

**PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS DAN KEBIJAKAN
DIVIDEN TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN MELALUI
SET KESEMPATAN INVESTASI SEBAGAI VARIABEL
MODERASI
(STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN SEKTOR *CONSUMER NON
CYCLICALS* YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA TAHUN 2019-2022)**

SKRIPSI

Oleh
SYANIA MAHRUS SALSABILA
NIM: G92219123



**UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A**

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN AMPEL SURABAYA**

2023

PERNYATAAN

Saya, Syania Mahrus Salsabila, G92219123, menyatakan bahwa:

1. Skripsi saya ini asli dan benar-benar hasil karya saya sendiri, dan bukan hasil karya orang lain dengan mengatasnamakan saya, serta bukan merupakan hasil peniruan atau penjiplakan dari karya orang lain. Skripsi ini belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik baik di UIN Sunan Ampel Surabaya maupun diperguruan tinggi lainnya.
2. Di dalam skripsi ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya, dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya tulis skripsi ini, serta sanksi-sanksi lainnya sesuai dengan norma dan peraturan yang berlaku di UIN Sunan Ampel Surabaya.

Surabaya, 1 Juni 2023



Syania Mahrus Salsabila

NIM. G92219123

LEMBAR PERSETUJUAN

Surabaya, 24 Mei 2023

**PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP
KEPUTUSAN PENDANAAN MELALUI SET KESEMPATAN INVESTASI SEBAGAI
VARIABEL MODERASI
(STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN SEKTOR *CONSUMER NON CYCLICAL* YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2019-2022)**

Diajukan oleh:

SYANIA MAHRUS SALSABILA

NIM : G92219123

Skripsi telah selesai dan siap untuk diuji



Nufaisa, M. Ak.

NIP. 198907312019032014



Dr. Mazro'atus Sa'adah, M. Ag.

NIP. 197708272005012002

LEMBAR PENGESAHAN

**PENGARUH ALIRAN KAS BEBAS DAN KEBIJAKAN
DIVIDEN TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN MELALUI
SET KESEMPATAN INVESTASI SEBAGAI VARIABEL
MODERASI
(STUDI EMPIRIS PERUSAHAAN SEKTOR *CONSUMER NON
CYCLICALS* YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA TAHUN 2019-2022)**

Oleh

Syania Mahrus Salsabila

NIM: G92219123

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 13 Juni 2023 dan
dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima

Susunan Dewan Penguji:

1. Nufaisa, S.Sos.I, M.Ak.
NIP. 198907312019032014
(Penguji 1)
2. Ade Irma Suryani Lating, M.S.A., CSRS.
NIP. 199110012019032020
(Penguji 2)
3. Ratna Anggraini Aripriatiwi, S.E., M.S.A., Ak., CA.
NIP. 198905282019032014
(Penguji 3)
4. Debby Nindya Istiandari, M.E.
NIP. 199512142022032002
(Penguji 4)

Tanda Tangan:


.....

.....

.....

.....

Surabaya, 28 Juni 2023



Dr. Saiful Arifin, S.Ag., S.S., M.E.I.
NIP. 197005142000031001



UIN SUNAN AMPEL
SURABAYA

KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN AMPEL SURABAYA
PERPUSTAKAAN

Jl. Jend. A. Yani 117 Surabaya 60237 Telp. 031-8431972 Fax.031-8413300

E-Mail: perpus@uinsby.ac.id

LEMBAR PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
KARYA ILMIAH UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademika UIN Sunan Ampel Surabaya, yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama : Syania Mahrus Salsabila
 NIM : G92219123
 Fakultas/Jurusan : Akuntansi
 E-mail address : syaniamahrus@gmail.com

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya, Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif atas karya ilmiah :

Sekripsi Tesis Desertasi Lain-lain (.....)
 yang berjudul :

Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan melalui

Set Kesempatan Investasi sebagai Variabel Moderasi (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor

Consumer Non Cyclical yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2022)

beserta perangkat yang diperlukan (bila ada). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya berhak menyimpan, mengalih-media/format-kan, mengelolanya dalam bentuk pangkalan data (database), mendistribusikannya, dan menampilkan/mempublikasikannya di Internet atau media lain secara *fulltext* untuk kepentingan akademis tanpa perlu meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan atau penerbit yang bersangkutan.

Saya bersedia untuk menanggung secara pribadi, tanpa melibatkan pihak Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya, segala bentuk tuntutan hukum yang timbul atas pelanggaran Hak Cipta dalam karya ilmiah saya ini.

Demikian pernyataan ini yang saya buat dengan sebenarnya.

Surabaya, 25 Juni 2023

Penulis

(Syania Mahrus Salsabila)

ABSTRAK

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang ditetapkan oleh manajer untuk kelangsungan hidup perusahaan dalam mendanai kegiatan operasionalnya. Keputusan ini berhubungan dengan laba perusahaan berupa modal ataupun dividen. Sehingga beberapa indikator seperti arus kas dan investasi berpengaruh terhadap pengambilan keputusan dalam alokasi dana perusahaan.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh aliran kas bebas dan kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi di perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2019-2022. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder yang terdiri dari laporan keuangan perusahaan yang berada di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *website* resmi perusahaan. Jumlah sampel penelitian ini sebanyak 84 perusahaan yang diperoleh melalui metode *purposive sampling*. Jenis data penelitian ini adalah data panel yang diolah melalui *software Eviews* versi 12 serta menggunakan analisis regresi data panel dan uji interaksi moderasi berupa *Moderated Regression Analysis (MRA)*.

Hasil dari penelitian ini adalah aliran kas bebas memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan. Hasil dari penelitian ini juga menyatakan bahwa set kesempatan investasi dapat memperkuat pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan. Namun kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, dan set kesempatan investasi memperlemah pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan.

Penelitian ini memberikan informasi yang berhubungan dengan komponen keuangan sehingga perusahaan ataupun manajer keuangan dapat lebih memperhatikan sistem keuangan yang digunakan agar hasil dari kinerja perusahaan dapat dialokasikan sesuai dengan prioritas dan kebutuhan.

Kata kunci: Aliran Kas Bebas, Kebijakan Dividen, Keputusan Pendanaan, Set Kesempatan Investasi, *Consumer Non Cyclicals*.

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

ABSTRACT

Funding decisions are decisions made by managers for the survival of the company in funding its operational activities. This decision relates to company profits in the form of capital or dividends. So that several indicators such as cash flow and investment affect decision making in the allocation of company funds.

This research was conducted to examine the effect of free cash flow and dividend policy on funding decisions with a set of investment opportunities as a moderating variable in consumer non-cyclicals sector companies listed on the IDX in 2019-2022. This study uses a quantitative approach using secondary data consisting of company financial statements that are on the IDX and the company's official website. The number of samples in this study were 84 companies obtained through purposive sampling method. The type of data from this study is panel data which is processed through Eviews software version 12 and uses panel data regression analysis and moderation interaction test in the form of Moderated Regression Analysis (MRA).

The result of this study is that free cash flow has an influence on funding decisions. The results of this study also state that investment opportunity sets can strengthen the effect of free cash flow on funding decisions. But the dividend policy has no effect on funding decisions, and the investment opportunity set weakens the effect of dividend policy on funding decisions.

This research provides information related to the financial component so that companies or financial managers can pay more attention to the financial system used so that the results of company performance can be allocated according to priorities and needs.

Keywords: Free Cash Flow, Dividend Policy, Funding Decisions, Investment Opportunity Sets, Consumer Non Cyclicals.

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
<i>DECLARATION</i>	<i>v</i>
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	vi
KATA PENGANTAR	vii
ABSTRAK	x
<i>ABSTRACT</i>	<i>xi</i>
DAFTAR ISI	xii
DAFTAR TABEL	xvi
DAFTAR GAMBAR	xvii
DAFTAR LAMPIRAN	xviii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian	13
1.4 Manfaat Penelitian	13
1.4.1 Manfaat Teoritis	13
1.4.2 Manfaat Praktis	14
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	16
2.1 Kajian Teori	16
2.1.1 Teori Agensi.....	16

2.1.2 Teori Sinyal.....	18
2.1.3 Aliran Kas Bebas.....	22
2.1.4 Kebijakan Dividen	24
2.1.5 Keputusan Pendanaan	26
2.1.6 Set Kesempatan Investasi.....	29
2.2 Penelitian Terdahulu	33
2.3 Pengembangan Hipotesis	38
2.3.1 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan	38
2.3.2 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan	39
2.3.3 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi	41
2.3.4 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi	42
2.4 Kerangka Konseptual	44
BAB 3 METODE PENELITIAN.....	46
3.1 Jenis Penelitian.....	46
3.2 Tempat dan Waktu Penelitian	46
3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian	47
3.3.1 Variabel <i>Independent</i> (X).....	47
3.3.2 Variabel <i>Dependent</i> (Y)	49
3.3.3 Variabel Moderasi (Z).....	49
3.4 Populasi dan Sampel	50

3.5 Jenis dan Sumber Data	51
3.6 Teknik Pengumpulan Data	51
3.7 Teknik Analisis Data	52
3.7.1 Analisis Statistik Deskriptif	52
3.7.2 Uji Asumsi Klasik	53
3.8 Analisis Regresi Data Panel	56
3.8.1 Model Estimasi Regresi Data Panel	57
3.8.2 Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel	58
3.9 Pengujian Hipotesis	60
3.9.1 Uji Determinasi (R^2)	60
3.9.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji F)	61
3.9.3 Uji Signifikansi Parsial (Uji T)	62
3.9.4 Uji Interaksi Moderasi	62
BAB 4 HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN	64
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian	64
4.1.1 Lokasi Penelitian	64
4.1.2 Karakteristik Sampel Penelitian	65
4.2 Analisis Data	66
4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif	66
4.2.2 Uji Pemilihan Model Estimasi	69
4.2.3 Uji Pemilihan Model Terbaik	71
4.2.4 Uji Asumsi Klasik	73
4.2.5 Pengujian Hipotesis	75
4.3 Pembahasan	84

4.3.1 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan	84
4.3.2 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan	88
4.3.3 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi	92
4.3.4 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi	94
BAB 5 PENUTUPAN	98
5.1 Kesimpulan	98
5.2 Saran	100
DAFTAR PUSTAKA	101
LAMPIRAN	105

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu	33
Tabel 4. 1 Purposive Sampling	65
Tabel 4. 2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif.....	67
Tabel 4. 3 Hasil Common Effect Model	69
Tabel 4. 4 Hasil Fixed Effect Model.....	70
Tabel 4. 5 Hasil Random Effect Model	71
Tabel 4. 6 Hasil Uji Chow.....	71
Tabel 4. 7 Hasil Uji Hausman.....	72
Tabel 4. 8 Hasil Uji Normalitas	73
Tabel 4. 9 Hasil Uji Multikolinearitas.....	73
Tabel 4. 10 Hasil Uji Heteroskedastisitas	74
Tabel 4. 11 Hasil Uji Regresi Data Panel Model 1	75
Tabel 4. 12 Hasil Uji Regresi Data Panel Model 2	76
Tabel 4. 13 Hasil Uji T Model 1	79
Tabel 4. 14 Hasil Uji T Model 2	80
Tabel 4. 15 Hasil Uji F Model 1	81
Tabel 4. 16 Hasil Uji F Model 2	82
Tabel 4. 17 Hasil Uji Koefisien Determinasi (2) Model 1	82
Tabel 4. 18 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R ²) Model 2	83

DAFTAR GAMBAR

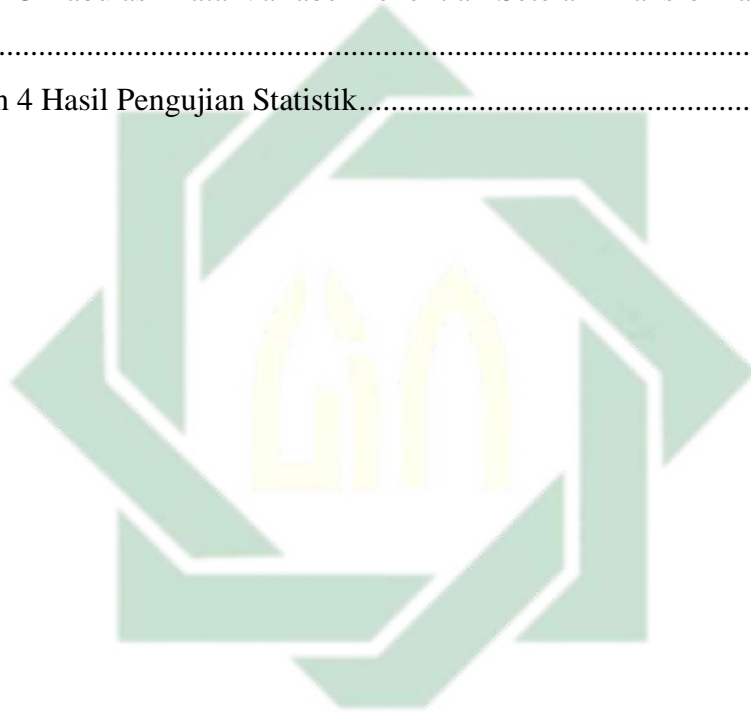
Gambar 1. 1 Grafik Indeks Harga Saham	3
Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual	44



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Sampel Perusahaan.....	105
Lampiran 2 Tabulasi Data Variabel Penelitian Sebelum Transformasi Data (LOG)	106
Lampiran 3 Tabulasi Data Variabel Penelitian Setelah Transformasi Data (LOG)	110
Lampiran 4 Hasil Pengujian Statistik.....	114



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pertumbuhan perekonomian global menurut Laporan Perekonomian Indonesia (LPI) tahun 2019 mengalami keterlambatan sebesar 2,9% dan diikuti dengan volume perdagangan dunia yang kian menurun, sehingga memicu terjadinya ketidakpastian pasar keuangan global. Hal ini dikarenakan meningkatnya digitalisasi dalam perekonomian global yang dapat mempengaruhi perubahan kebijakan yang sudah ada sebelumnya. Belum kuatnya pertumbuhan ekonomi global dapat berdampak pada tingkat ekspor di Indonesia yang kian menurun. Tetapi, pertumbuhan perekonomian Indonesia tetap berjalan dengan baik akibat permintaan dari dalam negeri masih terbilang cukup tinggi hingga mampu menunjang perekonomian Indonesia (Indonesia, 2019).

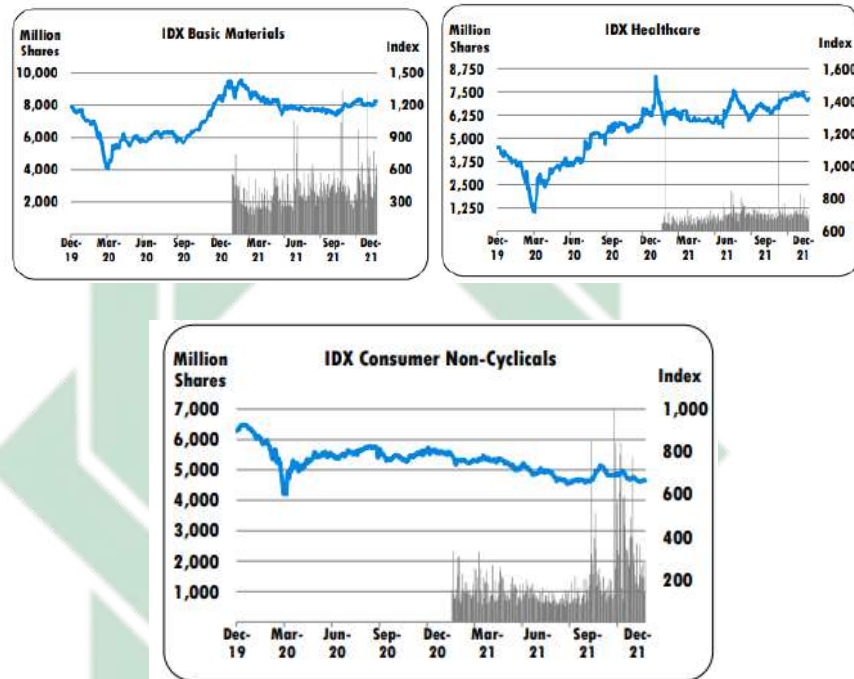
Pada tanggal 11 Maret 2020, *World Health Organization* (WHO) mengumumkan bahwa *Covid-19* menjadi wabah dunia dan lebih dari 100.000 orang terpapar virus *Covid-19*. Di tanggal 23 Maret 2020, *Covid-19* telah menyerang 172 dari 195 negara di dunia. Akibatnya, banyak negara yang memberlakukan *lockdown* atau pembatasan terhadap seluruh aktivitas masyarakat guna memutus rantai penyebaran virus *Covid-19* (Shaw et al., 2020). Pandemi *Covid-19* berdampak buruk terhadap perekonomian global,

ditambah lagi dengan adanya konflik dagang antara Amerika Serikat dan Tiongkok, kebijakan geopolitik seperti dikabarkannya Inggris akan keluar dari Uni Eropa menjadikan kondisi perekonomian global semakin tidak pasti sehingga berpengaruh terhadap arus modal dan nilai tukar pada beberapa negara. Keadaan tersebut dapat menurunkan perekonomian dunia dan berpengaruh terhadap kegiatan berinvestasi (Indonesia, 2019).

Permasalahan-permasalahan global maupun dalam negeri berdampak langsung terhadap pertumbuhan perekonomian di Indonesia, salah satunya pada sektor perusahaan *consumer non cyclicals*. Perusahaan sektor *consumer non cyclicals* atau konsumen primer adalah perusahaan yang menyediakan barang ataupun jasa untuk kebutuhan pokok sehari-hari sehingga barang dan jasanya selalu dibutuhkan oleh konsumen, contohnya seperti perusahaan ritel kebutuhan pokok bahkan perusahaan yang memproduksi tembakau. Seringkali perusahaan sektor *consumer non cyclicals* ini dinilai defensif karena mampu mengamankan harga saham para investor apabila negara mengalami penurunan ekonomi. Saham defensif merupakan saham yang mampu memberikan *return* yang stabil berupa dividen dengan tingkat konsistensi yang tetap dan tidak terpengaruh oleh kondisi dari pasar saham.

Dari gambar grafik dibawah dapat dilihat bahwa jika dibandingkan dengan sektor lainnya, grafik indeks harga saham perusahaan sektor *consumer non cyclicals* memiliki tingkat konsistensi yang stabil. Dari sektor *basic materials* dan *healthcare*, grafiknya terlihat memiliki tingkat kenaikan

dan penurunan yang cukup signifikan, sedangkan *consumer non cyclicals* sempat mengalami penurunan namun perlahan mampu indeks harga sahamnya naik dan terbilang stabil.



Sumber: *IDX Yearly Statistic 2021*

Gambar 1. 1 Grafik Indeks Harga Saham

Penurunan grafik *consumer non cyclicals* pada awal tahun 2020 disebabkan karena adanya pandemi *Covid-19*, sehingga terjadi beberapa masalah pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals*. Dari emiten produsen rokok, pendapatan HM Sampoerna mengalami pertumbuhan negatif, akhir September 2019, penjualan lokal produk Sigaret Kretek Tangan (SKT) mengalami penurunan hingga 5,43% atau sekitar Rp803.670.000.000.000 (Ayuningtyas, 2019). Penurunan harga saham masih berlanjut hingga mencapai 24,05% berdasarkan *year to date* senilai

Rp1.595/saham bulan April 2020. Berita mengenai adanya karyawan yang terpapar *Covid-19* mengakibatkan pabrik Rungkut 2 melakukan penutupan sementara. Setelah adanya karyawan yang meninggal dunia akibat terpapar *Covid-19*, perusahaan mengeluarkan kebijakan untuk dilakukannya pembersihan area pabrik dan sanitasi di seluruh area pabrik Rungkut 2 (CNBC, 2020).

