

Pengaruh *Free Cash Flow* pada Nilai Perusahaan dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Pemediasi

Penulis:

RR. Maria Yulia Dwi Rengganis¹
Luh Putri Mas Mirayani²
I Kadek Bagiana³

Afiliasi:

Universitas Mahasaraswati
Denpasar, Bali, 80233,
Indonesia^{1,2,3}

Korespondensi:

mariayuliadwi@unmas.ac.id

Histori Naskah:

Submit: 12-11-2023
Accepted: 13-11-2023
Published: 13-11-2023

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan dengan *investment opportunity set* sebagai pemediasi pada perusahaan yang konsisten berada dalam kelompok indeks LQ 45 selama tiga tahun berturut-turut terhitung sejak tahun 2020 sampai dengan 2022. Dari penyaringan atas populasi tersebut maka didapat sebanyak 28 perusahaan yang konsisten berada dalam indeks LQ 45 selama tiga tahun berturut-turut sehingga total jumlah data yang terkumpul adalah sebanyak 84 item. Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*path analysis*). Hasil analisis menunjukkan bahwa (1) *free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan; (2) *free cash flow* tidak berpengaruh pada *investment opportunity set*; (3) *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh pada nilai perusahaan; (4) *investment opportunity set* tidak mampu memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Kata kunci: *free cash flow*, *investment opportunity set*, nilai perusahaan

Pendahuluan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan. Nilai perusahaan yang dikatakan baik bisa dilihat dari harga saham yang tinggi. Tingginya harga saham dapat menjadi sinyal positif bagi calon investor dan menjamin kemakmuran pemegang saham (Lestari, Titisari dan Suhendro, 2021). Sinyal positif yang dimaksud adalah bahwa perusahaan yang harga sahamnya tinggi seharusnya memiliki prospek yang baik kedepannya sehingga menguntungkan bagi investor yang akan menanamkan dananya di perusahaan tersebut. Semakin tinggi rasio harga saham dengan nilai bukunya (*price to book value*), maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Nilai perusahaan cenderung bersifat fluktuatif karena dipengaruhi oleh beberapa faktor, salah satunya *free cash flow* (Selfandari dan Susilowati, 2023). Kieso et al., (2014) menyatakan *free cash flow* merupakan arus kas perusahaan yang dapat dipergunakan untuk tambahan investasi, membayar utang, pembelian kembali saham yang telah dijual maupun untuk menambah likuidasi perusahaan. Sehingga, perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi dipandang lebih mampu bertahan ketika dihadapkan pada kondisi sulit oleh publik dengan catatan, penggunaannya dilakukan dengan bijak dan tepat serta pertimbangan yang matang. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi akan memiliki kinerja yang lebih baik jika dibandingkan dengan perusahaan lain karena mereka memiliki keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dimiliki perusahaan lain (Perdana, 2021). Kinerja perusahaan yang baik juga berarti perusahaan mampu mensejahterakan para pemegang sahamnya.

Hasil penelitian terdahulu ada yang menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai Perusahaan (Arifin dan Sudiyatno 2023). *Free cash flow* merupakan salah satu indikator untuk menilai fleksibilitas keuangan. Dengan *free cash flow* yang tinggi perusahaan dapat menentukan dengan lebih leluasa, apakah akan menggunakan kas untuk membayar dividen atau akan digunakan sebagai sumber dana internal untuk mendanai investasi perusahaan. Namun penelitian lainnya yang dilakukan oleh Widiastari and Yasa (2018) menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Meskipun perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi, tetapi tidak tersedia investasi yang menguntungkan, maka *free cash flow* yang ada di perusahaan akan digunakan untuk bertindak oportunistis oleh manajemen. Selain itu, pengambilan keputusan investasi oleh investor cenderung tidak memprioritaskan perhitungan *free cash flow* karena tidak secara langsung terdapat dalam rasio keuangan perusahaan.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan menjadi dasar yang melatarbelakangi dilakukannya penelitian ini dengan menambahkan *investment opportunity set* sebagai variabel pemediasi. *Free cash flow* berpotensi memicu terjadinya konflik keagenan, dimana terdapat perbedaan kepentingan antara pihak pemegang saham dan manajemen. Pihak manajemen pada umumnya ingin agar kelebihan *free cash flow* perusahaan digunakan untuk mendanai *investment opportunity set* yang ada untuk tujuan memaksimalkan nilai perusahaan di masa depan. Saat kondisi perusahaan sangat baik, manajemen cenderung memilih menggunakan kas bebas perusahaan untuk mengambil peluang investasi baru yang dapat menguntungkan perusahaan di masa depan dibandingkan membagikan dividen. Keputusan manajemen dalam menggunakan kelebihan kas bebas perusahaan untuk mendanai peluang investasi yang ada dapat menjadi sinyal positif mengenai pertumbuhan aset perusahaan di masa depan, sehingga harga saham sebagai indikator nilai perusahaan juga akan meningkat (Muharti and Anita, 2017). Penelitian yang dilakukan oleh Andaswari, Pitono dan Hardianto (2017) juga menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan konstruksi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Studi Literatur

Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan tentang adanya hubungan yang terdiri dari dua pihak dalam suatu perusahaan dimana satu pihak berperan sebagai agent dan pihak lainnya sebagai principal. Teori keagenan merupakan teori dasar yang dapat menjelaskan hubungan antara *free cash flow* dengan nilai perusahaan. Keberadaan *free cash flow* dalam perusahaan dapat memicu terjadinya konflik antara manajer dengan pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan (Ifafah dan Suryono, 2020). Konflik keagenan tersebut muncul terkait adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen dalam hal penggunaan *free cash flow* perusahaan. Teori keagenan menjelaskan bahwa perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen mengharuskan pihak manajemen mengambil keputusan yang tepat mengenai penggunaan *free cash flow*. Pihak pemegang saham menginginkan agar *free cash flow* perusahaan dapat digunakan untuk membayarkan dividen, sehingga kesejahteraannya dapat meningkat. Namun, manajemen menginginkan agar *free cash flow* perusahaan dapat digunakan untuk mengambil kesempatan investasi yang menguntungkan, sehingga nilai perusahaan di masa dapat meningkat.

Nilai Perusahaan

Menurut Hery (2017:5) "Nilai perusahaan adalah suatu kondisi tertentu yang dicapai suatu perusahaan sebagai wujud kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui proses operasi selama bertahun-tahun, sejak berdirinya perusahaan sampai sekarang". Pentingnya nilai suatu Perusahaan bagi pemilik perusahaan karena hal tersebut menyangkut pandangan investor terhadap kinerja perusahaan yang dikaitkan dengan harga saham. Penelitian ini menggunakan *Price to Book Value (PBV)* untuk memproksikan nilai saham. Pemilihan proksi ini dinilai mampu memberikan perbandingan akurat antara

nilai buku perusahaan dengan nilai pasar saham. Sehingga dapat diketahui *overvalued* atau *undervalued* pada berbagai tingkat harga saham (Sugiharto dan Hendratno 2022).

Free Cash Flow

Kas yang tersedia di perusahaan merupakan salah satu sumber dana internal perusahaan yang dapat digunakan sebagai modal untuk membiayai aktivitas perusahaan. Semakin tinggi arus kas positif yang tersedia di perusahaan, maka semakin tinggi likuiditas perusahaan. Tingginya likuiditas perusahaan akan mencerminkan kinerja dan nilai perusahaan yang baik. Informasi arus kas juga meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai entitas, karena menyajikan informasi mengenai aktivitas perusahaan, yaitu aktivitas operasi, aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan (PSAK No. 2 Tahun 2016). Arus kas positif dari aktivitas operasi dapat menjamin kontinuitas perusahaan dalam jangka panjang. Selain itu, arus kas bersih dari aktivitas operasi juga dapat digunakan untuk mendanai rencana investasi maupun membayar dividen. Selisih positif dari aliran kas bersih aktivitas operasi disebut sebagai *free cash flow* (arus kas bebas) yang mengindikasikan bahwa kondisi keuangan perusahaan tersebut sehat. Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kelebihan aliran kas dari pendanaan seluruh investasi yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif.

