Set Kesempatan Investasi (<i>R² change</i>)	
R square increase due to interaction :	
R square	R ² change
0,5578	0,5445

Sumber : Data diolah dengan SPSS 22

Berdasarkan Tabel 4 di atas, dapat diketahui nilai *R square* untuk variabel aliran kas bebas adalah 0,5578. Perolehan tersebut menjelaskan presentase besarnya keputusan pendanaan dapat dijelaskan oleh aliran kas bebas sebesar 56%. Pada pengujian *R² change* yang menambahkan variabel moderasi set kesempatan investasi, nilai yang diperoleh dari *R² change* mengalami

penurunan menjadi 0,5445. Hal ini menjelaskan variabel independen aliran kas bebas dapat mempengaruhi variabel dependen keputusan pendanaan sebesar 54%.

Tabel 5. Nilai R Square Model 2

Interact Is defined as :	
Aliran Kas Bebas Keputusan Pendanaan (<i>R square</i>)	
Aliran Kas Bebas Keputusan Pendanaan Nilai Pemegang Saham (<i>R² change</i>)	
R square increase due to interaction :	
R square	R ² change
0,5268	0,4978

Sumber : Data diolah dengan SPSS 22

Pada pengujian nilai *R square* pada Tabel 5 diatas, dapat dilihat nilai dari *R square* untuk variabel aliran kas bebas sebesar 0,5268. Perolehan nilai diatas dapat menjelaskan variabel aliran kas bebas dapat mempengaruhi variabel keputusan pendanaan sebesar 53%. Pada pengujian yang menambahkan variabel moderasi nilai pemegang saham, nilai yang diperoleh dari *R² change* mengalami sedikit penurunan menjadi 0,4978. Hal ini menjelaskan variabel independen aliran kas bebas dapat mempengaruhi variabel dependen keputusan pendanaan sebesar 50%.

Penilaian *goodness of fit* diketahui dari nilai *Q-Square*. Nilai *Q-Square* memiliki arti yang sama dengan *coefficient determination (R-Square)* pada analisis regresi, dimana semakin tinggi *Q-Square*, maka model dapat dikatakan semakin baik atau semakin *fit* dengan data. Adapun hasil perhitungan nilai *Q-Square* adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 Q\text{-Square} &= 1 - [(1 - R^2 \text{ chng 1}) \times (1 - R^2 \text{ chng 2})] \\
 &= 1 - [(1 - 0,5445) \times (1 - 0,4978)] \\
 &= 1 - [(0,4555) \times (0,5022)] \\
 &= 1 - 0,2287 \\
 &= 0,7713
 \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil perhitungan diatas, diperoleh nilai *Q-Square* sebesar 0,7713. Hal ini menunjukkan besarnya keragaman hasil yang dapat disajikan dalam penelitian ini sebesar 77%. Sedangkan sisanya sebesar 23% dijelaskan oleh faktor lain yang berada di luar model penelitian ini. Dengan demikian, dari hasil tersebut maka model penelitian ini dapat dinyatakan telah memiliki *goodness of fit* yang baik.

Uji Interaksi Moderasi

Uji interaksi moderasi bertujuan untuk menguji hipotesis moderasi yang di ajukan dalam penelitian ini. Uji hipotesis pada penelitian ini dilakukan dengan melihat nilai T-Statistik dan nilai dari *p-value*. Hipotesis pada penelitian ini dapat diterima apabila *p-value* < 0,05. Berikut ini hasil hipotesis interaksi yang diperoleh dalam penelitian ini:

Tabel 6. Hasil Uji Interaksi Moderasi Set Kesempatan Investasi

Conditional Effect of Focal Predictor at Value of the Moderator Variable				
Variabel	Coeff	se	t	p
Aliran Kas Bebas (AKB)	0,1669	0,0162	10,3053	0,0000
Set Kesempatan Investasi (SKI)	0,0706	0,0078	9,1011	0,0000
Interaksi	-0,0257	0,0058	-4,4654	0,0000

Sumber : Data diolah dengan SPSS 22

Dalam penelitian ini dapat disimpulkan variabel set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan hal ini dibuktikan dengan nilai *p-value* set kesempatan investasi sebesar $0.000 < 0,05$.

Tabel 7. Uji Interaksi Moderasi Nilai Pemegang Saham

Conditional Effect of Focal Predictor at Value of the Moderator Variable				
Variabel	Coeff	se	t	p
Aliran Kas Bebas	-0,0979	0,0121	-8,0663	0,0000
Nilai Pemegang Saham	0,0450	0,0063	7,1369	0,0000
Interaksi	0,1879	0,0196	9,5945	0,0000

Sumber : Data diolah dengan SPSS 22

Pada pengujian variabel nilai pemegang saham sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan hal ini dapat dilihat pada Tabel 7 nilai dari *p-value* $0.000 < 0,05$ yaitu sebesar 0,0000, sehingga menerima H1.

4.3 Pembahasan

Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan

Hasil analisis menggunakan MODPROBE menunjukkan hasil bahwa Aliran Kas Bebas memiliki pengaruh signifikan terhadap Keputusan Pendanaan dengan nilai signifikan lebih kecil dari 0.05 yaitu sebesar 0.0000. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan Rosalina (2014) yang menyimpulkan adanya pengaruh yang signifikan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan.

Set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan

Berdasarkan pengujian korelasi dengan uji analisis menghasilkan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh yang signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil interaksi antar konstruk set kesempatan investasi dan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan menunjukkan nilai *p-value* $0.0000 < 0.05$. Hasil penelitian ini sesuai dengan Arieska (2011) dan Surya (2014). Menurut Arieska perusahaan yang memiliki aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, maka manajernya akan menggunakan aliran kas bebas tersebut untuk membiayai proyek. Keputusan ini tentu berdampak pada kesejahteraan perusahaan dimasa yang akan datang.