Sementara itu, perusahaan ritel terutama *fast moving consumer goods* (FMCG) seperti Alfamart juga mengalami gejolak penjualan akibat pandemi *Covid-19*. Di awal pandemi, seluruh dunia mengalami *panic buying*, tak teringgal Indonesia pun mengalaminya. Akibat dari *panic buying* ini penjualan produk primer khususnya kebutuhan sehari-hari mengalami kenaikan yang sangat drastis. Hingga pemerintah mengeluarkan peraturan mengenai pembatasan pembelian bahan pokok. Hal ini mengakibatkan ritel FMCG mengalami lonjakan pembelian. Pertumbuhan penjualan PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk (AMRT) mengalami pertumbuhan yang cukup tinggi. Namun tak lama dari itu, memasuki bulan ramadhan, mengalami penurunan daya beli masyarakat menengah kebawah yang lebih memilih untuk membeli produk-produk sejenis namun memiliki harga yang lebih terjangkau (Novika, 2021).

Unilever mengalami penurunan laba bersih sebesar 18,61% yang awalnya sebesar Rp9.080.000.000.000 hingga Rp7.390.000.000.000 ini cukup membuat investor dilema meskipun mengalami kenaikan pendapatan dari Rp41.800.000.000.000 menjadi Rp42.920.000.000.000. Hal ini

disebabkan karena pada tahun 2018, *Unilever* berhasil menjual asetnya pada kategori *spreads* yang mampu menaikkan laba dari perusahaan tersebut (Prima, 2020). Sepanjang tahun 2020, laba bersih perusahaan melemah hingga 3,11% yang awalnya di tahun 2019 memiliki laba sebesar Rp7.390.000.000.000 menjadi Rp7.160.000.000.000. Namun, perusahaan ini memiliki banyak strategi yang mampu memulihkan daya beli masyarakat, salah satunya dengan mengeluarkan produk dengan kategori *hygiene*. Hal ini dapat menstimulasi tingkat pembelian barang *Unilever* ditengah pandemi *Covid-19* karena masyarakat membutuhkan produk yang dapat menghilangkan atau mencegah virus dapat menular.

Perusahaan lain seperti PT Bisi Internasional Tbk (BISI) mengalami penurunan keuntungan sebesar 1,11% dari Rp306.952.000.000 di tahun 2019 menjadi Rp275667.000.000 di tahun 2020. Selain itu, PT Delta Djakarta Tbk (DLTA) di tahun 2019 mengalami penurunan keuntungan sebesar Rp317.815.177.000.000 namun turun sebesar 2,57% di tahun 2020 menjadi Rp123.465.762.000.000. Disusul dengan PT Japfa Comfeed Indonesia (JPFA) juga mengalami penurunan laba dari tahun 2019 hingga 2021, yang awalnya sebesar Rp2.088.188.000.000 menjadi Rp1.793.914.000.000 hingga di tahun 2021 menjadi Rp1.221.904.000.000. Hal ini dipengaruhi oleh kondisi pasar domestik yang sedang tidak stabil sehingga berpengaruh terhadap daya jual perusahaan-perusahaan tersebut.

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan memaksimalkan kesejahteraan para pemilik

perusahaan dan memperoleh laba yang besar sebagai modal kegiatan operasional perusahaan. Dampak pandemi *Covid-19* dapat mempengaruhi daya beli hingga proses produksi perusahaan. Sehingga hal ini akan berdampak pada laporan keuangan perusahaan dan komponen-komponen dalam laporan tersebut. Pentingnya mengetahui kondisi keuangan baik pihak internal ataupun eksternal perusahaan dapat membantu mengantisipasi jika terjadi keadaan yang dapat merugikan perusahaan atau dapat pula menjadi bahan evaluasi agar dapat meningkatkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik.

Arus kas dan laba rugi perusahaan juga penting untuk dilihat. Ketika perusahaan mengalami keuntungan, dapat diketahui laba tersebut akan digunakan untuk disimpan sebagai laba ditahan atau dividen yang diberikan kepada investor. Hal ini sangat mempengaruhi keputusan pendanaan yang diperlukan perusahaan dalam mengoperasikan bisnisnya. Perusahaan juga sedini mungkin dapat mengira-ngira bagaimana kondisi keuangan di masa yang akan datang guna mencegah risiko terburuk yang kemungkinan dapat terjadi. Dengan terjun di pasar modal, otomatis perusahaan memperjual belikan sebagian sahamnya untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan tersebut.

Manajemen perusahaan harus mampu menentukan pendanaan yang tepat bagi kelangsungan hidup perusahaan dimasa sekarang dan diwaktu mendatang. Sehingga, perusahaan perlu menetapkan keputusan pendanaan yang tepat sesuai dengan kondisi keuangan perusahaan saat ini. Keputusan

pendanaan merupakan keputusan yang dibuat oleh suatu perusahaan berkaitan dengan pendanaan yang tepat bagi perusahaan baik untuk kegiatan perusahaan maupun investasi perusahaan. Struktur modal merupakan hal utama yang berhubungan langsung terhadap keputusan pendanaan, karena struktur modal menggambarkan struktur keuangan dari perusahaan tersebut, sehingga hal ini berkaitan dengan akun yang berada pada neraca bagian pasiva yaitu modal dan kewajiban. Beberapa variabel yang mempengaruhi keputusan pendanaan adalah arus kas bebas, kebijakan dividen dan set kesempatan investasi.

Aliran kas bebas menjadi acuan bagi para pihak eksternal, hal ini karena apabila melihat aliran kas bebas, perusahaan dapat mengetahui gambaran mengenai *return* yang diperoleh investor pada beberapa waktu kedepan. Semakin tinggi nilai dari aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam membayar hutang. Sehingga apabila aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan cukup bagus maka manajemen perusahaan dapat memilih untuk menggunakan hutang dengan jumlah yang cukup tinggi untuk membiayai kegiatan perusahaan. Namun, aliran kas bebas mampu memicu masalah terkait keagenan. Apabila perusahaan menggunakan dana secara berlebihan untuk investasi melalui manajer untuk biaya operasional perusahaan maka akan menguntungkan bagi manajer dan perusahaan itu sendiri, namun hal ini akan merugikan para investor yang telah menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut karena laba yang dihasilkan perusahaan harusnya dapat

dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, tidak hanya digunakan perusahaan dalam bentuk laba ditahan saja.

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan yang berhubungan dengan laba yang diperoleh oleh perusahaan yang nantinya apakah laba hasil operasional tersebut akan disimpan oleh perusahaan sebagai laba ditahan yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk investasi dimasa yang akan datang atau dibagikan kepada para investor sebagai dividen. Jumlah dividen yang dibagikan kepada para investor dapat memberikan pengaruh terhadap keputusannya dalam menanamkan modal pada perusahaan tersebut (Susila & Prena, 2019). Semakin tinggi dividen yang dibagikan, maka perusahaan akan mendapatkan modal yang diberikan oleh para investor, karena investor lebih suka pada perusahaan yang memberikan *return* yang besar dan pasti. Apabila jumlah investor yang berinvestasi pada perusahaan semakin banyak, maka perusahaan dapat meningkatkan harga saham yang dimilikinya, sehingga pendapatan perusahaan dari pasar modal juga akan meningkat dan berpengaruh pula terhadap keputusan pendanaan perusahaan tersebut.

Sinyal yang diberikan oleh perusahaan mengenai laba yang terdapat pada laporan keuangan kepada pihak eksternal dapat menjadi sinyal positif bagi perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi, karena *return* yang dihasilkan di masa yang akan datang dapat menjadi bekal bagi para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut (Burhanudin et al., 2019). Set kesempatan investasi merupakan pengeluaran

yang dilakukan oleh manajemen dimasa depan berupa pilihan investasi yang mampu memberikan *return* yang besar bagi perusahaan. Sehingga, dalam hal ini manajemen perusahaan harus mampu memberikan keputusan yang tepat bagi kelangsungan hidup perusahaan pada waktu mendatang agar laba yang dihasilkan juga tinggi.

Dalam dunia pasar modal, terdapat beberapa pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda-beda pada perusahaan, yaitu manajer, kreditor dan pemegang saham. Pemegang saham akan mendorong manajer untuk dapat berperilaku berdasarkan apa yang seharusnya dilakukan, maksudnya manajer harus dapat menjalankan tugasnya sebagaimana yang telah menjadi tanggung jawabnya dengan melalui pengawasan, selain itu investor juga lebih berfokus untuk dapat meningkatkan nilai saham agar maksimal. Di sisi lain, seorang kreditor akan lebih memikirkan dana yang sudah mereka investasikan, dana yang sudah diinvestasikan akan mereka usahakan untuk dapat terlindungi melalui kebijakan dan jaminan yang ketat yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Berbeda dengan manajer, biasanya seorang manajer lebih mementingkan keuntungan bagi dirinya sendiri. Sehingga akibat dari perbedaan kepentingan tersebut muncullah *agency problem*. Konflik atau masalah keagenan seperti ini dapat terjadi apabila seorang manajer lebih mementingkan keuntungan pribadinya agar bisa memperoleh laba yang lebih besar tanpa melihat kepentingan dari para investor.

Teori agensi merupakan teori yang berkaitan dengan ketidaksamaan tugas antara manajemen dan pemilik perusahaan sehingga perlu adanya

pemisahan fungsi antara manajemen dan pemilik perusahaan. Teori agensi menjadi *grand theory* pada penelitian ini, karena penelitian ini berhubungan dengan internal perusahaan. Masalah keagenan dapat disebabkan oleh keberadaan aliran kas bebas yang berakar dari perbedanaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan sisa dana yang ada dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, sedangkan manajer menginginkan dana yang ada digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan bahkan terkadang bisa melebihi proporsi seharusnya, seperti berinvestasi yang berlebihan meskipun investasi tersebut dapat memberikan *net present value* negatif.

Hasil penelitian dari Rachma Zannati, (2018) terhadap perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2015 merupakan aliran kas bebas memiliki hubungan yang signifikan terhadap keputusan pendanaan. Set kesempatan investasi dapat memoderasi hubungan antara aliran bebas dengan keputusan pendanaan. Begitu juga nilai pemegang saham mempunyai pengaruh yang signifikan sehingga memperkuat hubungan antara aliran kas bebas dengan keputusan pendanaan (Zannati & Pratiwi, 2018). Hasil penelitian Burhanudin, (2019) yaitu aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan (Burhanudin et al., 2019). Perbedaan penelitian terdahulu

dengan penelitian saat ini yaitu pada sektor perusahaan yang digunakan, peneliti menggunakan sektor *consumer non cyclicals* dengan variabel kebijakan dividen sebagai variabel bebas. Selain itu, periode tahun yang digunakan penelitian adalah tahun 2019-2022 sehingga terdapat kebaruan data dengan permasalahan yang baru, sehingga berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya.

Tetapi, terdapat penelitian yang hasilnya berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, hasil penelitian yang dilakukan oleh Bambang dan Rita, (2017) menghasilkan bahwa aliran kas bebas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham, selain itu keputusan pendanaan memiliki pengaruh yang negative dan signifikan terhadap nilai pemegang saham, dan set kesempatan investasi sebagai pemoderasi memiliki pengaruh negative antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham, serta set kesempatan investasi sebagai variabel yang memoderasi hubungan antara keputusan pendanaan dengan nilai pemegang saham memiliki pengaruh yang negatif (Munandar & Kusumawati, 2017).

Variabel moderasi digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah dengan adanya variabel moderasi, dapat memperkuat atau memperlemah hasil dari pengaruh antara variabel *independent* dengan variabel *dependent*. Penelitian ini menggunakan variabel moderasi karena diduga terdapat variabel lain yang dapat mempengaruhi hubungan antara aliran kas bebas dan kebijakan dividen dengan keputusan pendanaan. Dengan adanya variabel moderasi, peneliti dapat menambahkan komponen

yang apabila sebelumnya tidak terdapat moderasi, apakah ketika terdapat variabel moderasi dapat mempengaruhi variabel *independent* dan variabel *dependent*.

Penelitian ini memiliki tujuan yaitu sebagai bahan pengujian mengenai dampak dari berbagai faktor kontekstual perusahaan yakni aliran kas bebas dan kebijakan dividen pada keputusan pendanaan dengan set kesempatan investasi sebagai pemoderasi. Sehingga, dengan adanya penelitian ini dapat mengetahui bagaimana pengaruh aliran kas bebas dan kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan dengan set kesempatan investasi sebagai pemoderasinya.

1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)?
2. Apakah kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)?
3. Apakah set kesempatan investasi secara signifikan dapat memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)?
4. Apakah set kesempatan investasi secara signifikan dapat memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan pada

perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Untuk menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
3. Untuk menguji pengaruh set kesempatan investasi dapat memoderasi aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
4. Untuk menguji pengaruh set kesempatan investasi dapat memoderasi kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat Teoritis

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menambah informasi mengenai pengaruh aliran kas bebas dan kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan melalui variabel moderasi berupa set kesempatan investasi.

1.4.2 Manfaat Praktis

a. Bagi Emiten

Pada penelitian yang dilakukan diharapkan mampu menunjukkan hasil mengenai informasi tentang pentingnya variabel *independent* berupa aliran kas bebas dan kebijakan dividen, serta set kesempatan investasi sebagai pemoderasi, terhadap keputusan pendanaan. Sehingga, melalui adanya informasi mengenai variabel *independent* dan variabel moderasi tersebut emiten akan mengetahui apa yang perlu ditingkatkan guna menarik investor untuk berinvestasi.

b. Bagi Investor atau Pemegang Saham

Hasil dari penelitian yang dilakukan berharap mampu memberikan informasi dan pengetahuan tentang variabel – variabel pada penelitian ini, sehingga sebelum para investor berinvestasi memiliki bekal untuk membantunya dalam mengambil keputusan yang tepat dimana ia akan berinvestasi sesuai dengan analisis rasio keuangan. Selain itu, para investor juga mampu memahami tentang keadaan keuangan suatu perusahaan penerima modal, apakah kondisi keuangannya bagus dan layak untuk diberikan modal.

c. Bagi Akademis

Hasil penelitian yang dilakukan ini mampu membagikan suatu pandangan dan pengetahuan lebih mengenai analisis rasio keuangan bagi seluruh pihak akademis dengan tema yang sama,

mulai dari pembahasan hingga teknik analisisnya agar dapat mewujudkan hasil analisis yang sesuai dengan data yang dimiliki.

d. Bagi Peneliti

Hasil dari penelitian ini mampu membagikan pengetahuan, informasi, dan keuntungan bagi para peneliti lainnya mengenai pentingnya melakukan kajian tentang laporan keuangan suatu perusahaan terhadap kegiatan investasi pada jangka waktu tertentu.



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teori

2.1.1 Teori Agensi

Teori agensi merupakan sebuah paham mengenai ketidaksamaan tugas yang terjadi antara manajer dan pemilik perusahaan. Manajer perusahaan berharap bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba yang besar agar kinerja dari manajer perusahaan terlihat bagus. Sedangkan pemilik perusahaan atau investor mengharapkan laba hasil dari operasi perusahaan tidak terlihat begitu besar agar pajak yang dibayarkan tidak besar pula. Tujuan dari manajer perusahaan dan pemilik perusahaan menimbulkan perbedaan dari masing-masing kepentingan tersebut. Sehingga perusahaan memerlukan *agency cost* untuk meminimalisir kerugian berakibat dari perbedaan tujuan pemilik perusahaan dengan manajer perusahaan (Andreas et al., 2017).

Teori agensi menjelaskan tentang masalah keagenan, dimana masalah ini berhubungan dengan pemisahan fungsi antara pihak manajer dengan pihak pemilik perusahaan. Pihak manajer berperan sebagai *agent* yang diberikan kepercayaan berupa wewenang oleh pemilik perusahaan yang berperan sebagai *principal* sesuai dengan

kontrak yang telah disepakati (Sonbay, 2022). Dengan adanya hubungan agensi, maka dapat memicu terjadinya *agency problem*, dimana antara pihak manajer dan pemilik perusahaan memiliki tujuan yang berbeda. Adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian mengakibatkan terjadinya *agency problem* yang dapat mempengaruhi kinerja bagi perusahaan (Triyuwono, 2018). *Agency problem* atau *agency conflict* terjadi akibat adanya perbedaan pendapat antara manajer dan pemilik perusahaan untuk mencapai tujuan yang mereka hendaki masing-masing. Sehingga, terdapat peluang yang mengarah kepada pihak manajer bahwa manajer yang dikenal sebagai *agent* dapat berperilaku yang tidak sesuai dengan pemilik perusahaan untuk mencapai kepentingan yang manajer inginkan (Hidayah, 2015).

Konflik agensi sering terjadi pada perusahaan yang besar karena seorang manajer mempunyai saham di perusahaan tersebut dengan persentase yang kecil sehingga manajer mengambil keputusan yang dapat merugikan pihak investor. Hal ini disebabkan karena manajer perusahaan memiliki ketakutan akan hilangnya jabatan di perusahaan akibat memiliki keuntungan yang besar, ini menyebabkan para investor mendapatkan keuntungan yang lebih kecil. Aliran kas perusahaan juga menjadi penyebab adanya konflik agensi karena manajer memakai biaya yang berasal dari kas perusahaan untuk mendanai segala bentuk aktivitas perusahaan atau proyek perusahaan yang dapat memberikan keuntungan bagi pihak manajer, contohnya

seperti membeli perlengkapan kantor dengan harga yang mahal. Pada dasarnya, seorang manajer memiliki informasi mengenai perusahaan, seperti kegiatan perusahaan, prospek perusahaan untuk waktu yang akan datang, lingkungan dari perusahaan dan masih banyak lagi yang tidak dapat diketahui oleh pihak eksternal apabila manajer tidak memberikan informasi tersebut ke pihak eksternal.

Konflik agensi yang dialami oleh principal dan agen dapat diminimalisir melalui penyamarataan keperluan yang terjadi antara pihak principal dan pihak agen. Apabila manajer memiliki saham pada perusahaan tersebut maka manajer mampu menikmati hasil dari keputusan yang telah diambilnya. Manajer ikut serta dalam menanamkan modal pada perusahaan untuk menyamaratakan kepentingan dari kedua pihak. Cara ini disebut juga dengan *bonding mechanism*, *bonding mechanism* merupakan sebuah ikatan yang dibangun agar pihak principal dan pihak agen sama-sama merasa memiliki perusahaan yang harus dibangun agar mendapatkan laba yang cukup besar untuk dapat mensejahterakan pihak-pihak yang telah menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

2.1.2 Teori Sinyal

Teori sinyal berasal dari pemikiran Spence (1973) mengungkapkan tentang isyarat yang memberikan sinyal, orang yang mempunyai informasi nantinya akan berjuang untuk membagikan beberapa informasi yang mampu digunakan oleh orang yang

mendapatkan informasi. Kemudian orang yang mendapatkan informasi nantinya mencocokkan perilaku dari pengetahuan mengenai sinyal yang didapatkan. *Signal Theory* atau teori sinyal menyebutkan mengenai perusahaan yang membagikan sinyal terhadap pihak eksternal dari perusahaan demi menaikkan *value* dari perusahaan tersebut. Teori sinyal memberitahukan mengenai pentingnya suatu informasi yang berasal dari perusahaan kepada pihak eksternal untuk digunakan oleh pihak eksternal dalam menilai perusahaan tersebut. Teori ini menjelaskan bahwa bagian dari internal memberikan informasi, lalu pihak eksternal nantinya dapat dengan sendirinya menerjemahkan apa yang terkandung dalam sinyal itu (Etiawan & Azizium Hakim, 2019).