Investment opportunity set

Investment Opportunity Set atau set kesempatan investasi merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa datang dengan *net present value* positif (Myers, 1977). IOS yang dimiliki oleh perusahaan dapat mendorong manajemen untuk menginvestasikan dana perusahaan dengan tujuan memperoleh *net present value* yang positif. Pilihan investasi di masa depan merupakan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi keuntungan yang lebih besar dibandingkan perusahaan sejenis lainnya. Keputusan investasi yang diambil begitu penting bagi perusahaan karena secara langsung berkaitan dengan tujuan perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan.

Pengaruh Free Cash Flow pada Nilai Perusahaan

Free cash flow (arus kas bebas) merupakan kelebihan aliran kas dari pendanaan seluruh investasi yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif (Jensen, 1986). Ketika manajemen mampu mengambil keputusan yang tepat dalam menggunakan kelebihan arus kas bebas perusahaan, maka pemegang saham dan calon investor akan memberikan penilaian positif mengenai kemampuan perusahaan dalam mensejahterakan pemegang saham. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Hermuningsih (2016), Al-Zararee and Al-Azzawi (2016), Ghodrati and Hashemi (2014), dan Suartawan & Yasa (2016) menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi mencerminkan kinerja perusahaan yang bagus sehingga nilai perusahaan meningkat. Keberadaan *free cash flow* di perusahaan juga mencerminkan banyaknya dana yang dimiliki sehingga nilai perusahaan akan tinggi di mata publik. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian yang diajukan adalah:

H₁: *Free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan

Pengaruh Free Cash Flow pada Investment Opportunity Set

Free cash flow merupakan kelebihan kas bersih perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi maupun membayar dividen. Suherli and Harahap (2004) menyatakan bahwa ketika kondisi perusahaan sangat baik, manajemen cenderung memilih menggunakan kas bebas perusahaan untuk mengambil peluang investasi baru yang dapat menguntungkan perusahaan di masa depan dibandingkan membagikan dividen. Keputusan manajemen dalam menggunakan kelebihan kas bebas perusahaan untuk mendanai peluang investasi yang ada dapat menjadi sinyal positif mengenai pertumbuhan aset perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, ketika *free cash flow* yang tersedia di perusahaan tinggi, maka peluang

manajemen untuk menggunakan dana yang dimiliki untuk mengambil kesempatan investasi yang ada semakin tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₂: *Free cash flow* berpengaruh positif pada *investment opportunity set*

Pengaruh *Investment Opportunity Set* pada Nilai Perusahaan

Set kesempatan investasi (*investment opportunity set* atau IOS) adalah kesempatan investasi yang merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa datang dengan net present value positif (Myers, 1977). Muharti and Anita (2017) menyatakan bahwa mendanai peluang investasi yang ada dapat menjadi sinyal positif mengenai pertumbuhan aset perusahaan di masa depan, sehingga diharapkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan juga akan meningkat. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Rizqia, Aisjah and Sumiati (2013) dan Suartawan & Yasa (2016) menemukan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Kemampuan manajemen dalam mengambil peluang investasi dianggap memiliki prospek pertumbuhan yang bagus di masa depan. Akibatnya, investor akan memberikan respon positif terhadap perusahaan, sehingga diharapkan akan berdampak pada kenaikan harga saham perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₃: *Investment opportunity set* berpengaruh positif pada nilai perusahaan

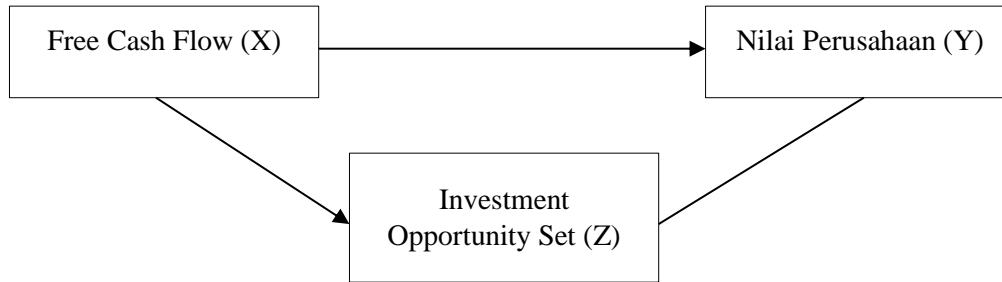
Pengaruh *Free Cash Flow* pada Nilai Perusahaan melalui *Investment Opportunity Set*