Nilai pemegang saham sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan

Berdasarkan Tabel 7 diperoleh hasil estimasi variabel moderasi nilai pemegang saham dengan nilai *p-value* sebesar $0,0000 < 0.05$. Artinya variabel nilai pemegang saham mampu memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan, sehingga menerima H₃. Hasil penelitian ini berbeda dengan Rangga (2012) yang menemukan nilai pemegang saham tidak berpengaruh terhadap aliran kas bebas yang bernilai positif, sedangkan aliran kas bebas bernilai negatif memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini dikarenakan persepsi investor bahwa perusahaan menggunakan aliran kas bebas untuk investasi yang memberikan peluang yang menjanjikan dimasa akan datang.

5. Keterbatasan dan Agenda Penelitian Mendatang

Diharapkan untuk penelitian selanjutnya memperluas sektor perusahaan dan menambah jumlah sampel yang akan diteliti, agar hasil yang didapat lebih konsisten. Menambah variabel lainnya, agar mendapatkan hasil yang lebih bervariasi sebagai pembandingan dan dapat digeneralisasi.

6. Kesimpulan

Aliran kas bebas memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan hal ini dijelaskan dengan nilai *p-value* lebih kecil dari nilai alpha (α) yang artinya H_1 diterima. Berdasarkan pengujian korelasi dengan uji analisis menghasilkan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh yang signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil interaksi antar konstruk set kesempatan investasi dan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan. Dalam pengujian yang telah dilakukan menunjukkan nilai *p-value* kurang dari nilai alpha (α) maka H_2 diterima. Dari uji yang dilakukan nilai pemegang saham sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan hal ini dibuktikan dengan hasil dari uji *p-value* yang dilakukan, nilai *p-value* nilai alpha (α) jadi H_3 diterima.

Daftar Pustaka

- Arieska, Metha dan Barbara. (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*. Vol.20, No. 1, Mei 2011: 13-23.
- Arikunto, S. (2014). *Metode Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: PT. Rineka Cipta.
- Brigham, E. F. dan Joel. (2013). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Efni, Y., Hadiwijoyo, D., Salim, U., & Rahayu, M. (2012). Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 10(1), 128-141.
- Fury, K. F., & Hidayat, D. (2011). Pengaruh kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, Dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang. *Jurnal Media Riset Akuntansi*, Vol. 1, No. 1. ISSN 2088-2106.
- Harmono. (2011). *Manajemen Keuangan Berbasis Balanced Scorecard Pendekatan Teori, Kasus, dan Riset Bisnis* (Edisi 1). Jakarta : Bumi Aksara.
- Haryadi, R. (2013). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham. *Skripsi*. Universitas Widyatama.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. (2012). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.
- Kasmir. (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Grafindo Persada.
- Prihadi, T. (2012). *Analisis Laporan Keuangan Lanjutan Proyeksi dan Valuasi*. Jakarta : PPM.
- Pratiwi, A. (2015). Pengaruh Arus Kas Pendanaan, Keputusan Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan IOS Sebagai Variabel Moderasi. *Artikel Ilmiah Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi*.
- Rangga, G. (2012). Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas Positif Dan Negatif, Dividen Dan Leverage Terhadap Nilai Pemegang Saham Studi Kasus Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2010. *Jurnal Ilmiah*, Vol. 12 No. 1, April 2012.
- Rinalda, M. (2013). Pengaruh Aliran Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, dan Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011. *ETD Unsyiah*.
- Rohmi, M. (2015). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi sebagai Variabel Moderasi". *Skripsi*. UIN. Yogyakarta.

- Rosalina, R. (2014). Pengaruh Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan Melalui Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI Tahun 2012. *Skripsi*. Universitas Negeri Malang.
- Sidik, I. G. (2013). *Bisnis Sukses*. Jakarta : Gramedia.
- Sudarmo, dan Suryokusumo, B. (2018). *Dasar Kelayakan Proyek Arsitektur dan Ekonomi Bangunan*.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Jakarta : ALFABETA.
- Surya , H. (2014). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI. *Skripsi*. UMP. Purwokerto.
- Wahyudiono, Bambang. (2014). Mudah Membaca Laporan Keuangan. Jakarta: Raih Asa Sukses. (cetakan1).Yogyakarta: Gava Media.
- IDX. (2017). Laporan Keuangan dan Tahunan, diakses dari <http://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan> pada tanggal 27 Desember 2017.

Profil Penulis

Rachma Zannati. Dosen jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Islam Attahiriyah. Pengalaman mengajar sejak tahun 2014, dengan mengampu beberapa mata kuliah seperti pengantar akuntansi, akuntansi keuangan, *advance*, akuntansi internasional, etika bisnis dan profesi akuntan, manajemen keuangan, statistik. Riwayat pendidikan dalam ilmu akuntansi dan akuntansi syariah (perbankan syariah), sehingga penulis tertarik untuk mengkaji penelitian dibidang riset akuntansi, keuangan, dan perbankan syariah. Penulis dapat dihubungi melalui rachmaznt@gmail.com

Wulandhari Pratiwi. Penulis menamatkan pendidikan Strata 1 di Universitas Islam Attahiriyah untuk program studi Akuntansi dengan konsentrasi peminatan pada Akuntansi Keuangan. Penulis dapat dihubungi melalui wulandharipratiwi@gmail.com