Teori sinyal berkaitan dengan tindakan yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemegang saham mengenai nilai suatu perusahaan yang dipandang dari pihak manajemennya dalam mengembangkan perusahaan. Informasi yang diberikan perusahaan kepada para investor atau pemegang saham adalah sesuatu yang penting yang dapat mempengaruhi keputusan bagi para pemegang saham. Informasi dapat dikatakan penting karena mengandung hal-hal yang dibutuhkan oleh para pemegang saham karena berkaitan dengan penyajian keterangan dan catatan atas perusahaan tersebut, baik keadaan perusahaan dimasa lalu, saat ini, atau bahkan dimasa yang akan datang mengenai prospek perusahaan dan efeknya bagi

perusahaan. Singkatnya, teori sinyal berkaitan dengan penyampaian informasi yang dilakukan oleh perusahaan kepada pihak eksternal yang membutuhkan informasi mengenai perusahaan untuk memperkuat keputusan investasinya sehingga dapat menarik minat bagi para investor untuk menanamkan modal kepada perusahaan tersebut. Ketika pihak eksternal dapat menerima sinyal dari perusahaan secara positif lalu memutuskan untuk menanam modal pada perusahaan tersebut, maka perusahaan dengan sendirinya dapat menambah nilai karena telah memberikan sinyal kepada pihak eksternal (Pertiwi et al., 2022).

Teori sinyal memberitahukan tentang penyebab perusahaan memiliki anjuran untuk membagikan informasi mengenai laporan keuangan kepada bagian eksternal perusahaan. Anjuran inilah yang akan memberitahukan informasi mengenai perusahaan kepada pihak luar yang nantinya akan menarik minat pihak eksternal terhadap perusahaan. Kurangnya informasi mengenai perusahaan bagi pihak luar menyebabkan ketidaktertarikan pihak luar terhadap perusahaan, sehingga tidak ada minat dari pihak luar untuk berinvestasi terhadap perusahaan dan menjadikan harga perusahaan itu rendah. Perusahaan dapat menaikkan harga perusahaan melalui berbagai cara, salah satunya yaitu dengan membagikan informasi berupa sinyal kepada pihak eksternal (Firmansyah, 2020).

Informasi mengenai teori sinyal yang diterima oleh pihak luar kemungkinan tidak sama antara pihak satu dengan yang lain karena adanya asimetri informasi yang berasal dari manajemen perusahaan dengan pihak lain yang memiliki kepentingan dengan informasi yang diberikan oleh perusahaan. Untuk itu perusahaan perlu menerbitkan laporan keuangan sebagai informasi yang mampu dianalisis oleh pihak eksternal. Laporan keuangan dapat digunakan untuk menganalisis risiko yang dihasilkan oleh perusahaan, sehingga perusahaan perlu menerbitkan laporan keuangannya secara transparan dan terbuka agar dapat dinilai baik oleh para pihak eksternal yang membutuhkan informasi tersebut.

Teori sinyal bertujuan untuk memberikan sinyal berupa informasi tentang suatu entitas, dapat berupa informasi baik atau informasi buruk. Sinyal dapat dikatakan baik apabila sebuah perusahaan mampu meningkatkan laba bagi perusahaannya, sebaliknya, sinyal yang buruk disebabkan karena perusahaan mengalami penurunan dalam menghasilkan labanya. Dalam hal ini dapat disimpulkan bahwa sinyal berupa informasi yang diterima pihak eksternal adalah informasi yang penting, sebab ketika laporan keuangan yang dipublikasikan kepada pihak luar mampu menggambarkan sebuah perusahaan dengan baik dimasa yang lalu, masa sekarang ataupun di masa yang akan datang. Pihak eksternal memerlukan informasi yang tepat waktu, komplit dan dapat dipercaya

agar dapat digunakan untuk menganalisis dan hasil analisisnya dapat digunakan untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi.

Besar kecilnya suatu perusahaan dapat mempengaruhi penggunaan teori sinyal, hal ini disebabkan karena perusahaan yang besar memiliki insentif yang dapat memberikan peluang baginya untuk menggunakan hutang yang nilainya cukup besar sehingga tidak dapat diikuti oleh perusahaan yang kecil karena memiliki risiko yang tinggi hingga dapat menimbulkan kebangkrutan bagi perusahaan tersebut. Maka dari itu, dengan adanya teori sinyal dapat menunjukkan kepada pihak eksternal perbedaan perusahaan yang besar dan perusahaan yang kecil. *Signaling theory* mampu mempermudah perusahaan dalam melaksanakan *stock split* karena ketika perusahaan memperbanyak slot saham yang dijual kepada pihak eksternal dan harga saham dari perusahaan tersebut menjadi lebih murah, maka ini merupakan informasi yang baik bagi para investor agar tertarik untuk berinvestasi di perusahaan tersebut.

2.1.3 Aliran Kas Bebas

Aliran kas merupakan saldo kas bersih dari hasil pengurangan antara uang yang masuk dengan uang yang keluar. Aliran kas dapat bersifat positif apabila uang yang masuk lebih banyak daripada uang yang keluar. Sebaliknya, aliran kas dapat bersifat negatif apabila uang kas masuk lebih sedikit dari uang kas keluar, karena nanti hasilnya akan negatif (Kompas.com, 2021). Aliran kas bebas adalah kas yang

berasal dari perusahaan namun tidak dipakai untuk investasi oleh perusahaan pada pos-pos seperti aktiva tetap dan modal kerja, namun akan diberikan kepada pihak investor yang telah menginvestasikan uangnya kepada perusahaan, seperti pemegang saham dan kreditur (Samuel Braindies A. S, 2019). Jadi, aliran kas bebas adalah arus kas perusahaan pada rentang waktu periode akuntansi tertentu sesudah perusahaan melakukan investasi pada pos-pos seperti modal kerja dan aktiva tetap, kemudian arus kas tersebut akan diberikan kepada pihak yang ikut andil dalam perusahaan, contohnya seperti investor dan kreditur, sehingga penggunaan aliran kas bebas ini dapat diberikan kepada investor ataupun digunakan Kembali oleh perusahaan untuk berinvestasi di masa yang akan datang.

Menurut Brealey (2013), aliran kas bebas merupakan sejumlah dana perusahaan dikurangi dengan biaya-biaya yang dibutuhkan perusahaan untuk berkembang yang diberikan kepada para investor (Zannati & Pratiwi, 2018). Aliran kas bebas memiliki manfaat bagi perusahaan untuk pendanaan investasi ketika perusahaan memiliki selisih positif antara arus kas yang masuk dan arus kas yang keluar, sebagai pembiayaan fasilitas kantor, dan dapat sebagai penambah investasi perusahaan berupa laba ditahan (Samuel Braindies A. S, 2019). Maka dari itu, perusahaan mengharapkan bahwa aliran kas bebas dapat bertambah dari tahun ke tahun agar dapat memberikan manfaat yang lebih baik kepada manajemen dan para investor.

2.1.4 Kebijakan Dividen

Dividen merupakan keuntungan atau laba yang bersumber dari penghasilan kemudian disahkan melalui rapat pemegang saham dan nantinya diberikan kepada para investor sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki mereka. Setiap perusahaan memiliki jangka waktu yang tetap dalam pembagian dividen, biasanya perusahaan membagikan dividen setiap setahun sekali sesuai dengan keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan dan dianggap layak untuk diumumkan kepada para pemegang saham. Dividen berfungsi sebagai bentuk imbalan terhadap para investor atau pemegang saham yang telah menanamkan modalnya berupa saham kepada perusahaan tertentu. Tetapi tidak semua laba yang dihasilkan dari perusahaan kemudian diberikan kepada pihak investor, karena beberapa laba yang diperoleh juga nantinya dipakai oleh perusahaan sebagai penambahan modal bagi perusahaan (Umam, 2019).

Kebijakan dividen adalah kebijakan atau peraturan dari sebuah perusahaan yang digunakan untuk membuat keputusan dalam pembagian laba bersih yang nantinya akan dibagikan baik berupa dividen maupun berupa laba ditahan (Sha, 2015). Kebijakan dividen berpengaruh terhadap sudut pandang dari minat para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan, karena apabila perusahaan mampu membuat kebijakan dividen yang sesuai dengan kriteria dari para pemegang saham, maka akan banyak investor yang berinvestasi

di entitas tersebut. Dalam pengelolaan dana perusahaan dituntut untuk sebisa mungkin mendapatkan profit yang positif agar dividen yang diperoleh nantinya ketika diberikan kepada para investor dapat sesuai dengan harapan mereka yang sudah menginvestasikan uangnya pada perusahaan tersebut. Dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan dari para manajemen dalam mengelola laba bersih setelah pajak yang diperoleh perusahaan pada periode tertentu yang kemudian diberikan kepada pihak investor berupa dividen. Dalam mempertimbangkan hal ini, para manajemen harus melihat beberapa faktor diantaranya yaitu, kewajiban jangka pendek yang dimiliki perusahaan, biaya apabila perusahaan memiliki hutang, perusahaan yang memiliki target perluasan usaha (Senata, 2016).

Menurut Harjito dan Martono (2013), menjelaskan bahwa terdapat relevansi dalam kebijakan dividen, yaitu:

1. Ketidakrelevanan dividen, Modigliani dan Miller (1958) menjelaskan bahwa pemisahan dana dalam bentuk laba berupa dividen memiliki kemungkinan yang tidak relevan karena laba bersih yang berasal dari perusahaan lalu diberikan kepada pihak investor adalah sebagian kecil yang berasal dari keputusan pendanaan sehingga hal ini tentu saja tidak berpengaruh terhadap pihak investor (Ilhamsyah, 2017).
2. Relevansi dividen, pendapat mengenai relevansi dividen bertujuan untuk membantah ketidakrelevanan dividen pada

kondisi yang tidak pasti, sehingga kebijakan dividen kemungkinan mampu mempengaruhi para pemegang saham (Ilhamsyah, 2017). Myron Gordon dan John Lintner (2007) melalui teori *bird in the hand* menjelaskan bahwa, pendapatan dividen mempunyai jumlah yang banyak jika diperbandingkan dengan keuntungan modal para pemegang saham, sehingga dapat diartikan bahwa dividen memiliki nilai yang lebih memungkinkan dibandingkan dengan pendapatan modal (Mardiyati et al., 2012).

2.1.5 Keputusan Pendanaan

Pendanaan merupakan proses atau cara untuk memperoleh modal yang nantinya digunakan untuk membiayai atau mendanai segala bentuk kegiatan yang terjadi di perusahaan tertentu. Pada dasarnya, pendanaan terdiri dari tiga komposisi struktur keuangan, yaitu modal sendiri, hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek. Perusahaan pasti menginginkan struktur modal yang ideal dengan cara memiliki hasil yang minimum untuk modal perusahaan dan memiliki hasil yang maksimal untuk nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang ditentukan oleh perusahaan dalam menentukan pendanaan yang digunakan oleh perusahaan, seperti perusahaan menentukan apakah akan memakai sumber pendanaan yang bersumber dari entitas atau menggunakan dana dari pihak eksternal (Zannati & Pratiwi, 2018). Menurut Efni

(2012), keputusan pendanaan berhubungan dengan penentuan pembiayaan investasi dan sumber dana pada perusahaan, pendanaan ini dapat bersifat internal maupun bersifat eksternal. Pendanaan yang bersifat internal terdiri dari laba ditahan dan depresiasi, sementara itu pendanaan yang bersifat eksternal terdiri dari modal dan hutang. Ukuran dalam menggunakan modal dan hutang untuk membiayai kegiatan dalam perusahaan disebut dengan struktur modal perusahaan.

Dalam kaitannya dengan struktur modal, ada beberapa teori yang berkaitan dengan struktur modal, yaitu:

a. *Trade-off Theory*

Dalam struktur modal, teori ini berkaitan dengan hutang dimana hutang tersebut apakah memberikan manfaat dan apa saja yang harus dikorbankan perusahaan jika mengambil keputusan pendanaannya berupa hutang. Teori ini dapat memperlihatkan apabila perusahaan menggunakan hutang, maka apakah perusahaan dapat menyeimbangkan antara risiko yang akan ditanggung dengan tingkat pengembalian yang akan didapatkan oleh perusahaan. Jika perusahaan mengorbankan begitu banyak dana atau sudah melebihi kapasitas dari anggaran dana perusahaan, maka perusahaan tidak diperbolehkan untuk menambah hutang. Sehingga dapat disimpulkan bahwa, apabila risiko akibat penggunaan hutang yang ditanggung oleh

perusahaan itu tinggi maka akan menurunkan nilai perusahaan, namun jika perusahaan mampu meningkatkan tingkat pengembalian maka nilai perusahaan juga akan meningkat atau naik (Sari & Subardjo, 2018).

b. *Pecking Order Theory*

Teori ini menjelaskan bagaimana sebuah perusahaan membuat keputusan pendanaan berdasarkan hierarki dari terkecil risikonya hingga yang paling besar. Pada teori ini, seorang manajer akan memilih dana internal berupa laba ditahan sebagai pilihan pertama, lalu pilihan kedua perusahaan dapat menerbitkan hutang, dan pilihan terakhir yaitu perusahaan akan menerbitkan saham. Dapat disimpulkan bahwa teori ini menjelaskan mengenai hierarki dalam penentuan sumber dana yang dapat dipilih oleh perusahaan. Perusahaan awalnya dapat menggunakan dana yang bersumber dari hasil operasionalnya. Jika tidak memungkinkan maka perusahaan dapat memilih untuk menggunakan pendanaan dari luar perusahaan. Pertama, perusahaan dapat menerbitkan obligasi sebagai sekuritas yang paling utama dan paling aman. Kemudian jika dana yang dibutuhkan masih tidak mencukupi, maka perusahaan dapat menerbitkan saham sebagai pilihan terakhirnya (Sari & Subardjo, 2018).

c. *Signalling Theory*

Teori ini menerangkan bahwa ketika perusahaan memilih untuk menambah dana dengan cara berhutang artinya perusahaan meningkatkan nilai hutangnya, ini dapat diartikan bahwa pada waktu kedepan, perusahaan dapat menambah kinerjanya. Jika dilihat dari sudut pandang pihak eksternal apabila sebuah perusahaan berani untuk mengambil keputusan untuk menambah dana dengan cara berhutang, maka pihak eksternal menilai bahwa perusahaan tersebut memiliki risiko bisnis rendah dan mampu untuk mengembalikan hutangnya di masa yang akan datang. Sehingga dengan mengambil keputusan pendanaan melalui hutang dapat memberikan sinyal yang positif (Sari & Subardjo, 2018).

2.1.6 Set Kesempatan Investasi

Perusahaan memiliki keputusan untuk berinvestasi, yaitu dengan mengalokasikan dana yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan melalui investasi yang dapat memberikan keuntungan yang baik untuk perusahaan. Pengambilan keputusan yang berhubungan dengan penanaman modal dapat berupa investasi jangka pendek contohnya persediaan, tanah, property dan aktiva tetap lainnya. Sehingga perusahaan dapat menentukan jenis investasi mana yang sesuai dengan perusahaan. Seorang manajer keuangan dibutuhkan perusahaan dalam mengidentifikasi segala jenis proyek

yang akan dilakukan oleh perusahaan, sehingga manajer keuangan dapat mengira-ngira berapa banyak dana yang diinvestasikan untuk proyek yang akan dilaksanakan.

Set kesempatan investasi merupakan gabungan dari aset riil yang dimiliki sebuah perusahaan terhadap investasi yang dipilih oleh perusahaan dimasa mendatang yang mengacu kepada nilai positif dari nilai bersih saat ini. Set kesempatan investasi berhubungan dengan pengeluaran saat ini dan pada saat mendatang, yang nantinya menjadi hasil dari keputusan investasi perusahaan. Set kesempatan investasi adalah sebuah variabel yang disebut sebagai variabel laten karena tidak bisa diobservasi, maka dari itu perlu adanya proksi (Munandar & Kusumawati, 2017). Perusahaan memiliki peluang dalam berinvestasi dengan cara menunjukkan nilai perusahaannya sebagai indikator dalam pasar saham. Secara garis besar, set kesempatan investasi memberikan gambaran mengenai peluang dalam berinvestasi tetapi keputusan yang berhubungan dengan pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang sangat berpengaruh.

Set kesempatan investasi adalah kebijakan yang telah ditetapkan oleh perusahaan dalam hal berinvestasi berasal dari aset tetap perusahaan seperti persediaan, tanah dan kendaraan, dengan beragam investasi yang akan dihadapi perusahaan dimasa yang akan datang dan dilihat melalui arus kas masuk yang dikurangi dengan arus kas keluar yang hasilnya positif sehingga dapat mempengaruhi nilai bagi

perusahaan. Perusahaan dapat menentukan pengeluaran pada waktu mendatang melalui manajer keuangan untuk menentukan jenis investasi apa yang sesuai dengan perusahaan dan dapat memberikan *return* yang besar bagi perusahaan. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa set kesempatan investasi memberikan suatu gambaran untuk entitas mengenai kesempatan berinvestasi pada waktu mendatang dengan menyesuaikan keuangan perusahaan yang digunakan di masa depan (Hidayah, 2015).

Set kesempatan investasi merupakan sebuah variabel yang tidak bisa diteliti secara langsung, sebab set kesempatan investasi merupakan variabel laten yang membutuhkan proksi untuk menelitinya. Sehingga proksi pada set kesempatan investasi dapat digolongkan menjadi 3 bagian, yaitu:

a. Proksi Berdasarkan Harga (*Price-based Proxies*)

Proksi berdasarkan harga adalah sebuah proksi yang menjelaskan tentang pertumbuhan suatu entitas dapat digambarkan melalui harga pasar. Proksi berdasarkan harga digambarkan melalui harga saham dan perusahaan yang mampu bertumbuh dengan baik sehingga memiliki nilai pasar yang tinggi pula terhadap aktivitya. Bentuk dari proksi set kesempatan investasi berdasarkan harga dapat berupa rasio, yaitu *market value to book value of assets ratio*, *market to book*

value of equity, tobin's Q^2 , earnings to price, dan return on equity

b. Proksi Berdasarkan Investasi (*Investment-based Proxies*)

Proksi berdasarkan investasi merupakan sebuah gambaran mengenai entitas yang nilai investasi positifnya tinggi dan berkaitan dengan set kesempatan investasi. Jika set kesempatan investasi dari perusahaan itu tinggi, maka perusahaan mempunyai tingkat investasi yang tinggi terhadap aktiva yang dimiliki perusahaan di masa yang akan datang. Proksi berdasarkan investasi berbentuk rasio yang membahas tentang investasi suatu perusahaan berupa aktiva tetap yang telah diinvestasikannya. Bentuk dari proksi set kesempatan investasi berdasarkan investasi dapat berupa rasio *capital expenditure to book value assets*, rasio *investment to net sales*, dan rasio *capital expenditure to market value of assets*.

c. Proksi Berdasarkan Varian (*Variance Measures*)

Proksi berdasarkan varian merupakan suatu gagasan mengenai opsi yang dipilih oleh perusahaan akan lebih memiliki nilai apabila memakai variabilitas dengan menimbang seberapa besar opsi yang dipilih tersebut akan tumbuh, contohnya yaitu variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva (Hidayah, 2015).

