

Analisis *Investasi Opportunity Set* dan Dividen sebagai variabel Moderasi dalam Faktor Penentu Nilai Pemegang Saham

Nurul Fatikhatul Khusna¹⁾, Aida Nahar²⁾

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Nahdlatul Ulama Jepara^{1),2)}
nurulfatikhatul10@gmail.com¹⁾, aida@unisnu.ac.id²⁾

Abstract

The objective of the research is to examine the influence of Free Cash Flow, Funding Decisions, and Company Size on Shareholder Value with Investment Opportunity Sets and Dividends as moderating variables. This research was quantitative research. The population in this study was manufacturing companies in the consumer goods industry sector that report financial reports on the Indonesian stock exchange for the 2018-2020 period. The sampling technique used non-probability sampling with a saturated sample/census technique. The data analysis technique used multiple linear regression analysis methods with Moderated Regression Analysis (MRA). The results of this research are that the investment decision set is a moderating variable between company size and shareholder value. This means that company size will influence shareholder value if there is a set of investment decisions. If there are no moderating factors, then the determining factor for shareholder value is the funding decision. The free cash flow variables and company size do not affect shareholder value. Meanwhile, dividends are not a moderating variable in determining shareholder value. And the set of investment decisions does not moderate the relationship between free cash flow and funding decisions on shareholder value.

Keywords: *Shareholder Value, Funding Decision, Company Size, Investment Opportunity Set, Dividend*

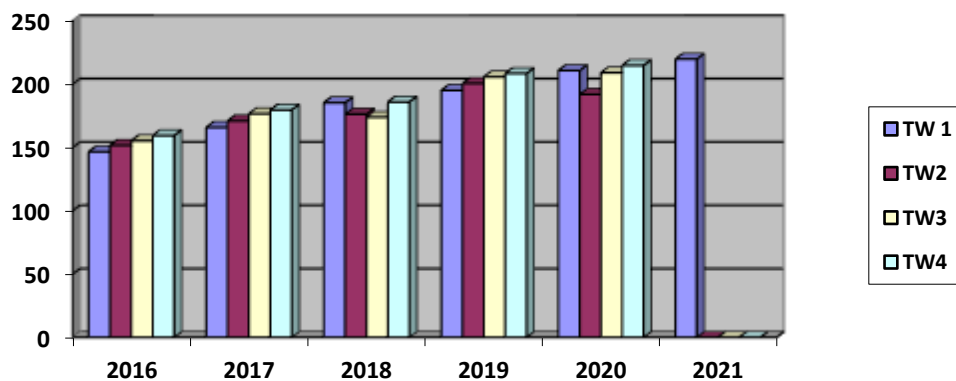
Abstrak

Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk meneliti adanya pengaruh Aliran Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai variabel moderating. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang melaporkan laporan keuangan di bursa efek Indonesia periode 2018-2020. Tehnik pengambilan sample menggunakan non probability sampling dengan teknik sample jenuh/ sensus. Teknik analisis data menggunakan metode analisis regresi linier berganda dengan Moderated Regression Analysis (MRA). Hasil penelitian ini adalah set keputusan investasi merupakan variabel yang memoderasi antara ukuran perusahaan dengan nilai pemegang saham. Artinya, ukuran perusahaan akan mempengaruhi nilai pemegang saham jika ada set keputusan investasi. Jika tidak ada faktor moderasi, maka faktor penentu nilai pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Adapun variabel aliran kas bebas dan ukuran perusahaan tidak mempengaruhi nilai pemegang saham. Sedangkan dividen tidak menjadi varibel moderasi dalam faktor penentu nilai pemegang saham. Dan set keputusan investasi tidak memoderasi antara aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham.

Kata Kunci: *Nilai Pemegang Saham, Keputusan Pendanaan, Ukuran Perusahaan, Set Kesempatan Investasi, Dividen.*

PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi Indonesia sampai saat ini tidak luput dari keberadaan pasar modal yang berperan dalam kegiatan investasi keuangan. Salah satu bentuk upaya pemerintah dalam menggalakkan iklim investasi di Indonesia dengan cara membenahi ekosistem investasi dengan memperbarui berbagai aturan terkait perizinan bisnis (Yuniartha, 2019). Selain itu, perbaikan juga dilakukan dengan meningkatkan kualitas SDM maupun kinerja perusahaan yang akhirnya akan meningkatkan mutu perusahaan tersebut. Berdasarkan upaya tersebut, warga lokal maupun warga asing terlihat mempunyai ketertarikan pada investasi cukup tinggi, agar perekonomian negara dapat meningkat. Hal ini bisa dilihat dari hasil realisasi investasi pada Badan Koordinasi Penanaman Modal Republik Indonesia.



Gambar 1. Diagram Data Perkembangan Realisasi Investasi

Sumber: Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM-RI, 2021)

Gambar 1 menunjukkan bahwa lima tahun terakhir total penanaman modal dalam negeri (PMDN) dan penanaman modal asing (PMA) setiap triwulannya mengalami kenaikan. Peningkatan investasi tersebut digunakan untuk operasional perusahaan yang akhirnya diharapkan mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Peningkatan kinerja perusahaan akan berdampak pada peningkatan kesejahteraan pemegang saham atau disebut juga dengan nilai pemegang saham.

Pemegang saham didefinisikan sebagai pemilik dari suatu perusahaan yang berinvestasi ke perusahaan tersebut guna memperoleh pengembalian (Rohmaniyah & Nahar, 2018). Nilai Pemegang Saham merupakan pengembalian nilai yang didapat pemegang saham dari transaksi membeli saham yang dapat berupa kenaikan harga saham atau pembayaran dividen (Nasrudin, 2019). Nilai tersebut yaitu apresiasi pasar saham apabila harga saham di atas nilai buku per lembar sahamnya. Harga pasar adalah reaksi pasar terhadap seluruh keadaan perusahaan yang juga mencerminkan nilai pemegang saham yang direalisasikan dalam pembagian dividen.

Dalam fenomena dunia investasi, tidak hanya pembagian dividen saja yang mempengaruhi nilai pemegang saham, namun banyak faktor yang mempengaruhinya. Berdasarkan beberapa hasil penelitian, menunjukkan bahwa faktor yang dapat mempengaruhi nilai pemegang saham, antara lain aliran kas bebas. Menurut Arieska & Gunawan (2011) mengemukakan bahwa Aliran Kas Bebas yaitu kas perusahaan yang bisa disalurkan kepada

pemegang saham yang tidak dimanfaatkan untuk investasi pada aset tetap ataupun modal kerja. Aliran Kas Bebas menggambarkan fleksibilitas perusahaan dalam hal aktivitas investasi tambahan, membeli saham *treasury*, menambah likuiditas, atau melunasi hutang. Jika arus kas yang dimiliki perusahaan semakin besar, maka fleksibilitas Aliran Kas Bebas tersebut juga akan semakin besar. Tingginya Aliran Kas Bebas menunjukkan performa perusahaan yang tinggi. Semakin tinggi kinerja perusahaan maka semakin tinggi pula nilai pemegang saham. Hal tersebut direalisasikan dalam bentuk pengembalian yang tinggi melalui laba ditahan atau kenaikan harga saham agar dapat diinvestasikan di masa depan. Uraian tersebut mendukung riset Ariyanti et al. (2019) yang membuktikan bahwa nilai pemegang saham dipengaruhi oleh aliran kas bebas. Namun Munandar & Kusumawati (2017) menemukan bahwa aliran kas bebas tidak mempengaruhi nilai pemegang saham

Selain aliran kas bebas, keputusan Pendanaan dapat mempengaruhi Nilai Pemegang Saham (Ariyanti et al., 2019). Definisi Keputusan Pendanaan yaitu keputusan perusahaan mengenai bentuk juga komposisi pendanaan yang hendak dipergunakan oleh perusahaan. Seluruh bentuk keputusan mengenai cara perusahaan dalam mendapatkan sumber pendanaan yang efisien serta optimal. Sumber dana berasal dari eksternal maupun internal perusahaan. Sumber dana eksternal perusahaan berupa pengambilan hutang dari perbankan. Dengan pemilihan Keputusan Pendanaan melalui hutang dapat mengendalikan manajer perusahaan untuk tidak bertindak sesuatu yang bisa membuat pemegang saham merasa dirugikan. Penggunaan dana dari pihak eksternal juga dapat menambah keuntungan perusahaan yang akan berdampak pada meningkatnya Nilai Pemegang Saham. Sebagaimana penelitian Ariyanti et al (2019) yang membuktikan bahwa nilai pemegang saham dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. Namun, Rozinah & Asyik (2021) membuktikan bahwa nilai pemegang saham tidak dipengaruhi oleh keputusan pendanaan.