Free cash flow yang dimiliki perusahaan dapat memicu terjadinya konflik keagenan antara pihak pemegang saham dengan manajemen (Arieska and Gunawan, 2013). Perbedaan kepentingan tersebut mengharuskan pihak manajemen untuk mengambil keputusan yang tepat mengenai penggunaan dana atas kelebihan arus kas bebas. Dalam hal ini, pihak manajemen ingin agar kelebihan arus kas bebas perusahaan digunakan untuk mendanai set kesempatan investasi yang ada untuk tujuan memaksimalkan nilai perusahaan di masa depan. Keputusan manajemen dalam memanfaatkan kelebihan arus kas bebas perusahaan untuk mengambil kesempatan investasi yang tersedia dianggap memiliki prospek pertumbuhan yang bagus di masa depan. Akibatnya, investor akan memberikan respon positif atas keputusan yang diambil, sehingga diharapkan harga saham yang digunakan sebagai indikator penilaian terhadap nilai Perusahaan juga akan meningkat. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H₄: *Investment opportunity set* mampu memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Metode Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 dengan kriteria pemilihan sampel menggunakan purposive dengan kriteria yaitu perusahaan-perusahaan yang konsisten berada dalam kelompok indeks LQ 45 selama tiga tahun berturut-turut terhitung sejak tahun 2020 sampai dengan 2022 dan mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut dari tahun 2020 sampai tahun 2022. Dari penyaringan atas populasi tersebut maka didapat sebanyak 28 perusahaan yang konsisten berada dalam indeks LQ 45 selama tiga tahun berturut-turut sehingga total jumlah data yang terkumpul adalah sebanyak 84 item. Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*path analysis*). Fungsi analisis jalur yang digunakan adalah untuk menentukan kekuatan pengaruh dari masing-masing variabel untuk melihat adanya pengaruh tidak langsung dari masing-masing variabel yang terdapat dalam model penelitian.



Gambar 1. Diagram Jalur

Definisi Operasional Variabel

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan suatu penilaian publik terhadap kinerja perusahaan yang dilihat dari harga sahamnya. Nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham diproksikan dengan price to book value, yaitu perbandingan antara harga saham perusahaan yang dinilai oleh pasar dengan nilai buku saham (Ratnaningsih, 2014). Price to book value dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{Price to Book Value (PBV)} = \frac{\text{Harga Pasar Per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

Investment Opportunity Set (IOS)

merupakan set kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan dalam mengambil keputusan investasi di masa depan yang mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva riil perusahaan. Dalam penelitian ini *Investment Opportunity Set* (IOS) menggunakan proksi berbasis investasi, yaitu *Capital Expenditure to Book Value Asset* (CAPBVA) yang mengacu pada penelitian (Rizqia, Aisjah and Sumiati, 2013) untuk melihat tingkat aktivitas investasi perusahaan, yang dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1}}{\text{Total Aktiva}}$$

Free Cash Flow

merupakan kelebihan arus kas bersih dari aktivitas operasi yang tersedia di perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membayarkan dividen ataupun diinvestasikan kembali. Dalam penelitian ini, *free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross et al (2010) yaitu:

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

Keterangan:

FCF = Free Cash flow

AKO = Aliran kas operasi pada tahun t

PM = Pengeluaran modal pada tahun t

MKB = Modal kerja bersih pada tahun t

Hasil

Tabel 1. Analisis Dekskriptif

Name	Mean	Median	Min	Max	Standar Deviation	Excess Kurtosis	Skewness
PBV	3.394	1.505	0.415	56.792	8.427	27.62	5.235
FCF	-0.076	-0.097	-0.426	0.693	0.183	6.9	2.083
IOS	0.007	0.003	-0.042	0.098	0.024	2.359	1.029

Sumber: Data sekunder yang diolah (2023)

Tabel 1. diatas menjelaskan hasil gambaran masing-maisng variabel dari nilai rata-rata, minimum, maksimum dan standar deviasi.