2.2 Penelitian Terdahulu

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

Jurnal Nasional					
No	Peneliti (Tahun)	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian	Research GAP
1.	Bambang Tri Munandar dan Rita Kusumawati. (2017)	Variabel <i>independent</i> (X): aliran kas bebas dan keputusan pendanaan. Variabel <i>dependent</i> (Y): nilai pemegang saham. Variabel moderasi: set kesempatan investasi.	Analisis Regresi Berganda dan <i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA).	<ol style="list-style-type: none"> 1. Aliran kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. 2. Keputusan pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pemegang saham. 3. Set kesempatan investasi memoderasi pengaruh <i>negative</i> aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. 4. Set kesempatan investasi memoderasi pengaruh <i>negative</i> keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham. 	Persamaan dalam penelitian ini dengan penulis adalah variabel yang digunakan yaitu aliran kas bebas, keputusan pendanaan dan set kesempatan investasi. Sedangkan perbedaannya adalah pada teknik analisis, peneliti menggunakan teknik analisis regresi data panel dengan bantuan alat analisis <i>Eviews versi 12</i> dan variabel yang digunakan adalah kebijakan dividen. Selain itu populasi dan periode penelitian yang digunakan berbeda.
2.	Rachma Zannati dan Wulandhari Pratiwi. (2018)	Variabel <i>independent</i> (X): Aliran kas bebas. Variabel <i>dependent</i> : keputusan pendanaan. Variabel moderasi: set	Analisis Regresi dan <i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA).	<ol style="list-style-type: none"> 1. Aliran kas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan. 2. Set kesempatan investasi mampu memoderasi pengaruh yang signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan. 	Persamaan dari penelitian ini dengan penulis adalah variabel berupa aliran kas bebas, keputusan pendanaan dan set kesempatan investasi. Sedangkan perbedaannya adalah metode analisis, peneliti menggunakan regresi data panel.

		kesempatan investasi dan nilai pemegang saham.		3. Nilai pemegang saham mampu memoderasi pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan.	Selain itu populasi dan periode penelitian yang digunakan berbeda.
3.	Rara Sukma Palupi, Susanto Hendiarto. (2018)	Variabel <i>independent</i> : kebijakan hutang, profitabilitas dan kebijakan dividen. Variabel <i>dependent</i> : Nilai perusahaan.	Analisis regresi data panel.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kebijakan hutang, profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh signifikan secara simultan terhadap nilai perusahaan. 2. Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. 3. Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. 4. Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. 	Persamaan penelitian ini dengan penulis adalah variabel berupa kebijakan dividen dan metode analisis yang digunakan berupa analisis regresi data panel. Sedangkan perbedaannya adalah variabel seperti kebijakan hutang, profitabilitas dan nilai perusahaan. Selain itu populasi dan periode yang digunakan juga berbeda.
4.	Rezki Zurriah dan Masta Sembiring. (2018)	Variabel <i>independent</i> : <i>free cash flow</i> dan kepemilikan manajerial. Variabel <i>dependent</i> : kebijakan hutang.	Analisis regresi linier berganda.	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Free cash flow</i> dan kepemilikan manajerial secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. 2. <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. 3. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. 	Persamaan penelitian ini dengan penulis adalah variabel berupa aliran kas bebas. Sedangkan perbedaannya dari penelitian ini adalah variabel seperti kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Selain itu metode analisis yang digunakan berbeda, penulis menggunakan analisis regresi data panel. Populasi dan periode yang digunakan juga berbeda.
5.	Rezki Zurriah dan Masta Sembiring. (2018)	Variabel <i>independent</i> : <i>free cash flow</i> dan kepemilikan manajerial.	Analisis Regresi Linier Berganda.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Secara simultan arus kas bebas dan kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. 2. Secara parsial arus kas bebas dan kepemilikan manajerial tidak 	Persamaan dari penelitian ini dengan penulis adalah variabel yang digunakan berupa aliran kas bebas. Sedangkan perbedaan dari penelitian ini adalah variabel seperti kepemilikan manajerial

		Variabel <i>dependent</i> : kebijakan hutang.		berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.	dan kebijakan hutang. Metode analisis yang digunakan juga berbeda, penulis menggunakan analisis regresi data panel. Populasi dan sampel yang digunakan juga berbeda.
6.	Burhanudin, Siti Aisyah Hidayati dan Muhamad Zainudin Tohri. (2019)	Variabel <i>independent</i> : aliran kas bebas dan set kesempatan investasi. Variabel <i>dependent</i> : nilai perusahaan. Variabel moderasi : kebijakan dividen.	Analisis regresi linier sederhana dan analisis regresi linier berganda dengan <i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA).	<ol style="list-style-type: none"> 1. Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. 2. Set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. 3. Kebijakan dividen memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai perusahaan. 4. Kebijakan dividen memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan. 	Persamaan dari penelitian ini dengan penulis adalah variabel yang digunakan berupa aliran kas bebas, set kesempatan investasi dan kebijakan dividen. Uji interaksi yang digunakan berupa <i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA). Perbedaan penelitian ini adalah metode analisis, penulis menggunakan analisis regresi data panel. Selain itu populasi dan periode yang digunakan juga berbeda.
7.	I Made Pradnya Susila dan Gine Das Prena. (2019)	Variabel <i>independent</i> : keputusan pendanaan, kebijakan dividen, profitabilitas, dan <i>corporate social responsibility</i> . Variabel <i>dependent</i> : nilai pemegang saham.	Analisis regresi linier berganda.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham. 2. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham. 3. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham. 4. <i>Corporate social responsibility</i> berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham. 	Persamaan penelitian ini dengan penulis adalah variabel berupa keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Sedangkan perbedaan penelitian ini adalah metode analisis, penulis menggunakan analisis regresi data panel. Populasi dan periode yang digunakan juga berbeda.

8.	Hana Chabibatul Latifah dan Ani Wilujeng Suryani. (2020)	Variabel <i>independent</i> : kebijakan dividen, kebijakan hutang, profitabilitas dan likuiditas. Variabel <i>dependent</i> : harga saham.	Analisis regresi data panel.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham. 2. Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap harga saham. 3. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. 4. Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. 	Persamaan penelitian ini dengan penulis adalah variabel yang digunakan berupa kebijakan dividen dan metode analisisnya. Perbedaan dari penelitian ini adalah variabel yang terdiri dari kebijakan hutang, profitabilitas, likuiditas dan harga saham. Populasi dan periode yang digunakan juga berbeda.
9.	Muhammad Fadly Bahrin, Tifah, dan Amrie Firmansyah. (2020)	Variabel <i>independent</i> : keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan dividen dan arus kas bebas. Variabel <i>dependent</i> : nilai perusahaan.	Analisis regresi data panel.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. 2. Keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. 3. Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. 4. Arus kas bebas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. 	Persamaan penelitian ini dengan penulis adalah variabel berupa keputusan pendanaan dan aliran kas bebas. Metode yang digunakan sama yaitu analisis regresi data panel. Perbedaan penelitian ini adalah variabel berupa keputusan investasi dan nilai perusahaan. Selain itu populasi dan periode yang digunakan berbeda.
10.	Suriani Ginting, Seti Eli Larosa dan Sonya Enda Natasha S Pandia. (2021)	Variabel <i>independent</i> : profitabilitas, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan. Variabel <i>dependent</i> : Kebijakan Utang. Variabel moderasi : Set kesempatan investasi.	Analisis regresi linier berganda dan analisis regresi variabel moderasi (metode uji nilai selisih mutlak).	<ol style="list-style-type: none"> 1. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. 2. Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. 3. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. 4. Set kesempatan investasi tidak mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan. 	Persamaan penelitian ini dengan penulis adalah variabel moderasi berupa set kesempatan investasi. Perbedaan penelitian ini dari segi metode analisis, penulis menggunakan analisis regresi data panel dan <i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA) sebagai uji interaksinya. Variabel berupa profitabilitas, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, dan kebijakan utang berbeda dari penelitian yang dilakukan penulis.

JURNAL INTERNASIONAL					
No	Peneliti (Tahun)	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian	Research GAP
1.	Giriati (2015)	<i>Free cash flow, dividend policy, investment opportunity set, opportunistic behavior dan firm's value.</i>	<i>Multiple regression analysis.</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Opportunistic</i> tidak berpengaruh terhadap <i>free cash flow</i>. 2. <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend policy</i>. 3. <i>Investment opportunity set</i> berpengaruh negatif terhadap <i>dividend policy</i>. 4. Secara bersama-sama, <i>investment opportunity set, dividend policy</i> dan <i>opportunistic behaviour</i> berpengaruh terhadap <i>firm's value</i>. 	Persamaan dari penelitian ini dengan penulis adalah sama-sama menggunakan variabel <i>free cash flow, dividend policy</i> dan <i>investment opportunity set</i> . Namun memiliki perbedaan dengan penelitian ini, penulis menggunakan teknik <i>multiple regression analysis</i> . Variabel yang digunakan berupa <i>opportunistic behaviour</i> dan <i>firm value</i> berbeda dengan penulis. Populasi dan periode yang digunakan berbeda.

Sumber: Penulis, (2022)

2.3 Pengembangan Hipotesis

2.3.1 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan

Aliran kas bebas merupakan arus kas perusahaan pada rentang waktu periode akuntansi tertentu setelah dikurangi dengan biaya-biaya operasional. Aliran kas bebas diharapkan dapat bertambah dari tahun ke tahun agar dapat memberikan manfaat yang lebih baik kepada manajemen dan para investor. Sehingga aliran kas bebas memberikan gambaran mengenai kinerja perusahaan. Semakin besar aliran kas bebas perusahaan, maka menunjukkan bahwa kinerja perusahaan semakin bagus. Dengan begitu, perusahaan mampu memberikan manfaat yang baik kepada pihak manajemen dan para pemegang saham.

Dengan adanya aliran kas bebas, perusahaan dapat lebih mudah mengetahui kondisi keuangannya, sehingga dapat mempermudah perusahaan dalam melakukan perencanaan dan pembuatan strategi yang sesuai di waktu mendatang. Seperti perencanaan dalam pengambilan keputusan pendanaan, dengan melihat aliran kas bebas perusahaan, dapat menentukan pendanaan yang tepat untuk perusahaan. Sesuai dengan teori agensi, apabila hasil dari kegiatan perusahaan mampu memberikan laba yang besar, maka dapat menambah nilai aliran kas bebas perusahaan, sehingga mampu memberikan manfaat yang lebih baik kepada pihak manajemen dan para investor. Selain itu, informasi mengenai aliran kas bebas dapat

membantu perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan yang tepat bagi perusahaan. Hasil penelitian dari Rachma Zannati (2018) menjelaskan bahwa aliran kas bebas memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap keputusan pendanaan (Zannati & Pratiwi, 2018). Dari uraian tersebut, pengembangan hipotesis pertama adalah:

H₁ : Aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.

2.3.2 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang dibuat oleh suatu perusahaan berdasarkan keputusan pihak manajemen perusahaan yang mengalokasikan laba perusahaan kepada para investor, tetapi manajemen perusahaan juga harus memperhatikan pembagian dananya untuk laba ditahan sebagai dana internal perusahaan agar nilai perusahaan maksimal (Sartini & Purbawangsa, 2014). Apabila perusahaan mampu membuat kebijakan dividen yang tepat berdasarkan harapan dari para pemegang saham, sehingga banyak pemegang saham yang menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan dari para manajemen dalam mengelola laba bersih setelah pajak yang diperoleh perusahaan dalam jangka waktu tertentu yang kemudian dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen.

Apabila kebijakan dividen dari perusahaan itu besar, maka dapat mengurangi laba ditahan sebagai pendanaan internal perusahaan. Ketika sumber pendanaan dari perusahaan itu kecil, maka perusahaan akan memutuskan untuk mencari pendanaan dari luar perusahaan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan yang berkaitan dengan pendanaan. Sesuai dengan teori agensi, apabila manajemen mampu membuat keputusan pendanaan yang tepat untuk perusahaan, maka perusahaan tidak perlu mencari pendanaan dari pihak eksternal, karena laba ditahan yang dimiliki perusahaan sudah cukup untuk memenuhi kebutuhan operasional dalam kegiatan perusahaan. Namun, semakin tinggi entitas memberikan dividen bagi pemegang saham, maka semakin tinggi pula peluang perusahaan menggunakan dana dari pihak eksternal dibandingkan menggunakan dana internalnya karena dana internal sudah berkurang untuk dibagikan dalam bentuk dividen kepada para investor. Hasil pengujian dari Patra (2008) tentang pengaruh antara keputusan pendanaan, keputusan investasi, *cash dividend* dan produktifitas pasar saham agregat menghasilkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Sartini (2014) melakukan pengujian mengenai pengaruh keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia menyimpulkan bahwa kebijakan dividen memiliki

pengaruh positif terhadap keputusan pendanaan. Dari uraian tersebut, pengembangan hipotesis kedua adalah:

H₂ : Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.

2.3.3 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi

Aliran kas bebas adalah arus kas perusahaan yang dikurangi dengan pembayaran kegiatan operasional dan investasi seperti pebaruan mesin dan gedung. Sedangkan keputusan pendanaan adalah suatu kebijakan yang dikeluarkan oleh perusahaan melalui manajemen keuangan yang berkaitan dengan struktur modal agar perusahaan dapat membiayai investasi yang sedang dilakukannya. Dalam hal ini, manajemen keuangan dituntut untuk dapat merencanakan keuangan agar dana yang diperoleh perusahaan dari hasil operasional perusahaan dapat terpenuhi sesuai dengan persinya. Adanya aliran kas bebas, dapat mempermudah perusahaan dalam mengetahui kondisi keuangannya, sehingga dapat mempermudah perusahaan dalam melakukan perencanaan keuangan di masa yang akan datang. Seperti perencanaan dalam pengambilan keputusan pendanaan, dengan melihat aliran kas bebas perusahaan, dapat menentukan pendanaan yang tepat untuk perusahaan.

Set kesempatan investasi merupakan keputusan investasi melalui aktiva dari perusahaan yang telah diambilnya dan pertumbuhan perusahaan di waktu mendatang dengan mengacu pada selisih positif antara arus kas masuk dan arus kas keluar. Sesuai dengan teori agensi, apabila suatu perusahaan memiliki aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi, sehingga dalam membiayai proyeknya, manajer keuangan pada perusahaan tersebut menggunakan aliran kas bebas. Maka dari itu, dapat berpengaruh terhadap kesejahteraan perusahaan di masa yang akan datang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Zannati (2018) tentang pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan melalui set kesempatan investasi dan nilai pemegang saham sebagai moderasi menghasilkan bahwa set kesempatan investasi memiliki pengaruh yang signifikan dalam memoderasi hubungan antara aliran kas bebas dengan keputusan pendanaan. Dari uraian tersebut, pengembangan hipotesis kedua adalah:

H₃ : Set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan antara aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan.

2.3.4 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi

Kebijakan dividen adalah ketentuan yang dikeluarkan oleh sebuah entitas tentang pembagian keuntungan berupa dividen atau

laba ditahan. Perusahaan mampu memberikan labanya kepada pihak investor berupa dividen, atau dapat menyimpan labanya sebagai tambahan dana dalam bentuk laba ditahan agar ketika perusahaan membutuhkan dana untuk biaya operasionalnya dapat menggunakan laba ditahan yang dimiliki perusahaan tanpa memerlukan pendanaan dari pihak eksternal. Sehingga perusahaan dapat menentukan keputusan pendanaan yang tepat sesuai dengan kebutuhan perusahaan. Set kesempatan investasi berhubungan dengan keputusan investasi berdasarkan aktiva yang dimiliki perusahaan dan pertumbuhan perusahaan.

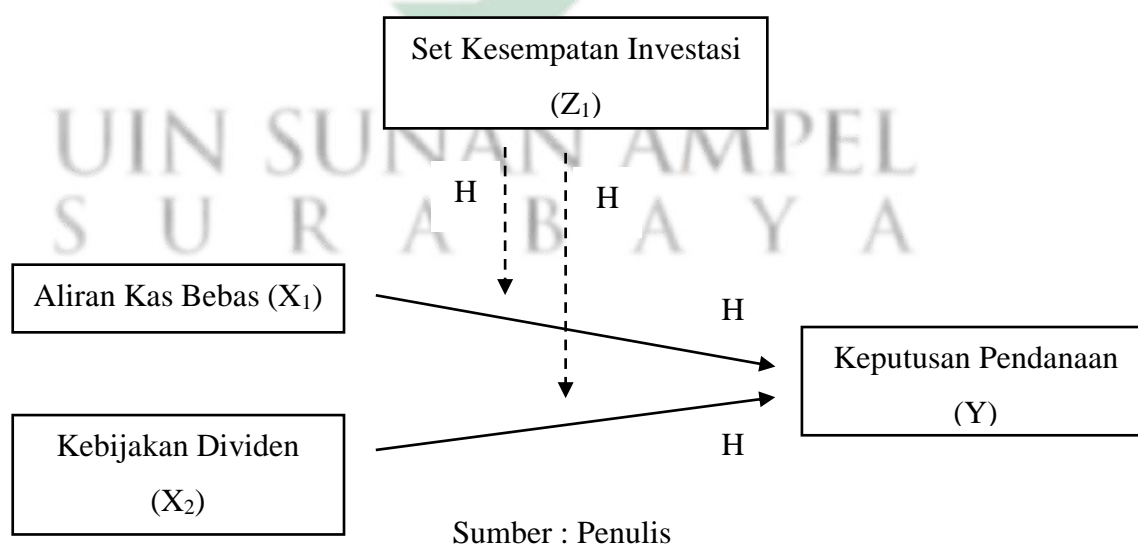
Sesuai dengan teori agensi, perusahaan yang memiliki laba bersih positif dapat digunakan sebagai laba ditahan maupun dibagi kepada pihak pemegang saham dalam bentuk dividen. Apabila perusahaan membagikan dividennya dalam jumlah yang sedikit, maka dapat menambah proporsi laba ditahan yang biasa dipakai entitas untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, sehingga dana internal perusahaan menjadi besar. Namun, dengan memberikan dividen kepada para pemegang saham yang nilainya besar, dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya ke perusahaan tersebut, dan perusahaan dapat meningkatkan harga per lembar sahamnya agar dana yang didapatkan perusahaan dari pihak eksternal akan bertambah sehingga dapat dijadikan pendanaan bagi investasi

perusahaan tersebut. Dari uraian tersebut, pengembangan hipotesis kedua adalah:

H₄ : Set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan antara kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan.




2.4 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual merupakan sebuah kerangka yang menggambarkan hubungan antara variabel *independent*, variabel *dependent* dan variabel moderasi. Pada penelitian yang dilakukan, kerangka konseptual menjelaskan tentang hubungan antara aliran kas bebas dan kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan dengan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi. Berikut adalah kerangka konseptual yang menerangkan tentang penelitian ini:



Gambar 2. 1 Kerangka Konseptual

Keterangan :

-  : Variabel Terukur
 : Pengaruh Variabel *Independent* Terhadap Variabel *Dependent* Secara Parsial
 : Pengaruh Variabel Moderasi Secara Parsial

Kerangka konseptual pada penelitian ini memberikan gambaran mengenai hipotesis yang telah dirumuskan. Penelitian ini memiliki tujuan yaitu untuk menguji pengaruh antara variabel bebas dengan variabel terikat, serta menguji variabel moderasi apakah dapat memperkuat atau memperlengah hubungan antara variabel *independent* dan variabel *dependent*. Sehingga dari gambaran kerangka konseptual tersebut dapat diketahui mengenai pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaa, pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan, pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan apabila terdapat set kesempatan investasi berperan sebagai pemoderasi, dan pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan apabila set kesempatan investasi sebagai pemoderasi.

BAB 3

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang dilakukan adalah penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif merupakan penelitian yang pendekatannya berupa pandangan mengenai tingkah laku manusia berdasarkan realita social, objektif dan dapat diukur (Nurlan, 2019). Penelitian kuantitatif melibatkan sebuah instrumen yang benar, kuat dan dapat diandalkan, sehingga data yang diperoleh nantinya akan dihitung dan dianalisis secara statistik untuk mengetahui bagaimana hasil dari penelitian yang dilakukan apakah sesuai atau tidak dengan kondisi yang sebenarnya terjadi. Sehingga, seorang peneliti dalam melakukan penelitian kuantitatif harus dapat memilih permasalahan yang tepat agar dapat diidentifikasi untuk menghasilkan rumusan masalah yang akurat. Selain itu, peneliti juga harus benar dalam memilih populasi dan menetapkan sampel agar hasil penelitiannya akurat dan dapat dipertanggung jawabkan.