Nilai Pemegang Saham juga dipengaruhi oleh Ukuran Perusahaan (Widiastari & Yasa, 2018). Ukuran Perusahaan yaitu besar kecilnya skala suatu perusahaan yang dapat diukur dengan total aktiva, jumlah penjualan, serta nilai saham. Semakin tinggi nilai saham, jumlah penjualan, dan jumlah aset maka Ukuran Perusahaan tersebut juga semakin besar. Ukuran Perusahaan mempunyai pengaruh terhadap sudut pandang investor. Karena besarnya Ukuran Perusahaan dipandang bisa membagikan *return* yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga dapat meningkatkan Nilai Pemegang Saham. Sesuai penelitian Handarini (2018) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi nilai pemegang saham.

Berdasarkan uraian di atas nampak bahwa terdapat perbedaan hasil riset faktor yang mempengaruhi nilai pemegang saham. Artinya hasil penelitian belum konsisten, sehingga diperlukannya variabel tambahan untuk memperkuat hasil dari riset tersebut. Penelitian ini menggunakan variabel moderasi atau moderating untuk memperkuat hasil penelitian. Menurut Auliyak & Nahar (2021), variabel moderasi atau *moderating* merupakan suatu variabel yang sifatnya dapat memperlemah atau memperkuat hubungan antar satu variabel dengan variabel lainnya. Variabel moderasi pada penelitian ini menggunakan Set Kesempatan Investasi dan Dividen.

Pemilihan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai variabel moderasi, dikarenakan Set Kesempatan Investasi berpengaruh kuat dengan Aliran Kas Bebas, Keputusan Pendanaan,

dan Ukuran Perusahaan guna meningkatkan Nilai Pemegang Saham. Set Kesempatan Investasi mendeskripsikan tentang luasnya atau peluang adanya investasi yang disediakan oleh perusahaan di waktu yang akan datang (Hidayah, 2015). Set Kesempatan Investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva riil dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Set Kesempatan Investasi berkaitan dengan Aliran Kas Bebas, yang mana Aliran Kas Bebas menggambarkan fleksibilitas perusahaan dalam menggunakan kasnya. Adanya peluang yang disediakan dan keleluasaan penggunaan dana membuat pemegang saham tertarik untuk berinvestasi. Set Kesempatan Investasi berkaitan dengan Keputusan Pendanaan yang sudah dilakukan perusahaan terdiri dari Keputusan Pendanaan jangka pendek, menengah, dan jangka panjang (Susanto, 2011). Sebagaimana penelitian Arieska & Gunawan (2011) menyatakan Set Kesempatan Investasi mampu memoderasi Keputusan Pendanaan. Perusahaan yang memiliki dana yang besar yang berasal dari hutang dengan Set Kesempatan Investasi yang tinggi, maka manajer perusahaan akan menggunakannya untuk membiayai proyek dengan nilai bersih positif, sehingga Nilai Pemegang Saham akan bertambah. Set Kesempatan Investasi memoderasi Ukuran Perusahaan, karena Ukuran Perusahaan mencerminkan seberapa luas peluang yang disediakan perusahaan untuk pemegang saham menanamkan modalnya. Dengan Ukuran Perusahaan yang optimal dan kinerja perusahaan yang baik, dapat menentukan Set Kesempatan Investasi di masa yang akan datang, sehingga mampu meningkatkan Nilai Pemegang Saham.

Pemilihan Dividen sebagai variabel moderasi, disebabkan Dividen berpengaruh kuat dengan Aliran Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, dan Ukuran Perusahaan untuk meningkatkan Nilai Pemegang Saham. Menurut Darmadji & Fakhruddin (2012), dividen yaitu pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Dividen yang dibagikan dapat berbentuk dividen tunai atau dapat berupa laba ditahan yang pada akhirnya bisa meningkatkan jumlah saham yang dimiliki. Dividen yaitu pembagian yang diberikan kepada pemegang saham sebagai imbalan atas mereka yang telah berkenan menginvestasikan kekayaannya guna kegiatan operasional suatu perusahaan. Dividen memoderasi Aliran Kas Bebas, karena dengan adanya keleluasaan penggunaan dana, perusahaan dapat memberikan kepada pemegang saham pengembalian yang tinggi berupa dividen yang tinggi. Sehingga dapat meningkatkan Nilai Pemegang Saham. Perusahaan dengan prospek kinerja baik, cenderung memanfaatkan hutang sebagai alternatif dalam menentukan Keputusan Pendanaan untuk memenuhi kebutuhan pembayaran Dividen. Sehingga pembagian dividen kepada pemegang saham akan tepat waktu, dengan itu Nilai Pemegang Saham akan meningkat. Ukuran Perusahaan bukan hanya memperlihatkan besar kecilnya perusahaan, tetapi juga memperlihatkan performa perusahaan dalam mengoperasikan kegiatan operasinya dan meningkatkan pendapatan perusahaan. Dividen memoderasi ukuran perusahaan karena dengan melihat Ukuran Perusahaan dapat mencerminkan tinggi rendahnya pembagian dividen yang diberikan kepada pemegang saham.

Berdasarkan uraian di atas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini antara lain: apakah aliran kas bebas mempengaruhi nilai pemegang saham, apakah keputusan pendanaan mempengaruhi nilai pemegang saham, apakah ukuran perusahaan mempengaruhi nilai pemegang saham. Selain itu, penelitian ini juga memasukkan variabel moderasi antara lain

set keputusan investasi dengan dividen. Oleh karena itu, rumusan masalah lainnya muncul sebagai berikut: apakah set keputusan investasi memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, apakah dividen memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, apakah set keputusan investasi memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham, apakah dividen memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham, apakah set keputusan investasi memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai pemegang saham, serta apakah dividen memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai pemegang saham.

KAJIAN PUSTAKA

Pengaruh Aliran Kas Bebas dengan Nilai Pemegang Saham.

Aliran Kas Bebas didefinisikan kas perusahaan yang bisa disalurkan kepada pemegang saham yang tidak dimanfaatkan untuk investasi pada aset tidak lancar ataupun modal kerja (Arieska & Gunawan, 2011). Aliran Kas Bebas menggambarkan fleksibilitas perusahaan dalam melunasi kewajiban, membeli saham *treasury*, melakukan investasi tambahan ataupun menambah likuiditas. Tingginya aliran kas bebas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban, tingginya kemampuan perusahaan dalam membeli saham *treasury*, dan tingginya perusahaan dalam melakukan investasi tambahan. Oleh karena itu, tingginya Aliran Kas Bebas menandakan tingginya performa perusahaan.