Evaluasi Model Pengukuran (*Outer Model*)

Convergen Validity

Convergen validity bertujuan untuk mengukur validitas indikator sebagai pengukur konstruk yang dapat dilihat pada *outer loading (output Smart-PLS)*. Indikator dianggap valid jika memiliki nilai *outer loading* di atas 0.50. Disamping itu juga, nilai *outer loading* dapat mengetahui kontribusi setiap indikator/indikator terhadap variabel latennya.

Tabel 2. Hasil Evaluasi *Outer Loading*

	Free Cash Flow	Investment Opportunity Set	Nilai Perusahaan
FCF	1.000		
IOS		1.000	
PBV			1.000

Sumber: Data sekunder yang diolah (2023)

Berdasarkan hasil analisis pada *outer loading* diatas 0,70 maka lolos uji validitas

Evaluasi Model Struktural (*Inner Model*)

Model struktural dievaluasi dengan memperhatikan Q^2 *predictive relevance model* yang mengukur seberapa baik nilai observasi dihasilkan oleh model. Q^2 didasarkan pada koefisien determinasi seluruh variabel dependen. Besaran Q^2 memiliki nilai dengan rentang $0 < Q^2 < 1$, semakin mendekati nilai 1 berarti model semakin baik. Adapun kalkulasi Q^2 *predictive relevance model* sesuai sajian Tabel 3. Berikut:

Tabel 3. uji R Square

	R-square	R-square adjusted
Investment Opportunity Set	0.017	0.005
Nilai Perusahaan	0.528	0.516

Sumber: Data sekunder yang diolah (2023)

Dari Tabel R Square menunjukan nilai perusahaan dapat menjelaskan variabel free cash flow dan IOS sebesar 0,528 atau sebesar 52,8%. Sedangkan untuk variabel IOS dapat menjelaskan variabel Free Cash Flow sebesar 1,7%.

Tabel 4. Hasil Evaluasi Model Struktural (*Inner Model*)

	SSO	SSE	Q ² (=1-SSE/SSO)
Free Cash Flow	84.000	84.000	0.000
Investment Opportunity Set	84.000	83.758	0.003
Nilai Perusahaan	84.000	43.296	0.485

Sumber: Data sekunder yang diolah (2023)

Tabel 4. menunjukkan bahwa nilai $Q^2 = 0,485$ dan mendekati nilai 1, sehingga dapat memberikan bukti bahwa model struktural memiliki kesesuaian (*goodness-fit model*) yang baik. Hasil ini juga memberikan arti, bahwa 48,5% dari data dapat dijelaskan oleh model, sedangkan sisanya sebesar 51,5% dijelaskan oleh *error* atau variabel lain yang tidak terdapat dalam model. **Hasil Pengujian Hipotesis**

Pengujian hipotesis dilakukan dengan $T_{Statistic}$ dengan memilah untuk pengujian pengaruh langsung. Pada bagian berikut ini diuraikan secara berturut-turut hasil pengujian pengaruh langsung dan pemeriksaan variabel mediasi.

1) Uji Hipotesis Pengaruh langsung

Rekapitulasi hasil uji validasi koefisien jalur (*path coefficient*) pada masing-masing jalur untuk pengaruh langsung yang tersaji pada Tabel 5. memberikan informasi untuk pengujian hipotesis sebagai berikut :

Tabel 5. Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Langsung

No	Hubungan antar Variabel	Koefisien Jalur	T _{Statistics}	Keterangan
1	Free Cash Flow -> Nilai Perusahaan	0.698	3.126	H ₁ diterima
2	Free Cash Flow -> Investment Opportunity Set	-0.130	0.990	H ₂ ditolak
3	Investment Opportunity Set -> Nilai Perusahaan	-0.130	1.644	H ₃ ditolak

Sumber: Data sekunder yang diolah (2023)

Informasi hasil pengujian hipotesis penelitian (Tabel 5.) dapat dipaparkan sebagai berikut:

(1) Hasil pengujian Hipotesis-1 (H₁):