3.2 Tempat dan Waktu Penelitian

Penelitian ini dimulai pada tanggal 27 September 2022 dan penelitian ini menggunakan *website* Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai sumber data dan informasi yang dibutuhkan untuk menganalisis serta menggunakan jurnal-jurnal terdahulu sebagai referensi tambahan.

3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

3.3.1 Variabel *Independent* (X)

a. Aliran Kas Bebas (X₁)

Aliran kas bebas adalah saldo kas dari perusahaan pada periode tertentu sesudah dikurangi dan untuk investasi ataupun modal pada perusahaan, sehingga saldo kas bebas tersebut bisa dipakai perusahaan sebagai modal untuk kegiatan operasional perusahaan atau diberikan kepada pihak investor. Aliran kas bebas berfungsi untuk mendanai berbagai kegiatan yang timbul akibat kegiatan dari suatu perusahaan, dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan. Sehingga perusahaan mengharapkan agar jumlah aliran kas bebas dari tahun ke tahun semakin bertambah agar dapat memberikan manfaat yang lebih baik untuk perusahaan, pihak manajer, ataupun pihak eksternal seperti para pemegang saham. Lebih tepatnya, aliran kas bebas berfungsi untuk memberikan kepuasan bagi para pihak-pihak yang terkait dalam perusahaan, terutama untuk para investor yang terdiri dari pemegang saham dan kreditur. Para investor akan tertarik ketika suatu perusahaan memiliki jumlah aliran kas bebas yang tinggi. Berikut rumus dari aliran kas bebas :

$$FCF = \frac{AKO - AKI}{Total Aset} \times 100\%$$

Keterangan :

FCF : Aliran kas bebas

AKO : Aliran kas operasional

AKI : Arus kas investasi

b. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen atau *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah kebijakan atau peraturan yang dibuat oleh sebuah perusahaan mengenai keputusan pembagian laba bersih hasil kegiatan operasional perusahaan baik berupa laba ditahan atau dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai dari pihak eksternal untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut, karena jika perusahaan membuat kebijakan dividen dan bagi para investor kebijakan tersebut dapat memberikan keuntungan baginya, maka para investor akan tertarik untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Sehingga perusahaan perlu memperhatikan lebih lanjut mengenai pembuatan keputusan dalam menentukan pembagian laba bersih yang sesuai dengan keadaan perusahaan dan kesejahteraan pihak eksternal. Berikut rumus dari kebijakan dividen :

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}} = \frac{(\text{Dividen kas : saham beredar})}{(\text{Laba tahun berjalan : saham beredar})}$$

Keterangan:

DPR : *Dividend Payout Ratio*

DPS : *Dividend Per Share*

EPS : *Earning Per Share*

3.3.2 Variabel *Dependent* (Y)

a. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan atau *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan keputusan yang ditentukan oleh sebuah perusahaan dalam menentukan pendanaan yang tepat untuk perusahaan. Perusahaan dapat menentukan apakah dana yang dibutuhkan dapat bersumber dari perusahaan itu sendiri atau dari pihak luar. Jika perusahaan menggunakan dana internal berarti perusahaan dapat menggunakan modal, laba ditahan atau laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan. Jika perusahaan menggunakan dana dari pihak eksternal berarti perusahaan dapat memperolehnya dari hutang. Berikut rumus dari keputusan pendanaan :

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

3.3.3 Variabel Moderasi (Z)

a. Set Kesempatan Investasi

Set kesempatan investasi adalah sebuah gambaran yang berasal dari aset riil yang dimiliki perusahaan dengan pilihan investasi pada waktu mendatang dengan nilai bersih dari perusahaan bernilai positif. Set kesempatan investasi adalah variabel laten yang memerlukan proksi dalam pengujiannya. Terdapat 3 proksi dalam set kesempatan investasi, yaitu proksi

berdasarkan harga, proksi berdasarkan investasi dan proksi berdasarkan varian. Dalam penelitian ini, penguji menggunakan proksi berdasarkan harga berupa *Ratio Market to Book Value of Assets* (MVABVA) sebagai perhitungan dalam penelitian ini. Berikut rumus dari set kesempatan investasi berupa MVABVA :

$$\text{MVABVA} = \frac{(\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}))}{\text{Total Aset}}$$

3.4 Populasi dan Sampel

Populasi adalah objek secara keseluruhan dari sebuah penelitian. Dalam hal ini, objek dapat berupa manusia, instansi ataupun perusahaan. Populasi dari penelitian ini yaitu seluruh perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2019-2022. Setelah itu, peneliti akan menyaring dan memilih beberapa populasi sesuai dengan kriteria yang dibutuhkan. Disebut dengan sampel, sampel adalah sebagian dari populasi yang telah memenuhi kriteria sesuai dengan yang dibutuhkan dalam proses penelitian. Dalam menentukan kriteria tersebut, penulis dapat menggunakan teknik yang disebut dengan *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah cara untuk memilih dan menentukan metode dalam mengambil sampel berdasarkan tingkat kebutuhan dari peneliti (Ulum & Juanda, 2017). Dari penjelasan tersebut, berikut adalah kriteria yang dibutuhkan peneliti:

- a. Perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2019-2022 secara berturut-turut.
- b. Perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang menerbitkan annual report tahun 2019-2022 secara berturut-turut.
- c. Perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang mengalami keuntungan atau laba selama periode 2019-2022 secara berturut-turut.
- d. Perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang memiliki arus kas operasional positif selama tahun 2019-2022 secara berturut-turut.
- e. Perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang menerbitkan dividen selama tahun 2019-2022 secara berturut-turut.

3.5 Jenis dan Sumber Data

Jenis data dari penelitian ini adalah jenis data sekunder dengan menggunakan laporan keuangan perusahaan sektor *consumer non cyclicals*. Sumber data dari penelitian ini adalah *website* resmi dari Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id.

3.6 Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini dalam mengumpulkan datanya dengan menggunakan teknik dokumentasi, yaitu mengumpulkan data yang berasal dari laporan keuangan, jurnal, buku dan laporan tahunan perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2019-2022 yang dapat diunduh dari *website* resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu www.idx.co.id atau dapat juga mengunjungi *website* resmi dari perusahaan-perusahaan yang digunakan untuk penelitian.

3.7 Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi data panel. Data panel digunakan untuk menganalisis jenis data yang memiliki objek lebih dari satu dengan tahun penelitian yang beragam, sehingga data panel merupakan jenis teknik analisis data yang menggabungkan antara runtun waktu atau *time series* dan antarruang atau *cross section* (Ghozali & Ratmono, 2017). Program yang digunakan untuk mengolah data dalam penelitian ini adalah *Eviews* versi 12. Penelitian ini menggunakan variabel moderasi untuk mengetahui apakah dengan adanya variabel moderasi dapat memperkuat atau memperlemah hubungan variabel *dependent* dan variabel *independent*. Uji interaksi variabel moderasi biasa disebut dengan *moderated regression analysis* (MRA). Pendekatan analisis data yang dilakukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

3.7.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui secara umum mengenai data yang digunakan dalam penelitian. Gambaran secara umum dalam analisis statistik deskriptif dapat memaparkan nilai dari rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum dan nilai standar deviasi dari data yang digunakan untuk penelitian (Ghozali & Ratmono, 2017).

3.7.2 Uji Asumsi Klasik

Karena menggunakan analisis regresi data panel, maka sebelum melakukan uji hipotesis harus menggunakan uji asumsi klasik dahulu, berupa:

- 1.) Uji Normalitas, uji ini tidak selalu digunakan dalam model analisis regresi, namun, karena sampel > 30 maka uji normalitas dapat digunakan.
- 2.) Uji Multikolinearitas, uji ini harus dilakukan jika pada penelitian mempunyai 2 atau lebih variabel *independent*. Dalam penelitian terdapat 2 variabel bebas, sehingga uji multikolinearitas perlu dilakukan.
- 3.) Uji Heteroskedastisitas, uji ini digunakan apabila pada penelitian terdapat jenis data *cross section*. Karena data *cross section* pada data panel mempunyai keterkaitan lebih daripada data *time series*, maka uji heteroskedastisitas perlu dilakukan.
- 4.) Uji Autokorelasi, uji ini dilakukan apabila pada uji regresi linier berganda menggunakan data *time series*, namun apabila menggunakan jenis data *cross section* dan panel, maka tidak perlu menggunakan uji autokorelasi.

Dari uraian tersebut, pengujian ini akan menggunakan 3 jenis uji asumsi klasik, yaitu:

1. Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan uji yang dilakukan untuk mencari tahu apakah variabel yang digunakan dalam penelitian ini berupa variabel *independent*, variabel *dependent* dan variabel moderasi memiliki nilai yang berdistribusi normal atau tidak. Penelitian akan dikatakan baik apabila memiliki data yang berdistribusi normal (Ardian, 2019). Selain itu, uji T dan uji F mengasumsikan nilai residual berdistribusi normal, jika tidak hasil uji statistik akan tidak valid khususnya untuk sampel yang berjumlah sedikit. Uji normalitas yang sering digunakan adalah uji *Jarque – Bera* (JB) apabila jumlah sampel banyak. Terdapat dua kriteria dalam pengujian ini, yaitu:

- (1) Jika nilai probabilitas $> 0,05$, data data yang diuji berdistribusi normal.
- (2) Jika nilai probabilitas $< 0,05$, data yang diuji tidak berdistribusi normal (Ghozali & Ratmono, 2017).

2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas merupakan variabel – variabel *independent* memiliki hubungan yang linier. Uji multikolinearitas yang bagus akan menghasilkan data yang menjelaskan tentang variabel *independent* yang ada pada penelitian memiliki tidak memiliki hubungan satu sama lain, sehingga bebas dari gejala multikolinier. Agar dapat mengetahui

apakah data tersebut multikolinier dapat dilakukan dengan cara berikut:

1. Apabila nilai korelasi $< 0,9$ ini menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan multikolinearitas.
2. Ketika nilai korelasi $> 0,9$ ini menunjukkan bahwa terdapat multikolinearitas (Ghozali & Ratmono, 2017).
3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dipakai apabila ingin mengetahui apakah metode analisis regresi linier berganda ada ketidaksamaan varians terhadap selisih antara nilai prediksi dan nilai sebenarnya. Regresi yang bagus ialah apabila data yang dimiliki tidak memiliki tanda - tanda heteroskedastisitas atau mempunyai varians yang homogen. Menurut Ghozali (2006), apabila variabel *independent* berpengaruh kepada besarnya regresi yang signifikan, itu berarti mengandung heteroskedastisitas. Tingkat signifikansi (α) harus bernilai 5%, dengan menggunakan variabel *dependent* berupa RESABS, maka:

1. Apabila nilai probation $> 0,05$, itu berarti tidak terjadi heteroskedastisitas.
2. Apabila nilai probation $< 0,05$, itu berarti terjadi heteroskedastisitas (Ghozali & Ratmono, 2017).

3.8 Analisis Regresi Data Panel

Model yang digunakan dalam pengujian penelitian ini adalah analisis regresi data panel dan uji interaksi untuk variabel moderasi menggunakan *moderated regression analysis* (MRA). Penelitian ini menggunakan data panel karena mengandung gabungan antara data *cross section* dengan data *time series*. Penelitian ini terdiri dari beberapa perusahaan dengan rentan waktu selama empat tahun. Karena penelitian ini terdapat dua jenis analisis, maka model yang digunakan juga terdapat dua rumus yang berbeda, berikut model yang digunakan dalam penelitian ini:

MODEL 1

$$KP_{it} = \alpha + \beta_1 AKB_{it} + \beta_2 KD_{it} + eit$$

Keterangan:

α	= Konstanta
β_1-2	= Koefisien variabel <i>independent</i>
KP	= Keputusan pendanaan
AKB	= Arus kas bebas
KD	= Kebijakan dividen
e	= <i>Error terms</i>
i	= Data <i>cross section</i>
t	= Data <i>time series</i>

MODEL 2

$$KP_{it} = \alpha + \beta_1 AKB_{it} + \beta_2 KD_{it} + \beta_3 SKI_{it} + \beta_4 AKB * SKI_{it} + \beta_5 KD * SKI_{it} + eit$$

Keterangan:

α	= Konstanta
β_1-2	= Koefisien variabel <i>independent</i>
β_3	= Koefisien variabel moderai
β_4-5	= Koefisien interaksi variabel <i>independent</i> dengan variabel moderasi

KP	= Keputusan pendanaan
AKB	= Arus kas bebas
KD	= Kebijakan dividen
SKI	= Set kesempatan investasi
AKB_SKI	= Interaksi antara arus kas bebas dengan set kesempatan investasi
KD_SKI	= Interaksi antara kebijakan dividen dengan set kesempatan investasi
e	= <i>Error terms</i>
i	= Data <i>cross section</i>
t	= Data <i>time series</i>

3.8.1 Model Estimasi Regresi Data Panel

1. Model *Common Effect* (CEM)

Model *common effect* adalah sebuah pendekatan yang menggambarkan tentang model dari analisis data panel paling sederhana dengan mencampurkan antara data *cross section* dengan data *time series*. Model ini mengasumsikan bahwa data yang berasal dari perusahaan adalah sama dalam kurun waktu tertentu, artinya model ini tidak memperhatikan objek ataupun waktu. Untuk mengestimasi model data panel, model ini menggunakan metode pendekatan yang disebut dengan *ordinary least square* (OLS) atau biasa disebut dengan teknik kuadrat terkecil (Nandita et al., 2019).

2. Model *Fixed Effect* (FEM)

Model *fixed effect* berhubungan dengan data yang memiliki intercept yang berbeda dari tiap subjek (*cross section*), namun seiring berjalannya waktu slope dari tiap subjek tersebut tidak berubah. Maksudnya adalah ketika koefisien regresi dari hasil analisisnya sama, terdapat perbedaan pada kontans pada setiap

objek. Sehingga model *fixed effect* disebut sebagai model tetap karena satu objek memiliki konstanta yang tetap pada setiap periode. Variabel *dummy* digunakan dalam model ini untuk membedakan tiap-tiap subjek yang ada. *Least square dummy variables* (LSDV) merupakan sebutan lain untuk model *fixed effect* (Nandita et al., 2019).

3. Model *Random Effect* (REM)

Model *random effect* menggambarkan hubungan yang acak antara subjek, data panel dengan variabel yang diduga memiliki hubungan antar waktu dan subjeknya menggunakan model ini (Nandita et al., 2019). Model ini dapat menyebabkan ketidakpastian karena model *random effect* digunakan untuk mengatasi model *fixed effect* yang menggunakan variabel *dummy*. Sehingga model ini menggunakan residual yang dapat menggambarkan hubungan antar objek dan antar waktu. Model *random effect* menggunakan persamaan yang hampir sama dengan *fixed effect*, hanya saja koefisiennya berbeda karena koefisien pada persamaan ini diasumsikan bersifat random (Herawati, 2013).

3.8.2 Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel

1. Uji *Chow*

Uji *chow* digunakan untuk mengetahui model terbaik antara common effect dengan fixed effect yang nantinya akan digunakan

untuk menganalisis regresi data panel (Nandita et al., 2019).

Berikut hipotesis dalam merumuskan uji ini:

H0 = Model yang terpilih adalah *common effect model* (CEM).

H1 = Model yang terpilih adalah *fixed effect model* (FEM).

Tingkat signifikansi yang digunakan adalah sebesar 5% atau setara dengan 0,05. Jika nilai *probation* > 0,05; maka yang dipilih adalah *common effect model* (CEM), sedangkan apabila nilai *probation* < 0,05; maka yang dipilih adalah *fixed effect model* (FEM).

2. Uji Hausman

Uji *hausman* digunakan untuk mengetahui model terbaik antara *fixed effect model* (FEM) dengan *random effect model* (REM) yang akan digunakan untuk menganalisis regresi data panel (Nandita et al., 2019). Berikut hipotesis yang dirumuskan dalam menentukan model pada uji ini:

H0 = Model yang terpilih adalah *random effect*.

H1 = Model yang terpilih adalah *fixed effect*.

Penentuan uji hausman ini dapat dilihat dari nilai *probation* pada *cross-section random*. Apabila nilai *probation* > 0,05; maka yang dipilih adalah *random effect model* (REM). Namun jika nilai *probation* < 0,05; maka yang dipilih adalah *fixed effect model* (FEM).

3. Uji Lagrange Multiplier (LM)

Uji LM adalah uji yang digunakan untuk menentukan model terbaik antara *common effect model* (CEM) dengan *random effect model* (REM) (Nandita et al., 2019). Sering kali uji ini tidak digunakan jika model yang terpilih adalah *random effect*, karena uji *chow* dan uji *hausman* sudah lebih dahulu menentukan.

Berikut hipotesis untuk merumuskan uji ini:

H₀ = Model yang dipilih adalah *common effect*.

H₁ = Model yang diilih adalah *random effect*.

Untuk menentukan model yang terpilih dapat dilihat melalui nilai *both*. Apabila nilai *both* < 0,05 maka yang dipilih adalah *random effect model* (REM). Namun, apabila nilai *both* > 0,05 maka yang dipilih adalah *common effect model* (CEM).

3.9 Pengujian Hipotesis

3.9.1 Uji Determinasi (R²)

Uji determinasi atau biasa disebut dengan pengujian koefisien determinasi (R²) biasa digunakan dalam pengukuran untuk menghitung seberapa besar persentase kemampuan suatu model dalam menjelaskan variabel terikatnya. Apabila nilai dari R² semakin besar, itu menandakan bahwa peluang pengaruh variabel *independent* terhadap variabel *dependent* semakin besar dan begitu juga sebaliknya. Sehingga, *R square* menjelaskan besarnya persentase variabel *independent* berdasarkan variabel *dependent* (Zannati &

Pratiwi, 2018). Dalam penelitian ini berarti apabila besarnya persentase aliran kas bebas dan kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaa semakin besar maka variabel *dependent* memiliki pengaruh yang besar terhadap variabel *independent*.

Uji determinasi atau R^2 digunakan untuk menguji seberapa jauh model dalam menerangkan variabel-variabel *dependent* yang digunakan. Namun, terkadang peneliti melakukan pengujian R^2 terlebih dahulu untuk melihat seberapa besar persentase variabel *dependent* dalam menerangkan pengaruhnya terhadap variabel *independent*. Padahal dalam kenyataan empiris, ditemukan regresi dengan nilai R^2 yang tinggi tetapi nilai regresinya tidak signifikan atau tidak berpengaruh. Sehingga bukan berarti jika hasil persentase R^2 rendah mencerminkan regresinya tidak baik (Ghozali & Ratmono, 2017).

3.9.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Uji F atau uji simultan adalah sebuah uji yang berfungsi untuk mengetahui apakah variabel *independent* secara bersama-sama dapat berpengaruh terhadap variabel *dependent*. Berikut untuk menentukan rumusan uji F:

1. Apabila nilai *probation F statistic* $< 0,05$ artinya bahwa variabel *independent* secara bersama-sama dapat mempengaruhi variabel *dependent*.

2. Apabila nilai *probation F statistic* $> 0,05$ artinya bahwa variabel *independent* secara bersama-sama tidak dapat mempengaruhi variabel *dependent* (Ghozali & Ratmono, 2017).