Tingginya performa perusahaan akan menambah nilai pemegang saham. Hal tersebut direalisasikan dalam pengembalian yang tinggi melalui laba ditahan atau kenaikan harga saham agar dapat diinvestasikan di masa yang akan datang. Semakin tinggi Aliran Kas Bebas maka Nilai Pemegang Saham juga tinggi. Uraian tersebut mendukung penelitian Ariyanti et al. (2019) memaparkan bahwa Aliran Kas Bebas mempunyai pengaruh positif terhadap Nilai Pemegang Saham. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis pertama penelitian sebagai berikut :

H1 : Aliran Kas Bebas berpengaruh secara positif terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Keputusan Pendanaan dengan Nilai Pemegang Saham.

Keputusan Pendanaan adalah Keputusan perusahaan yang berhubungan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan (Rusmanto, Saputra, & Rahmawati, 2021). Perusahaan yang mempunyai prospek yang baik cenderung memiliki keputusan pendanaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu keputusan pendanaan yang ditempuh perusahaan adalah keputusan pendanaan melalui pemanfaatan hutang sebagai alternatif guna mencukupi kebutuhan operasional perusahaan.

Pendanaan melalui hutang menggambarkan kesiapan untuk melunasi sejumlah kewajiban di masa depan, yang akan memicu reaksi pasar yang bisa menaikkan Nilai Pemegang Saham. Hal tersebut membuat para investor berani untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Dengan banyaknya para investor yang tertarik dengan saham tersebut membuat meningkatnya harga pasar saham sehingga, akan meningkatkan Nilai Pemegang Saham. Keputusan Pendanaan yang semakin tinggi, maka Nilai Pemegang Saham juga akan semakin tinggi pula. Uraian tersebut sesuai dengan penelitian Ariyanti et al. (2019) yang memaparkan bahwa

Keputusan Pendanaan mempunyai pengaruh positif terhadap Nilai Pemegang Saham. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis kedua penelitian sebagai berikut:

H2: Keputusan Pendanaan berpengaruh secara positif terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Ukuran Perusahaan dengan Nilai Pemegang Saham.

Ukuran Perusahaan yaitu skala yang menggambarkan besar kecilnya perusahaan diukur dengan total aktiva, jumlah penjualan, serta nilai saham (Widiastari & Yasa, 2018). Ukuran Perusahaan tidak hanya memperlihatkan besar kecilnya suatu entitas, tetapi juga memperlihatkan kapabilitas entitas dalam melaksanakan kegiatan operasinya dan meningkatkan pendapatannya (Sumartini, 2020). Ukuran Perusahaan yang besar dipandang bisa membagikan *return* yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga mampu meningkatkan Nilai Pemegang Saham. Ukuran Perusahaan yang besar juga dapat meyakinkan para pemegang saham untuk memberikan dananya untuk kegiatan operasional perusahaan tersebut. Ukuran Perusahaan yang semakin besar, maka Nilai Pemegang Saham akan semakin tinggi. Uraian tersebut mendukung penelitian Handarini (2018) menyatakan bahwa Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap Nilai Pemegang Saham. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ketiga sebagai berikut:

H3: Ukuran Perusahaan berpengaruh secara positif terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Set Kesempatan Investasi memoderasi Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham.

Set Kesempatan yaitu peluang adanya investasi yang disediakan perusahaan di masa depan (Hidayah, 2015). Set Kesempatan Investasi digunakan untuk memperkuat variabel Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham. Perusahaan yang mempunyai Aliran Kas Bebas dengan Set Kesempatan Investasi yang tinggi, maka Aliran Kas Bebas tersebut bisa dipergunakan untuk membiayai proyek dengan *Net Present Value* (NPV) yang positif. Jika suatu proyek mempunyai NPV yang positif, akan meningkatkan keuntungan perusahaan yang akhirnya dapat meningkatkan nilai pemegang saham.

Perusahaan yang memiliki Aliran Kas Bebas dengan Set Kesempatan Investasi yang tinggi. Maka manajernya akan memanfaatkan Aliran Kas Bebas tersebut guna mendanai proyek dengan nilai bersih sekarang positif yang bisa meningkatkan performa perusahaan, sekaligus memperlihatkan sinyal positif kepada para pemegang saham tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan Nilai Pemegang Saham. Uraian tersebut sejalan dengan penelitian Arieska & Gunawan (2011) yang memaparkan bahwa Set Kesempatan Investasi mampu memoderasi Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham. Dari uraian di atas, maka hipotesis ke empat penelitian sebagai berikut:

H4: Set Kesempatan Investasi dapat memoderasi pengaruh positif Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Dividen memoderasi Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham.

Dividen didefinisikan sebagai pembagian laba usaha yang diperoleh perusahaan dan dibagikan perusahaan kepada pemegang saham sebagai imbalan atas ketersediaan menanamkan

modalnya (Abdillah & Zakaria, 2021). Dividen digunakan untuk memperkuat variabel Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham. Perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas yang tinggi dan disertai mempunyai dividen yang tinggi, maka menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar atau berjanji untuk membayar kelebihan kas yang dimiliki kepada pemegang saham. Hal tersebut timbul kepercayaan para pemegang saham terhadap perusahaan yang akhirnya akan meningkatkan Harga saham (Arieska & Gunawan, 2011).

Tingkat pertumbuhan yang tinggi dan Aliran Kas Bebas yang tinggi dalam perusahaan, perusahaan tersebut akan mengalami kenaikan pembayaran Dividen yang berdampak positif terhadap hubungan Aliran Kas Bebas dengan Nilai Pemegang Saham. Semakin tinggi Dividen akan memperkuat Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham, karena dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Uraian tersebut mendukung penelitian Arieska & Gunawan (2011) menyatakan bahwa Aliran Kas Bebas berpengaruh positif terhadap Nilai Pemegang Saham dengan dimoderasi oleh Dividen. Dari penjelasan di atas, maka hipotesis ke lima penelitian sebagai berikut:

H5: Dividen dapat memoderasi pengaruh positif Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Set Kesempatan Investasi memoderasi Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Set Kesempatan Investasi adalah peluang adanya investasi yang disediakan perusahaan di masa depan (Hidayah, 2015). Set Kesempatan Investasi digunakan untuk memperkuat variabel Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Perusahaan yang memiliki dana besar berasal dari hutang dengan Set Kesempatan Investasi yang tinggi, sehingga manajer akan memanfaatkan dana tersebut untuk mendanai proyek dengan nilai bersih positif yang pada akhirnya akan meningkatkan Nilai Pemegang Saham.

Perusahaan dengan Set Kesempatan Investasi yang tinggi, membuat para pemegang saham ingin berinvestasi di perusahaan tersebut. Karena dengan set kesempatan yang tinggi dengan Keputusan Pendanaan yang tepat membuat Nilai Pemegang Saham akan meningkat di masa yang akan datang. Uraian tersebut sejalan dengan riset Arieska & Gunawan (2011) yang memaparkan bahwa Set Kesempatan Investasi dapat memoderasi Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Dari penjelasan di atas, maka hipotesis ke enam penelitian sebagai berikut:

H6: Set Kesempatan Investasi dapat memoderasi pengaruh positif Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Dividen memoderasi Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Dividen adalah bagian dari laba usaha yang dibagikan kepada pemegang saham dengan kebijakan yang telah diatur oleh perusahaan terkait (Abdillah & Zakaria, 2021). Dividen digunakan untuk memperkuat variabel Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Perusahaan dengan prospek kinerja yang bagus, biasanya akan memanfaatkan hutang sebagai alternatif untuk mencukupi kebutuhan pembayaran Dividen. Dengan penggunaan hutang sebagai pembayaran Dividen kepada para pemegang saham yang akan meningkatkan Nilai

Pemegang Saham. Semakin tinggi Dividen yang diberikan, akan memperkuat Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham yang akan meningkat pula. Uraian ini mendukung penelitian Oktavia (2018) yang menyatakan bahwa Dividen dapat memoderasi Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Dari penjelasan di atas, maka hipotesis ke tujuh penelitian adalah:

H7: Dividen dapat memoderasi pengaruh positif Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Set Kesempatan Investasi memoderasi Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Set Kesempatan Investasi adalah peluang adanya investasi yang disediakan perusahaan di masa yang akan datang (Hidayah, 2015). Set Kesempatan Investasi digunakan untuk memperkuat variabel Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Dengan melihat dari besar kecilnya Ukuran Perusahaan, para pemegang saham akan cenderung memilih perusahaan dengan skala yang besar. Hal tersebut dikarenakan Ukuran Perusahaan dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasinya dan meningkatkan pendapatan perusahaan (Sumartini, 2020).