3.9.3 Uji Signifikansi Parsial (Uji T)

Uji T atau uji parsial adalah sebuah uji yang dilakukan untuk mengetahui apakah variabel *independent* secara parsial dapat berpengaruh terhadap variabel *dependent*. Berikut adalah penentuan dalam melakukan uji T:

1. Apabila nilai *probation* $< 0,05$ dan nilai t hitung atau t statistik $>$ t tabel, maka variabel *independent* berpengaruh terhadap variabel *dependent* secara individu.
2. Apabila nilai *probation* $> 0,05$ dan nilai t hitung atau t statistik $<$ t tabel, maka variabel *independent* tidak berpengaruh terhadap variabel *dependent* secara individu (Ghozali & Ratmono, 2017).

3.9.4 Uji Interaksi Moderasi

Uji interaksi moderasi adalah sebuah pengujian yang dilakukan untuk menguji apakah hipotesis moderasi dalam penelitian berpengaruh atau tidak. Dalam pengujian interaksi moderasi, dapat melihat melalui nilai dari t-statistik dan p-value. Apabila nilai dari p-value $< 0,005$, maka hipotesis dari pengujian tersebut diterima. Namun, apabila nilai dari p-value $> 0,005$, maka hipotesis pada penelitian tidak dapat diterima (Zannati & Pratiwi, 2018). Dalam

penelitian ini, apabila aliran kas bebas dan kebijakan dividen jika diuji dengan set kesempatan investasi menghasilkan $p\text{-value} < 0,005$, maka hipotesis pada penelitian ini dapat diterima, begitupun sebaliknya.



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

BAB 4

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

4.1.1 Lokasi Penelitian

Lokasi dari penelitian ini adalah pada Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui website resmi www.idx.co.id dan perusahaan sektor *consumer non cyclicals* digunakan sebagai objek dalam penelitian ini. Mengacu kepada laporan keuangan yang dapat memberikan informasi baik untuk pihak internal dan eksternal sangat menarik untuk dilakukan penelitian, khususnya terkait dengan arus kas perusahaan dan penggunaan dana untuk kegiatan operasional perusahaan. Dalam hal ini, arus kas berperan penting untuk mengetahui bagaimana keadaan keuangan perusahaan yang sebenarnya. Dengan melihat keluar masuknya transaksi keuangan, perusahaan dapat melihat apakah pada periode tersebut dana yang dimiliki oleh perusahaan sudah mencukupi atau malah sebaliknya. Juga dapat dilihat melalui laporan laba rugi perusahaan. Ketika perusahaan mendapatkan keuntungan, apakah laba yang dimiliki perusahaan akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan disimpan oleh perusahaan sebagai laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan dalam kegiatan operasionalnya. Pembagian dividen erat kaitannya dengan pihak investor dan saham perusahaan.

Dimana perusahaan harus membagi keuntungan tersebut secara rata agar pihak eksternal dan pihak perusahaan dapat terpenuhi dengan baik. Sehingga perusahaan perlu memikirkan investasi di masa yang akan datang pula guna mencegah terjadinya hal-hal yang tidak diinginkan di masa yang akan datang. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor *consumer non cyclicals* sebanyak 118 perusahaan dan setelah dilakukan teknik *purposive sampling* terdapat 21 perusahaan di setiap periode yang akan digunakan untuk penelitian ini.

4.1.2 Karakteristik Sampel Penelitian

Untuk menjawab rumusan masalah dan tujuan penelitian, terdapat beberapa kriteria yang harus terpenuhi agar sampel sesuai dengan apa yang dibutuhkan oleh penulis, kriteria-kriteria tersebut dilakukan dengan metode yang bernama *purposive sampling*.

Diantaranya yaitu:

Tabel 4. 1 Purposive Sampling

No.	Kategori	Jumlah
1.	Perusahaan sektor <i>consumer non cyclicals</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2019-2022.	118
No.	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan sektor <i>consumer non cyclicals</i> yang menerbitkan <i>annual report</i> selama 4 tahun berturut-turut yaitu tahun 2019-2022.	87
2.	Perusahaan sektor <i>consumer non cyclicals</i> yang mengalami keuntungan atau laba selama tahun 2019-2022	51

3.	Perusahaan sektor <i>consumer non cyclicals</i> yang memiliki arus kas operasional positif selama tahun 2019-2022.	50
4.	Perusahaan sektor <i>consumer non cyclicals</i> yang menerbitkan dividen selama tahun 2019-2022.	21
	Total Periode	4
	Total Sampel Keseluruhan	84

Sumber: Hasil dari peneliti, (2023)

Dari hasil *purposive sampling* di atas, dapat dilihat bahwa penulis melakukan eliminasi untuk menentukan berapa banyak sampel yang dibutuhkan sesuai dengan kriteria yang dibutuhkan. Dengan metode *purposive sampling* dapat diketahui bahwa selama 4 periode, terdapat 84 sampel yang terdiri dari 21 perusahaan setiap tahunnya.

4.2 Analisis Data

4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif adalah analisis yang dilakukan untuk mengetahui gambaran mengenai data yang akan digunakan agar dapat memberikan informasi secara sekilas terhadap bentuk dan karakteristik serta informasi mengenai data yang akan digunakan untuk menganalisis. Nilai mengenai nilai rata-rata atau *mean*, nilai tengah atau *median*, nilai maksimum dan nilai minimum dapat diketahui melalui uji analisis statistik deskriptif. Berikut merupakan hasil uji analisis statistik deskriptif yaitu:

Tabel 4. 2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	AKB	KD	SKI	KP
Mean	-0,835686	-0,399296	0,232037	-0,086189
Median	-0,920819	-0,408935	0,215923	-0,033865
Maximum	0,000000	0,678518	1,211121	0,611723
Minimum	-2,324541	-1,397940	-	-0,920819
			0,318759	
Std. Dev.	0,575688	0,342081	0,297584	0,370036
Skewness	-0,132508	0,116038	0,986931	-0,254509
Kurtosis	2,350004	3,500829	4,264430	2,458192
Jarque-Bera	1,724551	1,066412	19,23220	1,934292
Probability	0,422200	0,586721	0,000067	0,380166
Sum	-70,19765	-33,54088	19,49108	-7,239906
Sum. Sq. Dev.	27,50757	9,712631	7,350184	11,36490
Observation	84	84	84	84

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Dapat dilihat dari tabel diatas menunjukkan bahwa nilai maksimum dari variabel *dependent* yaitu keputusan pendanaan (KP) adalah 0,611723, sedangkan nilai minimum dari hasil analisis adalah sebesar -0,920819. Untuk nilai rata-rata atau mean dari variabel keputusan pendanaan adalah sebesar -0,086189 dan memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,370036. Nilai maksimum dari variabel *dependent* berupa keputusan pendanaan adalah berasal dari perusahaan PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk (CPIN) pada tahun 2021, sementara itu, perusahaan yang memiliki nilai minimum dari variabel *dependent* adalah PT Bright Indonesia Seed Industry Internasional Tbk (BISI) pada tahun 2022.

Kemudian untuk variabel *independent* yang pertama yaitu aliran kas bebas (AKB) dengan nilai rata-rata sebesar -0,835686 dan memiliki standar deviasi sebesar 0,575688, memiliki nilai maksimum sebesar 0,000000 dan nilai minimum sebesar -2,324541. PT Mayora Indah Tbk (MYOR) merupakan perusahaan yang memiliki nilai tertinggi pada tahun 2022, sedangkan untuk nilai terendahnya dipegang oleh PT Mayora Indah Tbk (MYOR) pada tahun 2021. Untuk variabel *independent* kedua yaitu kebijakan dividen (KD) memiliki nilai rata-rata sebesar -0,399296 dengan standar deviasi sebesar 0,342081. Kebijakan dividen memiliki nilai maksimum sebesar 0,678518 dan nilai minimum sebesar -1,397940. Perusahaan yang memiliki nilai tertinggi adalah PT Supra Boga Lestari Tbk (RANC) di tahun 2021 dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM) menduduki nilai terendah di tahun 2020.

Selanjutnya untuk variabel moderasi yaitu set kesempatan investasi (SKI) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,232037 dengan standar deviasi sebesar 0,297584. Set kesempatan investasi memiliki nilai maksimum sebesar 1,211121 dan nilai minimum sebesar -0,318759. Perusahaan yang memiliki nilai maksimum adalah PT *Unilever* Indonesia Tbk (UNVR) di tahun 2019, sedangkan nilai minimum dari variabel moderasi diduduki oleh PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM) di tahun 2019.

4.2.2 Uji Pemilihan Model Estimasi

4.2.2.1 *Common Effect Model (CEM)*

Common Effect Model (CEM) disebut sebagai jenis model yang paling sederhana dalam regresi linier jika dibandingkan dengan model lainnya. Model *common effect* merupakan sebuah model yang mengkombinasikan data time series dengan data *cross section* tanpa melihat perbedaan antar waktu dan antar individu (Septianingsih, 2022). Model ini juga biasa disebut sebagai *pooled least square* atau *Ordinary Least Square* (OLS) sebagai jenis pendekatannya. CEM mengasumsikan bahwa setiap variabel memiliki nilai intersep dan *slope* koefisien yang sama.

Tabel 4. 3 Hasil *Common Effect Model*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.087676	0.101203	-0.866332	0.3889
AKB	0.081416	0.070150	1.160603	0.2493
KD	-0.002275	0.125655	-0.018109	0.9856
SKI	0.295713	0.146052	2.024704	0.0462
R-squared	0.083541	Mean dependent var		-0.086189
Adjusted R-squared	0.049173	S.D. dependent var		0.370036
S.E. of regression	0.360823	Akaike info criterion		0.845590
Sum squared resid	10.41547	Schwarz criterion		0.961343
Log likelihood	-31.51479	Hannan-Quinn criter.		0.892122
F-statistic	2.430821	Durbin-Watson stat		0.434427
Prob(F-statistic)	0.071197			

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

4.2.2.2 *Fixed Effect Model (FEM)*

Model *fixed effect* ini mengasumsikan bahwa *slope* koefisien setiap variabel tetap/konstan, tetapi nilai dari

intersep berbeda. Artinya, seiring berjalanya waktu, nilai koefisien yang dimiliki akan bernilai tetap. Sehingga model ini menggunakan metode *Least Square Dummy Variable* (LSDV) sebagai pendekatannya (Rahmatullah et al., 2020).

Tabel 4. 4 Hasil Fixed Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.055205	0.065152	0.847317	0.4002
AKB	0.081820	0.035942	2.276452	0.0264
KD	0.105794	0.071883	1.471761	0.1463
SKI	-0.132629	0.190284	-0.697008	0.4885
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.859926	Mean dependent var	-0.086189	
Adjusted R-squared	0.806232	S.D. dependent var	0.370036	
S.E. of regression	0.162887	Akaike info criterion	-0.556569	
Sum squared resid	1.591922	Schwarz criterion	0.137950	
Log likelihood	47.37591	Hannan-Quinn criter.	-0.277378	
F-statistic	16.01506	Durbin-Watson stat	2.712106	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

4.2.2.3 *Random Effect Model (REM)*

Model *random effect* merupakan sebuah model yang mengasumsikan bahwa apabila terjadi error maka sifatnya random. Pada metode ini, terdapat dua komponen dalam pembentukan error yaitu individu dan waktu (Septianingsih, 2022). Sehingga model ini akan memecah komponennya menjadi error terhadap komponen individu dan error terhadap komponen waktu.

Tabel 4. 5 Hasil Random Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021355	0.096415	0.221491	0.8253
AKB	0.081797	0.035670	2.293169	0.0245
KD	0.100913	0.070670	1.427933	0.1572
SKI	0.004766	0.157752	0.030210	0.9760

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.343996	0.8169
Idiosyncratic random		0.162887	0.1831

Weighted Statistics			
R-squared	0.090736	Mean dependent var	-0.019857
Adjusted R-squared	0.056639	S.D. dependent var	0.166871
S.E. of regression	0.162077	Sum squared resid	2.101512
F-statistic	2.661094	Durbin-Watson stat	2.050399
Prob(F-statistic)	0.053670		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.036955	Mean dependent var	-0.086189
Sum squared resid	10.94491	Durbin-Watson stat	0.393693

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

4.2.3 Uji Pemilihan Model Terbaik

1. Uji Chow

Tabel 4. 6 Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	16.628101	(20,60)	0.0000
Cross-section Chi-square	157.781396	20	0.0000

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Uji Chow digunakan untuk memilih jenis pengujian terbaik antara *Common Effect Model* (CEM) dengan *Fixed Effect Model*

(FEM). Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai nilai *probation* dari *cross-section* F sebesar 0,0000 ; artinya nilai *probabilitas* *cross-section* $F < 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak, sedangkan H_1 diterima, sehingga hasil dari uji *chow* model yang terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM) bukan *Common Effect Model* (CEM).

2. Uji Hausman

Tabel 4. 7 Hasil Uji *Hausman*

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.206630	3	0.5306

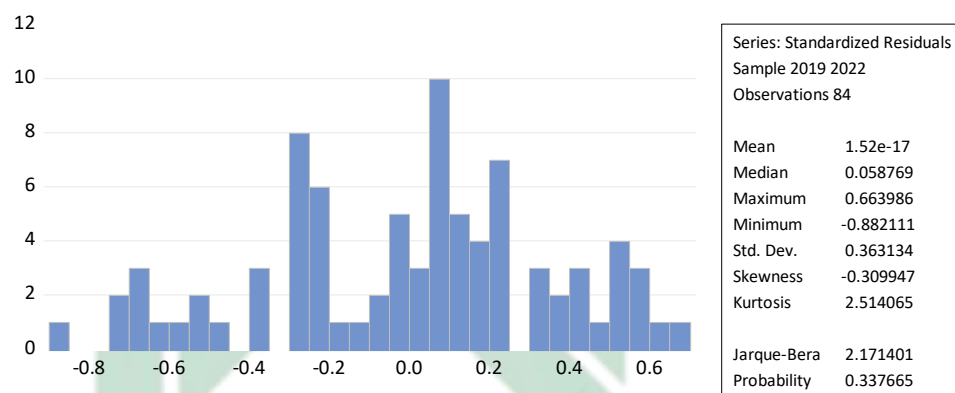
Sumber: *Output Eviews* 12, (2023)

Setelah melakukan pengujian terhadap *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM) melalui uji *chow* dan yang terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM), maka selanjutnya yang perlu dilakukan adalah uji *hausman*. Uji *hausman* digunakan untuk memilih model terbaik antara *Random Effect Model* (REM) dengan *Fixed Effect Model* (FEM). Dari uji *hausman* dapat dilihat bahwa nilai *probation* dari *cross-section random* adalah sebesar 0,5306, sehingga nilai *probation* dari *cross-section* yaitu $0,53 > 0,05$, artinya H_0 diterima dan H_1 ditolak, artinya adalah model yang terpilih untuk penelitian ini adalah *Random Effect Model* (REM).

4.2.4 Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Tabel 4. 8 Hasil Uji Normalitas



Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan uji Jarque-Bera dengan melihat nilai dari probabilitasnya. *Jarque-Bera* (JB) digunakan untuk menguji data apakah berdistribusi normal atau tidak. Hasil uji *Jarque-Bera* (JB) pada penelitian ini menunjukkan bahwa nilai probabilitasnya sebesar $0,34 > 0,05$.

Artinya data dari penelitian ini berdistribusi normal.

2. Uji Multikolinearitas

Tabel 4. 9 Hasil Uji Multikolinearitas

	AKB	KD	SKI
AKB	1	0.11889135	0.18900393
KD	0.11889135	1	0.38580250
SKI	0.18900393	0.38580250	1

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai korelasi antara X1 dan X2 adalah sebesar $0,1189 < 0,80$. Kemudian nilai korelasi

antara X1 dan Z adalah sebesar $0,1890 < 0,80$. Selanjutnya untuk nilai korelasi dari X2 dan Z adalah sebesar $0,3858 < 0,80$. Sehingga dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa dari nilai korelasi antara X1 dan X2, X1 dan Z, serta X2 dan Z tidak terjadi multikolinearitas, artinya data terbebas dari multikolinearitas.

3. Uji Heteroskedaktisitas

Tabel 4. 10 Hasil Uji Heteroskedaktisitas

Dependent Variable: RESABS
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/18/23 Time: 17:16
 Sample: 2019 2022
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 21
 Total panel (balanced) observations: 84
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.257439	0.060182	4.277672	0.0001
AKB	-0.009909	0.025896	-0.382644	0.7030
KD	-0.003690	0.051040	-0.072287	0.9426
SKI	0.108128	0.105532	1.024594	0.3086

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai probation dari X1 adalah sebesar $0,7030 > 0,05$, kemudian untuk X2 memiliki nilai probation sebesar $0,9426 > 0,05$, selanjutnya variabel Z memiliki nilai probation sebesar $0,3086 > 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak terjadi gejala heteroskedaktisitas, artinya data dari penelitian ini tidak mengalami gangguan heteroskedaktisitas.

4.2.5 Pengujian Hipotesis

1. Uji Regresi Data Panel

Model 1

Tabel 4. 11 Hasil Uji Regresi Data Panel Model 1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.022594	0.087658	0.257750	0.7973
AKB	0.081811	0.035437	2.308629	0.0235
KD	0.101215	0.069845	1.449138	0.1512

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

$$KP_{it} = \alpha + \beta_1 AKB_{it} + \beta_2 KD_{it} + eit$$

$$KP_{it} = 0,022594 + 0,081811 AKB_{it} + 0,101215 KD_{it} + eit$$

Dari persamaan di atas, maka dapat dijelaskan sebagai berikut:

- 1.) Nilai koefisien dari konstanta adalah sebesar 0,022594, dapat menjelaskan bahwa apabila variabel *independent* yang terdiri dari arus kas bebas dan kebijakan dividen memiliki nilai nol, maka nilai dari keputusan pendanaan adalah sebesar 0,022594.
- 2.) Nilai koefisien variabel *independent* pertama yaitu arus kas bebas (X1) sebesar 0,081811, artinya adalah apabila terjadi peningkatan terhadap arus kas bebas namun variabel lain diasumsikan tetap, maka dapat meningkatkan pula nilai dari variabel *dependent* yaitu keputusan pendanaan sebesar 0,081811. Sehingga dari penjelasan tersebut dan hasil dari

nilai koefisiennya, arus kas bebas memiliki hubungan positif (searah) dengan keputusan pendanaan.

- 3.) Nilai koefisien variabel *independent* kedua yaitu kebijakan dividen (X2) sebesar 0,101215, artinya adalah apabila terjadi peningkatan terhadap kebijakan dividen namun variabel lain diasumsikan tetap, maka dapat meningkatkan pula nilai dari variabel *dependent* yaitu keputusan pendanaan sebesar 0,101215. Sehingga dari penjelasan tersebut dan dari hasil nilai koefisiennya, kebijakan dividen memiliki hubungan positif (searah) dengan keputusan pendanaan.

Model 2

Tabel 4. 12 Hasil Uji Regresi Data Panel Model 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.060587	0.088652	-0.683424	0.4964
AKB	0.376610	0.131047	2.873858	0.0052
KD	-1.657040	0.989141	-1.675231	0.0979
SKI	-1.329383	1.010952	-1.314982	0.1924
AKB_SKI	-0.353091	0.151393	-2.332272	0.0223
KD_SKI	1.764282	0.994206	1.774564	0.0799

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

$$KP_{it} = \alpha + \beta_1 AKB_{it} + \beta_2 KD_{it} + \beta_3 SKI_{it} + \beta_4 AKB_SKI_{it} + \beta_5 KD_SKI_{it} + eit$$

$$KP_{it} = -0,060587 + 0,376610 AKB_{it} - 1,657040 KD_{it} - 1,3229383 SKI_{it} - 0,353091 AKB_SKI_{it} + 1,764282 KD_SKI_{it} + eit$$

Dari persamaan di atas, dapat dijelaskan bahwa:

- 1.) Nilai koefisien dari konstanta adalah sebesar $-0,060587$, artinya adalah apabila variabel *independent* yang terdiri dari arus kas bebas dan kebijakan dividen, kemudian variabel moderasi yang terdiri dari set kesempatan investasi, lalu interaksi antara variabel *independent* dan variabel moderasi memiliki nilai nol, maka nilai dari variabel *dependent* yaitu keputusan pendanaan adalah sebesar $-0,060587$.
- 2.) Nilai koefisien variabel *independent* pertama yaitu arus kas bebas (X_1) sebesar $0,376610$, artinya adalah apabila terjadi peningkatan terhadap arus kas bebas namun variabel lain diasumsikan tetap, maka dapat meningkatkan pula nilai dari variabel *dependent* yaitu keputusan pendanaan sebesar $0,376610$. Sehingga dari penjelasan tersebut dan dari hasil nilai koefisiennya, arus kas bebas memiliki hubungan positif (searah) dengan keputusan pendanaan.
- 3.) Nilai koefisien variabel *independent* kedua yaitu kebijakan dividen (X_2) adalah sebesar $-1,657040$, artinya adalah apabila terjadi peningkatan dari kebijakan dividen dan variabel lain diasumsikan nilainya tetap, maka dapat menurunkan nilai dari keputusan pendanaan sebesar $-1,657040$. Sehingga dari penjelasan tersebut dan dari hasil nilai koefisiennya, kebijakan dividen memiliki hubungan negatif (tidak searah) dengan keputusan pendanaan.

- 4.) Nilai koefisien variabel moderasi yaitu set kesempatan investasi (Z) sebesar $-1,329383$, artinya adalah apabila terjadi peningkatan terhadap variabel moderasi yaitu set kesempatan investasi dan variabel lain diasumsikan nilainya tetap, maka dapat menurunkan nilai dari keputusan pendanaan sebesar $-1,329383$. Sehingga dari penjelasan tersebut dan dari hasil nilai koefisiennya, set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif (tidak searah) dengan keputusan pendanaan.
- 5.) Nilai koefisien variabel interaksi pertama yaitu arus kas bebas dengan set kesempatan investasi ($X1_Z$) sebesar $-0,353091$, artinya adalah apabila terjadi peningkatan terhadap interaksi antara arus kas bebas dengan set kesempatan investasi namun variabel lain diasumsikan tetap, maka dapat menurunkan nilai dari variabel *dependent* yaitu keputusan pendanaan sebesar $-0,353091$. Sehingga dari penjelasan tersebut dan dari hasil nilai koefisiennya, interaksi antara arus kas bebas dengan set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif (tidak searah) dengan keputusan pendanaan.
- 6.) Nilai koefisien variabel interaksi kedua yaitu kebijakan dividen dengan set kesempatan investasi ($X2_Z$) sebesar $1,764282$, artinya adalah apabila terjadi peningkatan terhadap variabel interaksi yaitu kebijakan dividen dengan set kesempatan investasi namun variabel lain diasumsikan tetap,

maka dapat meningkatkan pula nilai dari variabel *dependent* yaitu keputusan pendanaan sebesar 1,764282. Sehingga dari penjelasan tersebut dan dari hasil nilai koefisiennya, interaksi antara arus kas bebas dengan set kesempatan investasi memiliki hubungan positif dengan keputusan pendanaan.

2. Uji T (Parsial)

Model 1

Tabel 4. 13 Hasil Uji T Model 1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.022594	0.087658	0.257750	0.7973
AKB	0.081811	0.035437	2.308629	0.0235
KD	0.101215	0.069845	1.449138	0.1512

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Jika dilihat dari tabel di atas, maka dapat disimpulkan bahwa:

H1 : Arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Hasil dari uji T menunjukkan bahwa, nilai *probation* dari arus kas bebas sebesar 0,0235 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Selain itu, nilai t hitung atau t statistik dari arus kas bebas adalah sebesar 2,308629 dimana nilai tersebut lebih besar dari t tabel yaitu 1,99. Sehingga dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa H1 diterima, dimana arus kas bebas berpengaruh terhadap keputusan pendanaan.

H2 : Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Hasil dari uji T menunjukkan bahwa, nilai probation dari kebijakan dividen sebesar 0,1512 dimana nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Selain itu, nilai t hitung atau t statistik dari arus kas bebas adalah sebesar 1,449138 dimana nilai tersebut lebih kecil dari t tabel yaitu 1,99. Sehingga dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa H2 ditolak, dimana kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Model 2

Tabel 4. 14 Hasil Uji T Model 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.060587	0.088652	-0.683424	0.4964
AKB	0.376610	0.131047	2.873858	0.0052
KD	-1.657040	0.989141	-1.675231	0.0979
SKI	-1.329383	1.010952	-1.314982	0.1924
AKB_SKI	-0.353091	0.151393	-2.332272	0.0223
KD_SKI	1.764282	0.994206	1.774564	0.0799

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Jika dilihat dari tabel di atas, dapat dijelaskan bahwa:

H3 : Set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat hubungan arus kas bebas dengan keputusan pendanaan.

Hasil dari analisis menunjukkan bahwa, nilai probation dari interaksi antara arus kas bebas dengan set kesempatan investasi adalah sebesar 0,0223 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Sehingga dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa H3 diterima, dimana set kesempatan investasi mampu memoderasi pengaruh antara arus kas bebas dengan keputusan pendanaan.

H4 : Set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh signifikan dalam memperkuat pengaruh kebijakan dividen dengan keputusan pendanaan.

Hasil dari uji T menunjukkan bahwa, nilai probation dari interaksi antara kebijakan dividen dengan set kesempatan investasi adalah sebesar 0,0799 dimana nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Sehingga dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa H4 ditolak, dimana set kesempatan investasi tidak mampu memoderasi pengaruh antara kebijakan dividen dengan keputusan pendanaan.

3. Uji F (Simultan)

Model 1

Tabel 4. 15 Hasil Uji F Model 1

R-squared	0.091345	Mean dependent var	-0.019453
Adjusted R-squared	0.068909	S.D. dependent var	0.166132
S.E. of regression	0.160306	Sum squared resid	2.081526
F-statistic	4.071390	Durbin-Watson stat	2.069935
Prob(F-statistic)	0.020661		

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Dengan menggunakan *Random Effect Model* (REM) dapat dilihat hasilnya pada tabel uji f menunjukkan bahwa nilai probation dari F statistic $< Chi^2$ sebesar $0,020661 < 0,05$. Artinya adalah secara bersama-sama arus kas bebas dan kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Model 2

Tabel 4. 16 Hasil Uji F Model 2

R-squared	0.167912	Mean dependent var	-0.023479
Adjusted R-squared	0.114573	S.D. dependent var	0.174012
S.E. of regression	0.163740	Sum squared resid	2.091249
F-statistic	3.148024	Durbin-Watson stat	1.780382
Prob(F-statistic)	0.012179		

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Dengan menggunakan *Random Effect Model* (REM) dapat dilihat hasilnya pada tabel uji f model 2 menunjukkan bahwa nilai probation dari F statistic $< Chi^2$ sebesar $0,012179 < 0,05$. Artinya adalah secara bersama-sama set kesempatan investasi mampu memoderasi pengaruh dari arus kas bebas dan kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan.

4. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 4. 17 Hasil Uji Koefisien Determinasi (2) Model 1

R-squared	0.091345	Mean dependent var	-0.019453
Adjusted R-squared	0.068909	S.D. dependent var	0.166132
S.E. of regression	0.160306	Sum squared resid	2.081526
F-statistic	4.071390	Durbin-Watson stat	2.069935
Prob(F-statistic)	0.020661		

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Dari hasil uji yang tertera pada tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai R-squared adalah sebesar 0,091345 atau senilai dengan 9%. Sehingga dapat diartikan bahwa variabel arus kas bebas dan kebijakan dividen mampu menjelaskan variabel keputusan pendanaan sebesar 9%, sedangkan 91% (100%-9%) lainnya dari keputusan pendanaan dapat dijelaskan oleh variabel lain selain arus kas bebas dan kebijakan dividen.

Model 2

Tabel 4. 18 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²) Model 2

R-squared	0.167912	Mean dependent var	-0.023479
Adjusted R-squared	0.114573	S.D. dependent var	0.174012
S.E. of regression	0.163740	Sum squared resid	2.091249
F-statistic	3.148024	Durbin-Watson stat	1.780382
Prob(F-statistic)	0.012179		

Sumber: *Output Eviews 12*, (2023)

Dari hasil uji yang tertera pada tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai R-squared adalah sebesar 0,167912 atau sebesar 17%. Sehingga dapat diartikan bahwa variabel moderasi berupa set kesempatan investasi mampu menjelaskan variabel keputusan pendanaan sebesar 17%, sedangkan 83% (100%-17%) lainnya dari keputusan pendanaan dapat dijelaskan oleh variabel moderasi lain selain set kesempatan investasi dari model penelitian ini.

4.3 Pembahasan

4.3.1 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan

Berdasarkan hasil dari analisis statistik, variabel aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan. Dengan melihat hasil dari uji T, nilai probabilitas dari aliran kas bebas sebesar $0,02 < 0,05$ yang berarti memiliki pengaruh. Kemudian, untuk hasil dari nilai koefisien analisis regresi data panel memiliki hasil yang positif sebesar 0,082. Sehingga, sesuai dengan rumusan hipotesis yang pertama (H1) pada penelitian ini diterima, bahwa aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Zannati & Pratiwi, 2018) yaitu aliran kas bebas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Aliran kas bebas berkaitan erat dengan masalah keagenan, karena aliran kas bebas yang dihasilkan dari kegiatan operasional biasa digunakan untuk berinvestasi dalam bentuk aset ataupun modal kerja agar perusahaan tetap berjalan dan dapat tumbuh berkembang. Setelah itu, selisih dari aliran kas bebas yang telah digunakan untuk berinvestasi dalam menunjang kebutuhan operasional kemudian dibagikan kepada pihak investor. Secara teori, apabila perusahaan memiliki aliran kas bebas yang tinggi, maka dapat mencerminkan kinerja perusahaan yang bagus dalam mengelola usahanya sehingga mendapatkan penghasilan yang besar untuk membiayai kegiatan

operasional dari perusahaan tersebut. Apabila perusahaan dapat menghasilkan keuntungan yang besar dan menambah nilai dari aliran kas bebas, maka dengan memberikan sinyal kepada para investor dapat menariknya untuk berinvestasi ke perusahaan tersebut karena melihat kinerja perusahaan yang bagus hingga dapat menghasilkan aliran kas bebas yang tinggi dan secara tidak langsung dapat menguntungkan para investor

Namun, berdasarkan teori agensi yang berkaitan antara manajer perusahaan dengan pemilik perusahaan, manajer perusahaan menggunakan aliran kas bebas untuk keuntungannya sendiri dengan cara menggunakan kas perusahaan untuk mendanai kegiatan operasional secara berlebihan sehingga menguntungkan bagi manajer perusahaan tetapi dapat merugikan pihak investor. Karena dana yang berasal dari aliran kas bebas dapat digunakan untuk para pemegang saham yang seharusnya mendapatkan keuntungan berupa dividen atau untuk berinvestasi terhadap aset perusahaan agar dapat memperlancar kinerja perusahaan.

Keputusan pendanaan yang diprosikan dengan DER berkaitan dengan pemakaian dana eksternal sebagai sumber pembiayaan bagi perusahaan. Pengelolaan dana yang baik dapat meminimalisir pemakaian hutang bagi perusahaan untuk menunjang kegiatan operasionalnya. Semakin besar penggunaan hutang, maka dapat berisiko bagi Kesehatan perusahaan di masa yang akan datang.

Apabila perusahaan tidak mengimbangi dengan kinerja yang bagus agar mendapatkan keuntungan yang maksimal, maka dapat membahayakan merugikan perusahaan dan dapat menyebabkan kebangkrutan karena gagal bayar.

Dari hasil penelitian ini, aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan. Artinya, perusahaan-perusahaan yang diteliti telah menggunakan aliran kas bebasnya secara baik, dengan menggunakannya terlebih dahulu untuk berinvestasi terhadap aset perusahaan ataupun sebagai modal kerja. Lalu setelah itu dana yang tersisa dibagikan kepada pihak investor. Dengan adanya aliran kas bebas yang tinggi maka dapat menekan penggunaan dana dari pihak eksternal berupa hutang. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan mengoptimalkan penggunaan dana internal untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Manajer keuangan telah berhasil mengelola keuangan perusahaan dengan baik dengan dilihat dari hasil dari analisis statistik penelitian ini. Manajer keuangan menggunakan aliran kas bebas dengan mendistribusikannya terlebih dahulu kepada aset dan modal kerja lalu membagikannya dalam bentuk dividen kepada para investor. Dari hasil hipotesis yang menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan dalam perusahaan yang diteliti lebih menggunakan dana internal untuk kebutuhan perusahaan. Semakin tinggi nilai dari aliran kas bebas maka perusahaan semakin banyak

memiliki dana untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan telah menggunakan dananya dengan baik karena memiliki aliran kas bebas yang tinggi sehingga tidak menambahkan atau menimbulkan hutang yang terlalu berlebihan. Perusahaan membiayai kegiatan operasionalnya dari aliran kas bebas yang dimilikinya sebelum dibagikan kepada para investor berupa dividen. Artinya perusahaan memiliki aliran kas yang tinggi hingga tidak perlu mendanai kegiatan operasionalnya dengan hutang dari pihak eksternal.

Dari penelitian ini dapat diartikan bahwa semakin besar aliran kas bebasnya maka perusahaan mengalokasikan dananya untuk berinvestasi lebih besar dibandingkan dengan pembagian dividen kepada para pemegang saham. Dapat dilihat dari hasil analisis laporan keuangan PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk., pada tahun 2019 dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham sebesar Rp109.625.000.000 lebih kecil dari dana yang digunakan untuk berinvestasi yaitu sebesar Rp2.689.191.000.000. Sedangkan laba ditahan dari perusahaan ini sebesar Rp4.168.600.000. Dapat dilihat bahwa ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas positif, manajer perusahaan akan mengalokasikan dananya kepada kegiatan investasi yang nilainya lebih besar dari pembagian dividen yang tentunya sesuai dengan keadaan perusahaan. Perusahaan mengalokasikan dananya seperti itu agar di masa yang akan datang dana yang digunakan untuk

kegiatan investasi baik berupa aset tetap ataupun modal dapat berdampak baik untuk perusahaan, namun perusahaan tetap membagikan labanya dalam bentuk dividen setelah mengalokasikan dana hasil kegiatan operasional untuk berinvestasi.

4.3.2 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan

Hasil dari analisis statistik penelitian ini menunjukkan bahwa nilai probation dari kebijakan dividen adalah sebesar $0,15 > 0,05$ dengan koefisien sebesar $0,10$, artinya bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Secara teori, apabila kebijakan dividen meningkat maka keputusan pendanaan juga meningkat. Namun, dalam penelitian ini kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang dikeluarkan perusahaan untuk membagikan labanya dalam bentuk laba ditahan untuk digunakan sebagai modal operasional perusahaan atau dalam bentuk dividen yang dibagikan kepada para investor. Manajer keuangan memiliki dua pilihan, yaitu menyimpan labanya dalam bentuk laba ditahan sehingga perusahaan dapat meminimalisir penggunaan dana dari pihak eksternal atau manajer keuangan memilih untuk membagikan labanya dalam bentuk dividen kepada pihak investor sebagai imbalan atas dana yang telah mereka investasikan.

Kebijakan dividen dan keputusan pendanaan adalah dua komponen yang tidak dapat dipisahkan, karena besar kecilnya

pembayaran dividen kepada pemegang saham dapat mempengaruhi laba ditahan yang digunakan perusahaan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham, maka semakin kecil laba yang dapat ditahan perusahaan untuk pendanaan kegiatan operasional perusahaan. Sehingga manajer keuangan harus dapat mengalokasikan laba yang diperoleh dengan porsi yang sesuai antara pembagian dividen dengan laba ditahan.

Menurut Harjito dan Martono (2013), ada dua pendapat mengenai relevansi kebijakan dividen, yaitu:

1. Teori Ketidakrelevanan Dividen (Irrelevant Theory)

Modigliani dan Miller (1958) berpendapat bahwa Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan bagian kecil dari keputusan pendanaan dan tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham. Sehingga dalam keadaan seperti ini, terjadi yang namanya pasar modal sempurna, dimana tidak ada biaya transaksi, biaya pengembangan (floating cost) dan tidak terdapat pajak.

2. Teori Relevansi Dividen (Relevant Theory)

Teori ini menyatakan bahwa dividen relevan ketika dalam kondisi ketidakpastian, maksudnya para pemegang saham dapat terpengaruh oleh kebijakan dividen. Maksud dari ketidakpastian adalah kondisi dimana perusahaan mengambil keputusan namun tidak mengetahui hasil dan risiko dimasa yang akan datang. Dalam hal ini perusahaan yang minim akan pengalaman sehingga

kurangnya pengetahuan dan informasi atau bahkan belum pernah terjadi kasus yang serupa.

Dapat disimpulkan bahwa hasil dari penelitian ini sejalan dengan teori ketidakrelevanan dividen, dimana besar kecilnya pembagian dividen tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham. Sesuai dengan informasi yang disampaikan perusahaan melalui laporan keuangan bahwa perusahaan-perusahaan yang diteliti membagikan dividen dalam jumlah yang berbeda setiap tahunnya, bahkan mengalami penurunan dari tahun sebelumnya, namun jumlah saham yang beredar tidak berkurang. Sehingga dari hasil penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan menyatakan bahwa besar kecilnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan yang diteliti tidak mempengaruhi keputusan manajer keuangan dalam memutuskan pendanaan yang akan dipilih perusahaan untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan tersebut.

Secara teori, apabila manajer keuangan mengalokasikan laba yang diperoleh dari kegiatan operasional untuk dibagikan dalam bentuk dividen, maka jumlah laba ditahan yang digunakan sebagai sumber pendanaan internal dari perusahaan tersebut akan lebih sedikit. Sehingga perusahaan membutuhkan pendanaan dari pihak eksternal untuk membiayai proses produksi dari kegiatan

operasional perusahaan. Namun hal ini tidak sesuai dengan hasil analisis dari penelitian.

Pada tahun 2020, *Unilever* membagikan dividen hampir 100% dari laba bersih yang diterimanya. Sebesar Rp7.130.000.000.000 dividen yang dibagikan oleh *Unilever*, sedangkan laba bersih yang diperoleh adalah sebesar Rp7.160.000.000.000. Artinya, sebesar 99,58% dari laba bersih perusahaan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Namun, pembagian dividen pada perusahaan *Unilever* dari tahun 2018-2022 semakin menurun karena laba yang dihasilkan perusahaan juga menurun. Liabilitas pada perusahaan meningkat, artinya perusahaan menggunakan dana eksternal untuk menutup kebutuhan pendanaan dalam kelangsungan kegiatan operasional perusahaan. Sehingga mengakibatkan ekuitas perusahaan tersebut menurun.