Peluang investasi yang disediakan oleh perusahaan besar dapat menarik minat investasi para pemegang saham. Sehingga pada masa yang akan datang Nilai Pemegang Saham akan meningkat. Dengan demikian, Set Kesempatan Investasi dapat memoderasi Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Dari penjelasan di atas, maka hipotesis ke delapan penelitian adalah:

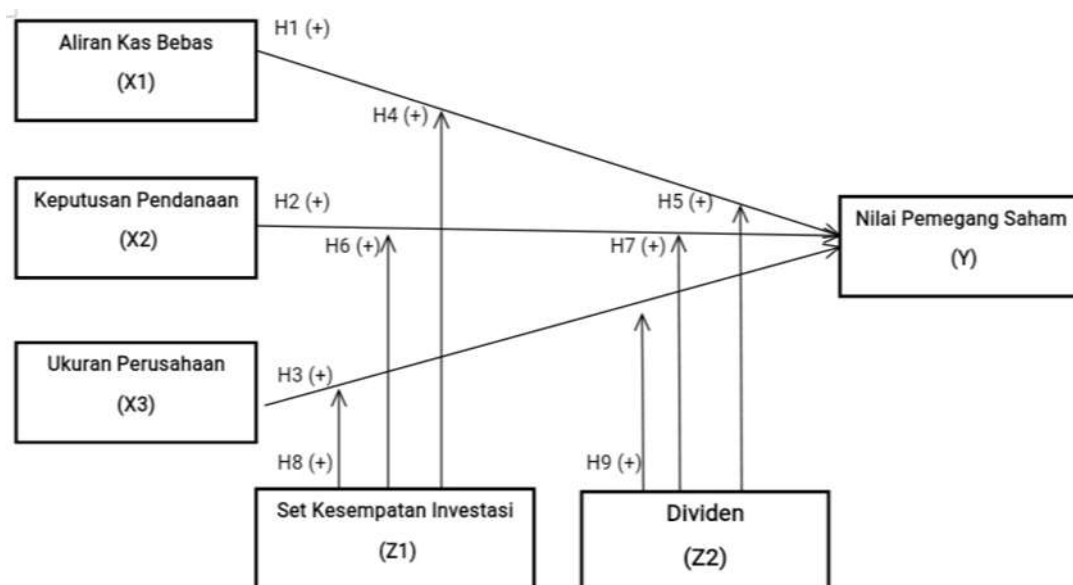
H8: Set Kesempatan Investasi dapat memoderasi pengaruh positif Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Dividen memoderasi Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham.

Dividen yaitu laba bersih perusahaan yang akan didistribusikan kepada para pemegang saham sesuai dengan kebijakan yang sudah diatur oleh perusahaan dan telah disepakati oleh para pemegang saham (Darmadji & Fakhrudin, 2001). Sedangkan Ukuran Perusahaan yaitu skala besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan total aktiva, jumlah penjualan, dan nilai saham (Widiastari & Yasa, 2018). Dividen digunakan untuk memperkuat variabel Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham.

Permintaan saham perusahaan yang meningkat mampu memicu meningkatnya harga saham di pasar modal. Besarnya Ukuran Perusahaan, diimbangi dengan pembayaran Dividen yang tinggi maka akan meningkatkan nilai perusahaan yang dalam penelitian ini diartikan Nilai Pemegang Saham akan meningkat. Dan juga menjaga nama baik perusahaan di mata para pemegang saham. Perusahaan yang semakin besar maka kegiatan operasionalnya juga akan semakin besar. Perusahaan berharap memperoleh keuntungan yang besar, akhirnya Dividen yang akan didistribusikan juga semakin tinggi yang tentunya akan meningkatkan Nilai Pemegang Saham. Dengan demikian, Dividen dapat memoderasi Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis ke sembilan penelitian adalah:

H9: Dividen dapat memoderasi pengaruh positif Ukuran Perusahaan terhadap nilai pemegang saham.



Gambar 2. Kerangka Pemikiran Teoritis

METODE

Jenis penelitian ini yaitu kuantitatif. Data yang dipakai dalam penelitian ini yaitu data sekunder *time series* dan sumber data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Berikut definisi operasional variabel:

Nilai Pemegang Saham

Nilai Pemegang Saham adalah apresiasi pasar saham jika harga saham di atas nilai buku per lembar saham (Munandar & Kusumawati, 2017). Nilai Pemegang Saham ialah nilai perusahaan dikurangi dengan jumlah utang. Dengan rumus (Munandar & Kusumawati, 2017):

$$SHV = \frac{(OS_{it} \times HPS_{it}) + \text{Ekuitas}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan:

SHV : *Shareholder Value*,

OS : *Out standing Share* (saham beredar)

HPS : Harga Penutupan Saham.

Aliran Kas Bebas

Aliran Kas Bebas yaitu sisa arus kas yang dihasilkan perusahaan pada akhir periode akuntansi, setelah dikurangi dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya (Utama & Gayatri, 2018). Dengan rumus (Ross, Westerfield, & Jordan, 2003):

$$\text{FCF Ratio} = \frac{\text{AKO} - \text{PM} - \text{MKB}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan:

FCF : *Free Cash Flow*,

AKO : Aliran Kas Operasi,

PM : Pengeluaran Modal,

MKB : Modal Kerja Bersih (aset lancar – kewajiban lancar)

Keputusan Pendanaan

Keputusan Pendanaan yaitu suatu keputusan yang diambil perusahaan mengenai kapabilitas perusahaan dalam melunasi hutangnya (Rusmanto et al., 2021). Pengukuran variabel Keputusan Pendanaan memakai *Debt to Equity Ratio* (DER). Dengan rumus (Rusmanto et al., 2021):

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

Keterangan:

DER = *Debt to Equity Ratio*

Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan memperlihatkan kapabilitas perusahaan dalam melaksanakan kegiatan operasional sehingga mampu meningkatkan pendapatan perusahaan (Sumartini, 2020). Dengan rumus:

$$\text{SIZE} = \text{Ln Total Aset}$$

LN : Logaritma Natural

Set Kesempatan Investasi

Menurut Hidayah (2015) menyatakan bahwa perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aset riil dan opsi investasi di masa depan (Hidayah, 2015). Set Kesempatan Investasi adalah variabel laten sehingga menggunakan proksi. Perhitungan Set Kesempatan Investasi menggunakan pendekatan *Marketto Book Value of Equity* (MBVE), pendekatan ini yang cocok untuk mengukur pertumbuhan perusahaan (Hidayah, 2015).

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

Dividen

Dividen memperlihatkan besar kecilnya laba perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham dengan perbandingan antara Dividen dan harga saham (Abdillah & Zakaria, 2021), dengan rumus yang digunakan :

$$\text{DY} = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Harga Penutupan Saham}}$$

Keterangan:

DY = Dividend Yield

Populasi pada penelitian ini yaitu seluruh perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun periode 2018-2020. Teknik pengambilan sampel yang digunakan pada penelitian ini yaitu sample jenuh. Pada penelitian ini, menggunakan 87 perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun periode 2018-2020. Adapun alat analisis penelitian ini menggunakan *moderated regression analysis*.

PEMBAHASAN

Penelitian ini telah lolos uji asumsi klasik, antara lain uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas serta uji autokorelasi. Setelah melewati semua uji asumsi klasik, diperoleh uji F berikut ini:

Tabel 1. Uji kelayakan Model ANOVA^a

	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	777,068	9	86,341	40,435	,000 ^b
	Residual	200,716	94	2,135		
	Total	977,784	103			

a. Dependent Variable: LN_Y

b. Predictors: (Constant), LN_Z2*X3, LN_X1, LN_Z2*X2, LN_Z1*X1, LN_X3, LN_Z1*X2, LN_X2, LN_Z1*X3, LN_Z2*X1

Sumber: Data olahan SPSS, 2022

Dari uji Anova atau F test (Uji Kelayakan) pada tabel 1 menunjukkan angka F hitung adalah 40,43 dengan signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi kurang dari 0,05, maka dapat dikatakan bahwa model regresi penelitian ini layak. Model pada penelitian ini mampu menjelaskan pengaruh variabel independen, dependen, dan moderasi. Adapun uji t dan uji moderasi ditampilkan dalam tabel 2.

Tabel 2. Uji Parsial atau Uji t Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	12,474	9,632		1,295	,198
	LN_X1	,108	,230	,034	,468	,641
	LN_X2	-2,013	,252	-,611	-7,979	,000
	LN_X3	-3,565	2,897	-,063	-1,230	,222
	LN_Z1*X1	,169	,131	,128	1,288	,201
	LN_Z1*X2	,048	,104	,035	,458	,648
	LN_Z1*X3	,572	,075	,816	7,647	,000
	LN_Z2*X1	,011	,077	,016	,136	,892
	LN_Z2*X2	-,150	,095	-,085	-1,586	,116
	LN_Z2*X3	-,015	,055	-,031	-,276	,783

a. Dependent Variable: LN_Y

Sumber: Data olahan SPSS, 2022

Pengaruh Aliran Kas Bebas berpengaruh terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis pertama pada riset ini merupakan Aliran Kas Bebas berpengaruh signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham. Diketahui pada tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $0,468 < t_{tabel} 1,651071$ dengan besaran signifikansi $0,641 > 0,05$. Hal itu menjelaskan bahwa variabel Aliran Kas Bebas tidak memengaruhi variabel Nilai Pemegang Saham.

Aliran kas bebas dalam penelitian ini tidak mempengaruhi nilai pemegang saham yang ditunjukkan pada beberapa sampel perusahaan yaitu perusahaan FKS Food Sejahtera Tbk. (AISA) menunjukkan tingginya aliran kas bebas, nilai pemegang sahamnya juga tinggi. Perusahaan Midi Utama Indonesia Tbk. (MIDI) menunjukkan rendahnya aliran kas bebas, nilai pemegang saham juga rendah. Perusahaan Charoen Pokphand Indonesia Tbk. (CPIN) menunjukkan Aliran Kas Bebas rendah, Nilai Pemegang Sahamnya tinggi. Dan perusahaan Campina Ice Cream Industry Tbk. (CAMP) menunjukkan Aliran Kas Bebas rendah, Nilai Pemegang Sahamnya juga rendah.

Aliran Kas Bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam mewujudkan *return* yang tinggi lewat harga saham atau laba ditahan untuk dibagikan kepada pemegang saham. Dengan Aliran Kas Bebas yang tinggi bisa mewujudkan respon pasar yang positif sehingga nilai saham yang ditawarkan menjadi tinggi pula. Pada perusahaan FKS Food Sejahtera Tbk. (AISA) peningkatan Aliran Kas Bebas berasal dari Aliran Kas Bebas yang dimanfaatkan untuk aktivitas investasi. Hal ini terjadi karena tidak adanya pencairan aset keuangan lancar lainnya serta menurunnya aset tetap dan perangkat lunak perseroan. Perusahaan melakukan return ke pemegang saham secara optimal, dengan pertimbangan kebutuhan modal masa depan. Pemberian pengembalian yang tepat akan membuat perusahaan berkembang maju dan meningkatkan Nilai Pemegang Saham serta berakibat pada harga saham di pasar modal juga akan meningkat dan akan menarik minat para investor, sehingga membuat Nilai Pemegang Saham semakin tinggi.

Berbeda yang terjadi di perusahaan Campina Ice Cream Industry Tbk. (CAMP), Aliran Kas Bebas menurun yang disebabkan oleh tidak adanya pembayaran Dividen sehingga menyebabkan penurunan nilai kas bersih. Manajemen memiliki cara untuk mengelola manajemen risiko secara terintegrasi, optimal, dan berkesimbangan. Tidak adanya pembayaran dividen tersebut berdampak pada Nilai Pemegang Saham yang rendah, sehingga perusahaan mengalami penurunan modal.

Berdasarkan penjelasan di atas, menunjukkan bahwa tinggi rendahnya aliran kas bebas tidak mempengaruhi Nilai Pemegang Saham. Hal ini sama dengan penelitian (Rozinah & Asyik, 2021) yang menemukan bahwa aliran kas bebas tidak mempengaruhi nilai pemegang saham.

Pengaruh Keputusan Pendanaan Berpengaruh Terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis kedua pada riset ini yaitu Keputusan Pendanaan berpengaruh negatif terhadap Nilai Pemegang Saham. Diketahui pada tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $-7,979 < t_{tabel} 1,651071$ dengan angka signifikansi $0,000 < 0,05$. Hal tersebut memperlihatkan bahwa variabel Keputusan Pendanaan berpengaruh negatif terhadap variabel Nilai Pemegang Saham.

Jika keputusan pembiayaan lewat hutang semakin besar, maka pemegang saham akan memandang perusahaan memiliki beban biaya bunga yang tinggi. Apabila biaya yang ditanggung perusahaan tinggi, berakibat pada laba perusahaan yang berkurang dan akhirnya berakibat juga pada nilai pemegang saham juga berkurang. Hal ini sesuai penelitian Al-najjar (2009) yang menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Berpengaruh Terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis ketiga pada riset ini merupakan Ukuran Perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham. Diketahui pada tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $-1,230 < t_{tabel} 1,651071$ dengan nilai signifikansi $0,222 > 0,05$. Hal tersebut menjelaskan bahwa variabel Ukuran Perusahaan tidak memengaruhi Nilai Pemegang Saham.

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini tidak mempengaruhi nilai pemegang saham yang ditunjukkan pada beberapa sampel perusahaan yaitu Sukses Makmur Tbk (INDF) menunjukkan Ukuran Perusahaan tinggi, Nilai Pemegang Saham tinggi. Perusahaan Supra Boga Lestari Tbk. (RANC) menunjukkan Ukuran Perusahaan tinggi, Nilai Pemegang Saham rendah. Perusahaan Era Mandiri Cermelang Tbk (IKAN) menunjukkan Ukuran Perusahaan rendah, Nilai Pemegang Saham rendah. Serta perusahaan Sumber Alfaria Trijaya Tbk. (AMRT) menunjukkan Ukuran Perusahaan rendah, Nilai Pemegang Saham tinggi.

Ukuran Perusahaan mampu menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya serta meningkatkan pendapatannya (Sumartini, 2020). Sebuah perusahaan besar kemungkinan besar akan menyerahkan return yang tinggi terhadap pemegang saham, yang menaikkan nilai pemegang saham. Perusahaan Sukses Makmur Tbk (INDF) merupakan perusahaan besar bisa terlihat dari jumlah asset yang dimiliki perusahaan tersebut. Total asset yang dimiliki perusahaan Sukses Makmur Tbk (INDF) senilai Rp.163.136.516.000.000, sedangkan pada perusahaan Era Mandiri Cermelang Tbk (IKAN) total asset yang dimiliki sebesar Rp.81.315.831.386.