Hal tersebut sejalan dengan teori yang disampaikan, artinya hasil dari penelitian ini seharusnya berpengaruh. Namun, karena peneliti mengambil tahun penelitian disaat adanya pandemi *Covid-19* yang mengakibatkan gejolak pertumbuhan perekonomian negara Indonesia bahkan dunia menjadi kian memburuk, sehingga perusahaan lebih mementingkan nasib pemegang sahamnya dengan memberikan kesejahteraan yang baik melalui pembagian dividen yang tinggi agar penjualan

saham di masa ketidakpastian pasar modal para pemegang saham tetap menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

4.3.3 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Keputusan Pendanaan Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi

Hasil analisis statistik dari penelitian ini menunjukkan bahwa nilai probation dari interaksi antara aliran kas bebas dan set kesempatan investasi adalah sebesar $0,02 < 0,05$ sehingga set kesempatan investasi mampu memoderasi pengaruh antara aliran kas bebas dengan keputusan pendanaan. Dari hasil penelitian ini maka hipotesis ketiga (H3) diterima. Semakin tinggi nilai aliran kas bebas, maka set kesempatan investasinya akan semakin melambat. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Zannati & Pratiwi, 2018), yang menunjukkan bahwa set kesempatan investasi mampu memoderasi pengaruh aliran kas bebas dengan keputusan pendanaan.

Set kesempatan investasi merupakan sebuah kesempatan investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan di masa yang akan datang dengan meramalkan kondisi keuangan perusahaan di masa sekarang. Dengan melihat laporan keuangan perusahaan, pada laporan arus kas atau laporan laba rugi perusahaan, manajer keuangan dapat melihat apakah perusahaan memiliki potensi yang bagus di masa yang akan datang. Dari hasil analisis statistik perusahaan memiliki aliran kas bebas yang bagus, perusahaan juga menggunakan pendanaan dari hasil keuntungan dengan sebaik mungkin sehingga tidak perlu hutang

dengan jumlah yang banyak untuk mendanai biaya kegiatan operasional yang dapat berpotensi merugikan perusahaan di masa yang akan datang.

Dengan begitu, maka perusahaan dapat melihat bahwa ada kesempatan untuk berinvestasi di masa yang akan datang karena melihat aliran kas perusahaan yang tinggi dan potensi penggunaan hutang yang rendah. Manajer keuangan telah menggunakan aliran kas bebasnya dengan nilai bersih positif untuk kegiatan operasional dengan maksimal sehingga kebutuhan pendanaan terpenuhi dengan baik. Manajer keuangan tidak mementingkan keuntungan pribadinya saja, namun lebih untuk kepentingan operasional. Apabila perusahaan menjalankan hal ini dengan baik, maka perusahaan dapat meramalkan jenis investasi untuk masa depan demi kelangsungan Kesehatan perusahaan. Dengan begitu, hasil penelitian ini menyatakan bahwa set kesempatan investasi mampu memperkuat pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan.

Aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi yang tinggi menunjukkan bahwa manajer keuangan lebih mengalokasikan dananya untuk membiayai kegiatan operasional agar memiliki dampak yang baik di masa yang akan datang. Seperti yang terjadi pada PT. Sumber Alfaria Trijaya Tbk. (AMRT) yang memiliki tingkat pendanaan investasi lebih tinggi dibandingkan dengan dividen yang dibagikan kepada investor. Di tahun 2022, dana investasi yang

disisihkan oleh AMRT sebesar Rp. 4.700.017.000.000 sedangkan dividen yang dibagikan kepada para investor adalah sebesar Rp. 779.830.000.000. Ditambah dengan laba ditahan dari perusahaan ini sebesar Rp. 11.221.527.000.000, menunjukkan bahwa manajer keuangan mengalokasikan dananya lebih besar kepada kegiatan operasional dan investasi di masa yang akan datang dengan tetap memperhatikan proporsi dividen yang tepat.

4.3.4 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Keputusan Pendanaan Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi

Hasil analisis statistik dari penelitian ini adalah nilai probation interaksi antara set kesempatan investasi dengan kebijakan dividen sebesar $0,08 > 0,05$ dengan nilai koefisien 1,76. Artinya set kesempatan investasi tidak dapat memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan.

Kebijakan dividen dan keputusan pendanaan adalah dua komponen yang tidak dapat dipisahkan, karena besar kecilnya pembayaran dividen kepada pemegang saham dapat mempengaruhi laba ditahan yang digunakan perusahaan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham, maka semakin kecil laba yang dapat ditahan perusahaan untuk pendanaan kegiatan operasional perusahaan. Sehingga ketika perusahaan tidak memiliki laba ditahan yang besar sesuai dengan kebutuhan perusahaan, maka perusahaan akan memutuskan untuk

menggunakan dana dari pihak eksternal sebagai sumber pendanaan kegiatan operasional perusahaan. Jika perusahaan menggunakan sumber pendanaan dari pihak eksternal yang terlalu tinggi dan berpotensi tidak dapat membayarnya di masa yang akan datang, maka dapat berisiko terhadap kelangsungan hidup perusahaan bahkan bisa menyebabkan masalah kebangkrutan. Namun, apabila perusahaan membagikan dividen dalam jumlah yang kecil, maka perusahaan dapat menyimpan laba ditahan dengan jumlah yang lebih banyak, sehingga ketika perusahaan membutuhkan dana untuk kegiatan operasionalnya, maka perusahaan dapat menggunakan dana dari internal untuk memenuhi kebutuhan ekonomi perusahaan tersebut. Pembagian dividen yang kecil akan mengurangi minat para investor untuk menanamkan sahamnya kepada perusahaan tersebut karena dinilai perusahaan tersebut tidak dapat mensejahterakan para investornya. Sehingga, manajer keuangan harus dapat mengalokasikan laba yang tepat antara pembagian dividen dan laba ditahan.

Ketidakpastian yang dialami perusahaan berhubungan dengan kondisi perusahaan dimasa yang akan datang. Seperti kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan di masa yang akan datang. Set kesempatan investasi berhubungan erat dengan perencanaan investasi perusahaan di masa yang akan datang dengan melihat kondisi keuangan perusahaan saat ini. Dari hasil penelitian ini, set kesempatan

investasi tidak dapat memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaa. Artinya perusahaan tidak dapat meramalkan jenis investasi yang tepat untuk masa yang akan datang dengan melihat kondisi keuangan saat ini dengan melihat laba yang diperoleh dan juga melihat bagaimana manajer keuangan dalam mengalokasikannya. Sesuai dengan *irrelevant theory*, keputusan pendanaan tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Artinya keputusan pendanaan saat ini yang dialokasikan oleh manajer keuangan untuk pembagian dividen dan laba ditahan tidak dapat menggambarkan apakah perusahaan mampu memilih investasi dimasa yang akan datang dengan melihat kondisi keuangan saat ini karena adanya ketidakpastian sehingga perusahaan tidak mengetahui peluang di masa yang akan datang.

Secara teori, apabila manajer keuangan mengalokasikan laba yang diperoleh dalam bentuk dividen, maka jumlah laba ditahan dari perusahaan tersebut akan berkurang. Apabila laba ditahan dari perusahaan berkurang otomatis laba yang digunakan untuk kegiatan investasi untuk masa yang akan datang juga sedikit. Pada PT Unilever Indonesia Tbk., dividen yang dibagikan oleh perusahaan ini lebih besar daripada laba ditahan. Pada tahun 2022, perusahaan membagikan dividen sebesar Rp5.836.950.000.000, sedangkan laba ditahan dari perusahaan ini adalah sebesar Rp3.809.696.000.000. Hal ini disebabkan karena tingginya harga saham dari *Unilever* sehingga

dividen yang dibagikan juga bernilai tinggi. Harga saham *Unilever* pada tahun 2022 adalah sebesar Rp4.350 per lembar saham dengan jumlah saham yang beredar sebanyak 38.150.000.000.

Dari laporan keuangan perusahaan *Unilever* dapat dilihat disisi aset tidak lancarnya. Dari tahun 2019-2022 mengalami penurunan yang cukup signifikan. Pada tahun 2019, alokasi aset tidak lancarnya sebesar Rp12.119.037.000.000. Ditahun 2020 turun menjadi Rp11.706.272. Lalu pada tahun 2021 mengalami penurunan sebesar Rp279.948.000.000 dari tahun sebelumnya. Dan di tahun 2022 *Unilever* kembali mengalami penurunan alokasi dana untuk aset tetapnya menjadi Rp10.750.346.000.000. Sehingga dari tahun 2019 hingga tahun 2022 *Unilever* mengalami penurunan hingga Rp1.368.691.000.000 untuk alokasi dana aset tidak lancarnya. Sehingga investasi di masa depan tidak dapat memperkuat pengaruh besar kecilnya dividen yang dibagikan terhadap pengalokasian dana dari perusahaan. Hal ini disebabkan karena set kesempatan investasi lebih berpengaruh terhadap kebutuhan perusahaan. Apabila aset tidak lancar perusahaan sudah mencukupi, maka perusahaan tidak perlu mengalokasikan dananya untuk berinvestasi pada aset tidak lancar terlalu berlebihan. Sehingga dana tersebut dapat dialokasikan pada komponen lainnya.

BAB 5 PENUTUPAN

5.1 Kesimpulan

Dari hasil penelitian yang telah dilakukan, dapat ditarik kesimpulan bahwa:

1. Aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2019-2022. Semakin besar aliran kas bebas, maka perusahaan akan semakin banyak memiliki modal untuk memenuhi kebutuhan perusahaan dalam melaksanakan kegiatan operasional perusahaan. Sehingga perusahaan dapat menggunakan dana internal dan dapat meminimalisir risiko yang dapat merugikan perusahaan di masa yang akan datang.
2. Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2019-2022. Kebijakan yang dikeluarkan perusahaan terkait laba ditahan dan pembagian dividen tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan karena sesuai dengan teori ketidakrelevanan yang menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah bagian kecil dari keputusan pendanaan dan tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham.

3. Set kesempatan investasi mampu memoderasi pengaruh aliran kas bebas terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2019-2022. Dengan adanya set investasi maka mampu memperkuat hubungan antara aliran kas bebas dengan keputusan pendanaan. Sehingga ketika aliran kas bebas yang tinggi, manajer keuangan dapat mengalokasikan dana yang dimiliki perusahaan agar dapat berinvestasi di masa yang akan datang.
4. Set kesempatan investasi tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan pada perusahaan sektor *consumer non cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2019-2022. Sesuai dengan teori ketidakrelevanan dividen yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham. Menunjukkan bahwa meskipun perusahaan memutuskan untuk menyimpan dana yang dimilikinya untuk laba ditahan lebih banyak dibandingkan dibagikan kepada para investor, maka tidak mempengaruhi minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut karena dividen yang dibagikan dirasa tidak kurang dari yang diinginkan oleh investor. Namun dari hasil penelitian ini, set kesempatan investasi tidak dapat memperkuat hubungan kebijakan dividen dengan keputusan pendanaan karena perusahaan tidak dapat memprediksi investasi di masa yang akan datang karena adanya ketidakpastian.

5.2 Saran

1. Bagi peneliti, untuk penelitian selanjutnya agar mengganti dan menambah variabel agar analisis rasio keuangannya dapat diukur dengan variabel-variabel lainnya yang lebih relevan. Selain itu penelitian selanjutnya dapat mengganti sektor dan menambah tahun periode yang digunakan agar terdapat kebaruan serta melihat berkembang dari tahun ke tahun yang jangka waktunya lebih lama hingga yang terbaru.
2. Bagi perusahaan, untuk manajer keuangannya agar lebih bijak dalam mengalokasikan dana yang dimiliki untuk kebutuhan internal maupun eksternal. Sehingga dana yang didapat dapat digunakan sebaik mungkin untuk kegiatan operasional maupun pihak-pihak yang terkait.
3. Bagi para investor, dari penelitian ini diharapkan agar dapat lebih memahami informasi yang disampaikan perusahaan melalui laporan keuangan sehingga sebelum memilih emiten sebagai sasaran dalam kegiatan berinvestasi setidaknya mengetahui perusahaan yang baik bagaimana dengan melihat laporan keuangan. Dengan melihat arus kas, ekuitas, liabilitas bahkan dividen yang dibagikan perusahaanpun investor dapat menilai kinerja dari perusahaan tersebut.
4. Bagi akademis, penelitian terkait analisis rasio keuangan dapat dikembangkan dengan memperhatikan penelitian serupa sebagai ide tambahan dan apabila ada yang salah dapat diperbaiki atau diganti dengan komponen lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Andreas, H. H., Ardeni, A., & Nugroho, P. I. (2017). Konservatisme Akuntansi di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 20(1), 1. <https://doi.org/10.24914/jeb.v20i1.457>
- Ardian, N. (2019). Pengaruh Insentif Berbasis Kinerja, Motivasi Kerja, dan Kemampuan Kerja Terhadap Prestasi Kerja Pegawai UNPAB. *Jurnal Kajian Ekonomi Dan Kebijakan Publik*, 4(2).
- Ayuningtyas, D. (2019). Ada Apa dengan HM Sampoerna di Q3, kok Pendapatannya Turun? *CNBC Indonesia*. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20191025163654-17-110242/ada-apa-dengan-hm-sampoerna-di-q3-kok-pendapatannya-turun>
- Burhanudin, Hidayati, S. A., & Tohri, M. Z. (2019). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Set Kesempatan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Riset Manajemen*, 19(1).
- CNBC. (2020). Pabrik Terpapar Covid-19, Saham Sampoerna Sudah Terjun 24%. *CNBC Indonesia*.
- Etiawan, Y., & Azizium Hakim, M. (2019). Apakah Sinyal Kinerja Keuangan Masih Terkonfirmasi?: Studi Empiris Lembaga Keuangan Di PT. BEI. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 22(2), 293–293.
- Firmansyah, R. (2020). Teori Sinyal (Signaling Theory). *Kompasiana*. <https://www.kompasiana.com/rizkifirmansyah6995/5fc064104b222b7192574782/teori-sinyal-signalling-theory?page=all>
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Eviews 10 edisi 2*.
- Herawati, T. (2013). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen*.
- Hidayah, N. (2015). Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Property dan Real Estat Di Bursa Efek Indonesia. *XIX(03)*, 420–432.
- Ilhamsyah, F. L. (2017). Pengaruh Kebijakan Dividen, Keputusan Investasi, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 6(2).
- Indonesia, B. (2019). Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2019. *Bank Indonesia*. https://www.bi.go.id/id/publikasi/laporan/Documents/3_LPI2019_BAB1.pdf
- Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian RI. (2019). Tahun 2019, Di Tengah Ketidakpastian Global, Ekonomi Indonesia Masih Tumbuh Di Atas 5 Persen

dan Mampu Memperbaiki Kualitas Pertumbuhan. *Www.Ekon.Go.Id*.
<https://ekon.go.id/publikasi/detail/847/tahun-2019-di-tengah-ketidakpastian-global-ekonomi-indonesia-masih-tumbuh-di-atas-5-persen-dan-mampu-memperbaiki-kualitas-pertumbuhan>

Kominfo. (2019). BPS: Triwulan III-2019, Ekonomi Indonesia Tumbuh 5,02 Persen. *Kominfo*. <https://www.kominfo.go.id/content/detail/22582/bps-triwulan-iii-2019-ekonomi-indonesia-tumbuh-502-persen/0/berita#:~:text=Jakarta%2C> Kominfo - Badan Pusat Statistik, didukung oleh semua lapangan usaha.

Kompas.com. (2021). Apa Itu Cash Flow: Definisi, Jenis, Contoh, dan Cara Membuatnya. *Kompasiana*.
<https://money.kompas.com/read/2021/10/08/094646026/apa-itu-cash-flow-definisi-jenis-contoh-dan-cara-membuatnya?page=all>

Mardiyati, U., Ahmad, G. N., & Putri, R. (2012). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 3(1).

Munandar, B., & 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.

Nandita, D. A., Alamsyah, L. B., Jati, E. P., & Widodo, E. (2019). Regresi Data Panel untuk Mengetahui Faktor-Faktor yang Mempengaruhi IPM di Kabupaten/Kota Provinsi DIY. *Indonesian Journal of Applied Statistics*, 2(1), 42–52. <https://doi.org/10.29313/statistika.v22i2.1122>

Novika, S. (2021). Bos Alfamart Buka-bukaan “Pukulan” Covid-19: 2020 Sangat Berat! *Detik Finance*. <https://finance.detik.com/berita-ekonomi-bisnis/d-5521811/bos-alfamart-buka-bukaan-pukulan-covid-19-2020-sangat-berat/1>

Nurlan, F. (2019). *Metodologi Penelitian Kuantitatif*. Pilar Nusantara.

Pertiwi, R. N., Hartono, A., & Ulfah, I. F. (2022). Pengaruh Rasio Likuiditas, Lverage, Operating Capacity Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Cosmetics And Household. *Jurnal Ekonomi Syariah Darussalam*, 3(1).

Prima, B. (2020). Ini penyebab laba Unilever Indonesia (UNVR) turun sepanjang 2019. *Kontan Investasi*. <https://investasi.kontan.co.id/news/ini-penyebab-laba-unilever-indonesia-unvr-turun-sepanjang-2019?page=all>

Rahmatullah, B., Ahmad, I. S., & Rahayu, S. P. (2020). Pemodelan Harga Saham Sektor Konstruksi Bangunan, Properti dan Real Estate di JII 70 Tahun 2013-2018 Menggunakan Regresi Data Panel (FEM Cross-section SUR). *Jurnal Sains Dan Seni ITS*, 8(2). <https://doi.org/10.12962/j23373520.v8i2.44380>

Saleh, T. (2021). Pandemi 2020, Laba Unilever Indonesia Drop 3% Jadi Rp 7,2 T.

- CNBC Indonesia*. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20210205083014-17-221208/pandemi-2020-laba-unilever-indonesia-drop-3-jadi-rp-72-t>
- Samuel Braindies A. S, F. (2019). Pengaruh Corporate Governance, Arus Kas Bebas dan Profitabilitas Terhadap Manajemen Laba. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 8(4), 1–13. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/25854>
- Sari, E. W. D., & Subardjo, A. (2018). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 7(10).
- Sartini, L. P. N., & Purbawangsa, I. B. A. (2014). Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Serta Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 8(2), 81–91.
- Senata, M. (2016). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan yang Tercatat pada Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 6(1), 73–84. <https://doi.org/10.55601/jwem.v6i1.276>
- Septianingsih, A. (2022). Pemodelan Data Panel Menggunakan Random Effect Model Untuk Mengetahui Faktor Yang Mempengaruhi Umur Harapan Hidup Di Indonesia.pdf. *Jurnal Ilmu Pendidikan Matematika, Matematika Dan Statistika*, 3(3), 525–536.
- Sha, T. L. (2015). Pengaruh Kebijakan Dividen, Likuiditas, Net Profit Margin, Return On Equity, dan Price To Book Value Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia 2010-2013. *Jurnal Akuntansi*, XIX(02), 276–294.
- Shaw, R., Kim, Y., & Hua, J. (2020). Governance, Technology and Citizen Behavior in Pandemic: Lessons from *Covid-19* in East Asia. *Elsevier*, 6.
- Sonbay, Y. Y. (2022). Kritik Terhadap Pemberlakuan Teori Agensi Dalam Pengelolaan Dana Desa Di Suku Boti. *Jurnal Ekonomi Dan Keuangan*, 6(2), 204–223.
- Susila, I. M. P., & Prena, G. Das. (2019). Pengaruh Keputusan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Profitabilitas Dan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 6(1), 80–87.
- Triyuwono, E. (2018). Proses Kontrak, Teori Agensi dan Corporate Governance (Contracting Process, Agency Theory, and Corporate Governance). *SSRN Electronic Journal*, 1–14. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3250329>
- Ulum, I., & Juanda, A. (2017). *Metode Penelitian Akuntansi*. Aditya Media Publishing.
- Umam. (2019). Apa itu Dividen: Pengertian, Jenis-Jenis, dan Prosedur Pembayaran. *Gramedia*. <https://www.gramedia.com/literasi/dividen/>

Zannati, R., & Pratiwi, W. (2018). Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Keputusan Pendanaan Melalui Set Kesempatan Investasi dan Nilai Pemegang Saham Sebagai Moderasi. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis*, 3(3), 441–452.



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A