Ukuran Perusahaan yang besar tidak selamanya dapat menyakinkan para pemegang saham untuk menanamkan modalnya untuk aktivitas operasional perusahaan. Oleh karena itu, besar kecilnya Ukuran Perusahaan tidak menjamin suatu perusahaan akan memberikan pengembalian yang tinggi kepada pemegang saham.

Dari uraian di atas kesimpulannya adalah besar kecilnya perusahaan tidak memengaruhi Nilai Pemegang Saham. Hasil tersebut tidak sejalan dengan penelitian (Handarini, 2018) yang mengatakan bahwa Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Set Kesempatan Investasi Memoderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis keempat pada riset ini adalah set kesempatan investasi dengan Aliran Kas Bebas tidak memengaruhi Nilai Pemegang Saham. Diketahui pada tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $1,288 < t_{tabel} 1,651071$ dengan nilai signifikansi $0,0201 > 0,05$. Hal tersebut menjelaskan bahwa variabel Set Kesempatan Investasi dengan Aliran Kas Bebas tidak memengaruhi Nilai Pemegang Saham.

Dalam penelitian ini, ditunjukkan beberapa sampel perusahaan yaitu perusahaan FKS Food Sejahtera Tbk. (AISA) menunjukkan Aliran Kas Bebas tinggi, Nilai Pemegang Saham tinggi, set kesempatan investasi rendah. Perusahaan Midi Utama Indonesia Tbk. (MIDI) menunjukkan Aliran Kas Bebas rendah, Nilai Pemegang Saham rendah, Set Kesempatan Investasi yang tinggi. Perusahaan Charoen Pokphand Indonesia Tbk. (CPIN) menunjukkan Aliran Kas Bebas rendah, Nilai Pemegang Saham tinggi, Set Kesempatan Investasi tinggi. Dan perusahaan Campina Ice Cream Industry Tbk. (CAMP) menunjukkan Aliran Kas Bebas rendah, Nilai Pemegang Saham rendah, Set Kesempatan Investasi juga rendah.

Salah satu perusahaan FKS Food Sejahtera Tbk. (AISA) peningkatan Aliran Kas Bebas berasal dari Aliran Kas Bebas yang dimanfaatkan untuk aktivitas investasi. Hal ini terjadi karena tidak adanya pencairan aset keuangan lancar lainnya serta menurunnya aset tetap dan perangkat lunak perseroan. Aliran Kas Bebas mengalami peningkatan namun tidak dengan Set Kesempatan Investasi. Peluang yang disediakan perusahaan tersebut cukup kecil, sehingga Set Kesempatan Investasi tidak mampu memperkuat Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham. Set Kesempatan Investasi belum memberikan signal positif kepada pemegang saham terkait prospek perusahaan di masa depan, akibatnya Nilai Pemegang Saham menjadi rendah.

Perusahaan Midi Utama Indonesia Tbk. (MIDI) Aliran Kas Bebas mengalami penurunan yang disebabkan oleh perolehan aset tetap. Hal tersebut membuat perusahaan cukup mengeluarkan biaya yang banyak untuk perolehan aset tersebut. Peluang investasi yang disediakan perusahaan tersebut juga banyak, karena perusahaan memiliki prospek yang baik di masa depan. Sehingga memikat para pemegang saham untuk menanamkan modalnya diperusahaan tersebut, yang berakibat ada meningkatnya Nilai Pemegang Saham.

Dari uraian diatas, kesimpulannya adalah tinggi rendahnya Set Kesempatan Investasi tidak dapat menguatkan Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian Arieska & Gunawan (2011) yang mengatakan bahwa Set Kesempatan Investasi tidak mampu memperkuat Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Dividen Memoderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis kelima pada riset ini adalah Dividen dengan Aliran Kas Bebas tidak mempengaruhi Nilai Pemegang Saham. Diketahui pada tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $0,136 < t_{tabel} 1,651071$ dengan angka signifikansi $0,892 > 0,05$. Hal itu menggambarkan bahwa variabel Dividen dengan Aliran Kas Bebas tidak mempengaruhi Nilai Pemegang Saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan Aliran Kas Bebas tidak mempengaruhi Nilai Pemegang Saham. Hasil tersebut diperkuat dengan beberapa sampel perusahaan yaitu perusahaan FKS Food Sejahtera Tbk. (AISA) menunjukkan Aliran Kas Bebas yang tinggi, Nilai Pemegang Sahamnya tinggi, Dividen rendah. Perusahaan Midi Utama Indonesia Tbk. (MIDI) menunjukkan Aliran Kas Bebas rendah, Nilai Pemegang Saham rendah, Dividen tinggi. Perusahaan Charoen Pokphand Indonesia Tbk. (CPIN) menunjukkan Aliran Kas Bebas rendah, Nilai Pemegang Saham tinggi, Dividen tinggi. Dan perusahaan Campina Ice Cream Industry Tbk. (CAMP) menunjukkan Aliran Kas Bebas rendah, Nilai Pemegang Saham rendah, Dividen juga rendah.

Salah satu perusahaan FKS Food Sejahtera Tbk. (AISA) peningkatan Aliran Kas Bebas berasal dari Aliran Kas Bebas yang dimanfaatkan untuk aktivitas investasi. Hal ini terjadi karena tidak adanya pencairan aset keuangan lancar lainnya serta menurunnya aset tetap dan perangkat lunak perseroan. Namun, selama periode penelitian perusahaan tersebut tidak membagikan Dividen. Dividen tidak dibagikan karena pada RUPS tidak menyetujui adanya Dividen yang akan dibagikan. Sehingga Dividen tidak mampu memperkuat Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham.

Perusahaan Charoen Pokphand Indonesia Tbk. (CPIN) Aliran Kas Bebas mengalami penurunan yang disebabkan oleh perolehan aset tetap. Hal tersebut membuat perusahaan cukup mengeluarkan biaya yang banyak untuk perolehan aset tersebut. Walaupun Aliran Kas Bebas rendah, namun perusahaan tetap membagikan Dividen kepada pemegang saham diperusahaannya dengan menyesuaikan keuangan yang dimiliki perusahaan. Dengan pertimbangan yang demikian membuat Nilai Pemegang Saham diperusahaan tersebut cukup tinggi.

Berdasarkan uraian diatas, kesimpulannya adalah tinggi rendahnya Dividen tidak dapat memperkuat Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham. Hal ini sesuai dengan penelitian dari Ariyanti et al. (2019) yang mengatakan bahwa hasil tidak signifikan diakibatkan oleh manajer lebih memilih untuk melakukan ekspansi memakai Aliran Kas Bebas yang tersedia agar aktivitas investasi bisa terus dilakukan dari pada membayarkan sisa dana tersebut kepada para pemegang saham.

Pengaruh Set Kesempatan Investasi Memoderasi Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis keenam pada riset ini merupakan set kesempatan investasi dengan Keputusan Pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham. Diketahui pada tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $0,458 < t_{tabel} 1,651071$ dengan angka signifikansi $0,648 > 0,05$. Hal itu menggambarkan bahwa variabel Set Kesempatan Investasi dengan Keputusan Pendanaan tidak mempengaruhi Nilai Pemegang Saham.

Data beberapa sampel perusahaan yang mendukung Set Kesempatan Investasi tidak mempengaruhi Nilai Pemegang Saham yaitu perusahaan H.M Sampoerna Tbk (HMSP) menunjukkan Keputusan Pendanaan tinggi dan Nilai Pemegang Saham juga tinggi, Set Kesempatan Investasi tinggi. Perusahaan PP London Sumatra Indonesia Tbk. (LSIP) menunjukkan Keputusan Pendanaan rendah, Nilai Pemegang Sahamnya tinggi, Set Kesempatan Investasi rendah. Perusahaan Estika Tata Tiara Tbk. (BEEF) menunjukkan Keputusan Pendanaan tinggi, Nilai Pemegang Saham rendah, Set Kesempatan Investasi tinggi. Dan perusahaan Bakrie Sumatra Plantations Tbk. (UNSP) menunjukkan Keputusan Pendanaan rendah dan Nilai Pemegang Saham juga rendah, Set Kesempatan Investasi rendah.

Set Kesempatan Investasi yaitu peluang adanya investasi yang disediakan perusahaan di masa depan (Hidayah, 2015). Salah satu perusahaan H.M Sampoerna Tbk (HMSP) melakukan Keputusan Pendanaan untuk pembayaran Dividen kepada pemegang saham disesuaikan total modal yang dimiliki atau dengan penerbitan saham baru atau dengan menjual aset untuk mengurangi utang. Dengan adanya Set Kesempatan Investasi yang disediakan perusahaan dapat

mempermudah perusahaan untuk memperoleh modal tambahan untuk kegiatan perusahaanan. Karena terpenuhinya kewajiban dapat mencerminkan kemampuan perusahaan yang kuat dalam membiayai kegiatan operasional secara keseluruhan. Sehingga Set Kesempatan Investasi tinggi dengan Keputusan Pendanaan tinggi akan meningkatkan Nilai Pemegang Saham.

Perusahaan Estika Tata Tiara Tbk. (BEEF) ketersediaan pendanaan yang sudah ada digunakan untuk mendanai belanja modal serta melunasi kewajiban yang jatuh tempo. Perusahaan cenderung lebih menggunakan hutang untuk kegiatan operasi perusahaan dibanding dengan membagikannya kepada pemegang saham, sehingga membuat Nilai Pemegang Saham rendah.

Dari penjelasan di atas, tinggi rendahnya Set Kesempatan Investasi tidak bisa memperkuat Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Hal tersebut mendukung riset dari Ariyanti et al. (2019) yang mengatakan bahwa Set Kesempatan Investasi diyakini masih belum bisa mendeteksi kesempatan investasi apakah bernilai positif atau negatif. Ketidakpastian tersebut mengakibatkan manajer lebih memilih hutang sebagai sumber pendanaan utama untuk proyek jangka panjang dalam rangka meningkatkan Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Dividen Memoderasi Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis ketujuh pada riset ini yaitu Dividen dengan Keputusan Pendanaan tidak memengaruhi Nilai Pemegang Saham. Diketahui pada tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $-1,586 < t_{tabel} 1,651071$ dengan nilai signifikansi $0,116 > 0,05$. Hal tersebut menjelaskan bahwa variabel Dividen dengan Keputusan Pendanaan tidak memengaruhi variabel Nilai Pemegang Saham.

Data penelitian ini mendukung hasil penelitian yang menunjukkan bahwa Keputusan Pendanaan tidak mempengaruhi Nilai Pemegang Saham, yang ditunjukkan beberapa sampel perusahaan yaitu perusahaan Gudang Garam Tbk (GGRM) menunjukkan Keputusan Pendanaan tinggi, Nilai Pemegang Saham juga tinggi, Dividen tinggi. Perusahaan PP London Sumatra Indonesia Tbk. (LSIP) menunjukkan Keputusan Pendanaan rendah, Nilai Pemegang Sahamnya tinggi, Dividen tinggi. Perusahaan Estika Tata Tiara Tbk. (BEEF) menunjukkan Keputusan Pendanaan tinggi, Nilai Pemegang Saham rendah, Dividen tinggi. Dan perusahaan Bakrie Sumatra Plantations Tbk. (UNSP) menunjukkan Keputusan Pendanaan rendah, Nilai Pemegang Saham rendah, Dividen juga rendah.

Salah satu perusahaan Gudang Garam Tbk (GGRM) melakukan pembayaran Dividen terhadap pemegang saham disesuaikan jumlah modal yang dimiliki atau dengan penerbitan saham baru atau dengan menjual aset untuk mengurangi utang. Perusahaan melakukan pembayarn Dividen tertinggi sebesar Rp. 2.600 per lembar sahamnya pada tahun 2020 dalam periode penelitian. Perusahaan tidak mempergunakan pendanaan melalui hutang sebagai alternatif pembayaran Dividen kepada pemegang saham. Karena terpenuhinya kewajiban dapat mencerminkan kemampuan perseroan yang kuat dalam membiayai kegiatan operasional secara keseluruhan dengan sumber internal perusahaan. Dengan itu, Keputusan Pendanaan bernilai tinggi, maka Nilai Pemegang Saham juga akan tinggi, sehingga Dividen yang dibagikan juga tinggi.

Perusahaan Bakrie Sumatra Plantations Tbk. (UNSP) ketersediaan pendanaan yang sudah ada digunakan untuk mendanai belanja modal serta melunasi kewajiban yang jatuh tempo. Perusahaan cenderung lebih menggunakan hutang untuk kegiatan operasi perusahaan dibanding dengan membagikannya kepada pemegang saham, sehingga membuat Nilai Pemegang Saham rendah. Pembagian Dividen lewat hutang diyakini kurang sesuai sebab sifatnya yang jangka pendek sehingga perusahaan lebih memilih untuk menambah investasi dan ekspansi usaha melalui hutang demi kepentingan jangka panjang yang lebih dapat meningkatkan harga saham serta Nilai Pemegang Saham. Dengan demikian, Dividen tidak dapat memperkuat Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Sebab Keputusan Pendanaan memanfaatkan hutang digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan, bukan untuk membayar Dividen.

Berdasarkan uraian diatas, kesimpulannya adalah tinggi rendahnya Dividen tidak dapat memperkuat Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Hal tersebut sesuai dengan riset dari Ariyanti et al. (2019) yang mengatakan bahwa pembagian dividen menggunakan hutang diyakini kurang sesuai sebab sifatnya yang jangka pendek sehingga perusahaan lebih memilih untuk meningkatkan investasi dan ekspansi usaha melalui hutang demi kepentingan jangka panjang yang lebih dapat meningkatkan harga saham di masa depan.

Pengaruh Set Kesempatan Investasi memoderasi Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis kedelapan dalam riset ini yaitu set kesempatan investasi dengan Ukuran Perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham. Diketahui dalam tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $7,647 > t_{tabel} 1,651071$ dengan angka signifikansi $0,000 < 0,05$. Hal tersebut memperlihatkan bahwa variabel Set Kesempatan Investasi dengan Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap variabel Nilai Pemegang Saham.

Set Kesempatan Investasi merupakan peluang adanya investasi yang disediakan perusahaan di masa depan (Hidayah, 2015). Perusahaan Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF) yaitu perusahaan yang memiliki ukuran besar, kesempatan investasi yang disediakan perusahaan tersebut akan jauh lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang ukurannya lebih kecil seperti perusahaan Era Mandiri Cermelang Tbk (IKAN). Dengan melihat besar kecilnya Ukuran Perusahaan, membuat para pemegang saham cenderung memilih perusahaan dengan ukuran yang besar. Karena Ukuran Perusahaan dapat menunjukkan seberapa tinggi kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya serta meningkatkan pendapatan perusahaan. Adanya peluang investasi yang disediakan oleh perusahaan besar dapat menarik para minat investor. Sehingga Set Kesempatan Investasi bisa memperkuat Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham.

Pengaruh Dividen Memoderasi Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham

Hipotesis kesembilan pada riset ini adalah Dividen dengan Ukuran Perusahaan tidak memengaruhi Nilai Pemegang Saham. Diketahui pada tabel hasil uji t besarnya nilai t_{hitung} adalah $-0,276 < t_{tabel} 1,651071$ dengan angka signifikansi $0,783 > 0,05$. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel Dividen dengan Ukuran Perusahaan tidak memengaruhi Nilai Pemegang Saham.

Data yang mendukung hasil tersebut antara lain Sukses Makmur Tbk (INDF) menunjukkan Ukuran Perusahaan tinggi, Nilai Pemegang Saham tinggi, Dividen tinggi. Perusahaan Supra Boga Lestari Tbk. (RANC) menunjukkan Ukuran Perusahaan tinggi, Nilai Pemegang Saham rendah, Dividen tinggi. Perusahaan Era Mandiri Cermelang Tbk (IKAN) menunjukkan Ukuran Perusahaan rendah, Nilai Pemegang Saham rendah, Dividen rendah. Dan perusahaan Sumber Alfaria Trijaya Tbk. (AMRT) menunjukkan Ukuran Perusahaan rendah, Nilai Pemegang Saham tinggi, Dividen tinggi.

Salah satu perusahaan berukuran besar seperti Sukses Makmur Tbk (INDF) membagikan Dividen tertinggi sebesar Rp. 278 per lembar sahamnya pada tahun 2020 dalam periode penelitian kepada setiap pemegang sahamnya. Namun, perusahaan Era Mandiri Cermelang Tbk (IKAN) yang merupakan perusahaan berukuran kecil, sehingga perusahaan tidak membayarkan Dividen kepada pemegang sahamnya. sebab perusahaan lebih memilih untuk meningkatkan investasi dan ekspansi usaha demi kepentingan jangka panjang perusahaan. Selain faktor internal perusahaan, faktor eksternal perusahaan juga turut berpengaruh terhadap pembagian Dividen. seperti kondisi ekonomi suatu negara yang ditinggali. Hal ini mengakibatkan Dividen tidak dapat memperkuat Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham. Hal tersebut membuat Nilai Pemegang Saham turun dan harga saham di pasar modal juga mengalami penurunan. Maka hipotesis H9 ditolak, hal ini tidak sesuai dengan analisis hipotesis di atas.

SIMPULAN DAN SARAN

Dari olah data yang sudah dilakukan dengan pemanfaatan program SPSS 25, maka bisa disimpulkan berikut ini:

1. Nilai pemegang saham diperusahaan manufaktur sektor industry barang konsumsi periode 2018-2020 tidak dipengaruhi oleh Aliran Kas Bebas (X1). Tinggi rendahnya Aliran Kas Bebas tidak ada pengaruhnya terhadap nilai pemegang saham.
2. Nilai pemegang saham diperusahaan manufaktur sektor industry barang konsumsi periode 2018-2020 diengaruhi oleh Keputusan Pendanaan (X2). Tinggi rendahnya Keputusan Pendanaan mempengaruhi Nilai Pemegang Saham.
3. Ukuran Perusahaan (X3) tidak mempengaruhi Nilai Pemegang Saham di perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi periode 2018-2020. Ukuran Perusahaan tidak mencerminkan Nilai Pemegang Saham yang tinggi.
4. Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi periode 2018-2020 tidak mampu dimoderasi oleh setkesempatan investasi. Tinggi rendahnya Set Kesempatan Investasi tidak bisa memperkuat Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham.
5. Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi periode 2018-2020 tidak mampu dimoderasi oleh dividen. Tinggi rendahnya Dividen tidak bisa memperkuat Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham.
6. Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham di perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi periode 2018-2020 tidak mampu dimoderasi oleh set kesempatan

investasi. Tinggi rendahnya Set Kesempatan Investasi tidak bisa memperkuat Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham.

7. Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi periode 2018-2020 tidak mampu dimoderasi oleh dividen. Tinggi rendahnya Dividen tidak bisa memperkuat Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham.
8. Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi periode 2018-2020 mampu dimoderasi oleh set kesempatan investasi. Semakin tinggi Set Kesempatan Investasi menandakan besarnya Ukuran Perusahaan dan tingginya Nilai Pemegang Saham.
9. Dividen tidak mampu memoderasi Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi periode 2018-2020. Tinggi rendahnya Dividen tidak bisa memperkuat Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Pemegang Saham.

Dari uraian kesimpulan diatas, saran-saran yang dapat peneliti sampaikan agar dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam melakukan penelitian yang serupa di masa depan serta hendak melakukan kegiatan investasi adalah sebagai berikut:

1. Ketika melakukan penelitian sejenis dapat diperluas jangkauan penelitiannya. Hal tersebut dapat berupa indikator, objek, jumlah sampel serta periode penelitian agar data yang digunakan lebih *update* dari penelitian sebelumnya.
2. Bagi para investor dapat memperhatikan Aliran Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, Ukuran Perusahaan, serta faktor lain seperti Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai bahan untuk mempertimbangkan keputusan dalam berinvestasi, yang tentunya yang bisa meningkatkan Nilai Pemegang Saham diperusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdillah, P. N., & Zakaria, H. M. (2021). Pengaruh Earning Per Share dan Dividen Per Share Terhadap Harga Saham. *Jurnal Dinamika Ekonomi Dan Bisnis*, 18(1), 13–24.
- Al-najjar, B. (2009). Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. *Studies in Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1108/10867370910974017>
- Arieska, M., & Gunawan, B. (2011). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 13(1), 13–23.
- Ariyanti, I., Askandar, N. S., & Mahsuni, A. W. (2019). Faktor yang Mempengaruhi Nilai Pemegang Saham dengan dimoderasi Set Kesempatan Investasi dan Dividen. *E-JRS*, 08(01), 90–104.
- Auliyak, I., & Nahar, A. (2021). Analisis Creative Accounting sebagai Variabel Moderasi dalam pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Akuntansi Terapan (JIMAT)*, 12(2), 152–162.
- Darmadji, T., & Fakhruddin, H. M. (2001). *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.

- Darmadji, T., & Fakhrudin, H. M. (2012). *Pasar Modal Di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab* (Edisi 3). Jakarta: Salemba Empat.
- Handarini, D. (2018). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Penciptaan Nilai Pemegang Saham Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmiah Wahana Akuntansi*, 13(2), 157–175.
- Hidayah, N. (2015). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Property dan Real Estat di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, XIX(03), 420–432.
- Munandar, B. T., & Kusumawati, R. (2017). Pengaruh Aliran Kas Bebas Dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 8(1), 124–141.
- Nasrudin, A. (2019). Nilai Pemegang Saham. Retrieved from <https://cerdasco.com/nilai-pemegang-saham/>
- Oktavia, E. (2018). Pengaruh Personal Cost, Komitmen Organisasi, Sensitivitas Etis dan Machiavellian terhadap Minat melakukan Whistleblowing. *JOM FEB*, 1(1), 1–15.
- Rohmaniyah, A., & Nahar, A. (2018). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan melalui Pengungkapan Islamic Sosial Reporting sebagai Variable Moderasi (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar di JII Pada Tahun 2017-. *Jurnal Rekognisi Akuntansi*, 3, 95–111.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*. North America: McGraw-Hill Irwin.
- Rozinah, E. H., & Asyik, N. F. (2021). Dampak Set Kesempatan Investasi pada Pengaruh Aliran Kas Bebas, Keputusan Pendanaan, dan Keputusan Operasi Terhadap Nilai Pemegang Saham. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 10(5).
- Rusmanto, Saputra, I., & Rahmawati, L. (2021). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Dinamika Ekonomi Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 14(2), 385–402.
- Sumartini, E. (2020). Pengaruh Struktur Modal , Ukuran Perusahaan dan Pendidikan Dewan Komisaris Terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Dinamika Ekonomi Dan Bisnis*, 17(02), 143–149.
- Susanto, Y. K. (2011). Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(3), 195–210.
- Utama, N. P. S. P., & Gayatri. (2018). Pengaruh Profitabilitas , Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 22(2), 976–1003.
- Widiastari, P. A., & Yasa, G. W. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 23(2), 957–981.
- Yuniartha, L. (2019). Ini Upaya Pemerintah untuk Menarik Investasi. Retrieved from <https://nasional.kontan.co.id/news/ini-upaya-pemerintah-untuk-menarik-investasi>