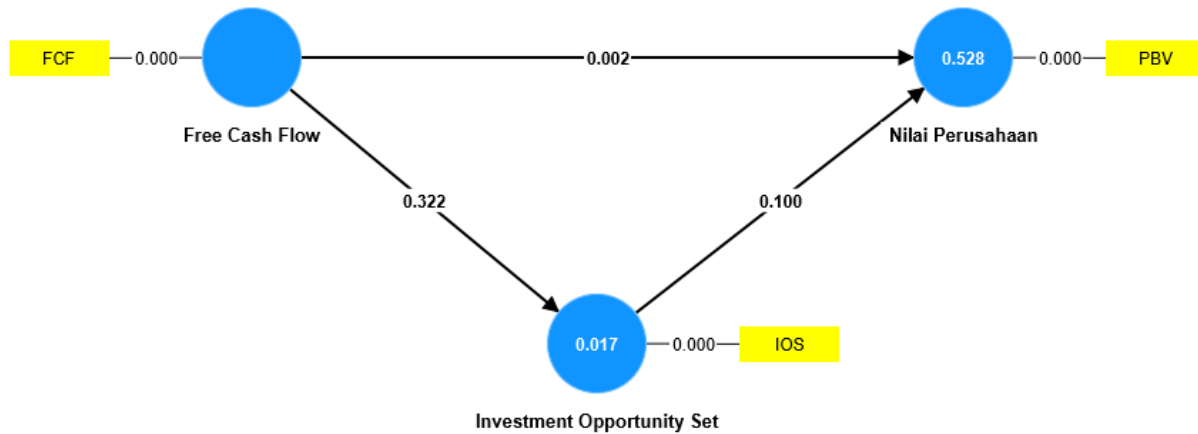
(X₁) terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap (Y). Hasil ini ditunjukkan oleh koefisien jalur yang bernilai positif sebesar 0,698 dengan $T\text{-statistic} = 3,126$ ($T\text{-statistic} > 1,96$), sehingga hipotesis 1 (H₁): diterima

(2) Hasil pengujian Hipotesis-2 (H₂):

(X₂) terbukti tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap (Y). Hasil ini ditunjukkan oleh koefisien jalur yang bernilai negatif sebesar -0,130 dengan $T\text{-statistic} = 0,990$ ($T\text{-statistic} < 1,96$), sehingga hipotesis 1 (H₂): ditolak

(3) Hasil pengujian Hipotesis-3 (H₃):

(X₃) tidak berpengaruh terhadap (Y). Hasil ini ditunjukkan oleh koefisien jalur yang bernilai negatif sebesar 0.130 dengan $T\text{-statistic} = 1,644$ ($T\text{-statistic} < 1,96$), sehingga hipotesis 3 (H₃): ditolak



Gambar 2. Full Model Hasil Analisis SEM-PLS
 Sumber: Data sekunder yang diolah (2023)

2) Uji Hipotesis Pengaruh Tidak Langsung

Tabel 6. Pengaruh Tidak Langsung

	Original sample (O)	Sample mean (M)	Standard deviation (STDEV)	T statistics (O/STDEV)	P values
Free Cash Flow -> Investment Opportunity Set -> Nilai Perusahaan	0.017	0.010	0.017	1.015	0.310

Sumber: Data sekunder yang diolah (2023)

Hasil pengujian Hipotesis-4 (H₄):

Dari Tabel diatas menunjukkan hubungan tidak langsung antara FCF, IOS dan nilai perusahaan memiliki nilai t statistik 1,015 dimana nilai tersebut lebih rendah dari 1,96 artinya variabel IOS tidak dapat memediasi hubungan antara FCF dengan nilai perusahaan, sehingga hipotesis 4 (H₄): ditolak

Pembahasan

Pengaruh Free Cash Flow pada Nilai Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan *free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan, artinya semakin tinggi *free cash flow* perusahaan, maka nilai perusahaan diharapkan dapat meningkat melalui pemanfaatan *free cash flow*. *Free cash flow* merupakan kelebihan arus kas dari yang dibutuhkan untuk mempertahankan aset yang ada dan untuk membiayai investasi baru yang diharapkan (Richardson, 2006:160). *Free cash flow* menggambarkan fleksibilitas keuangan perusahaan karena dengan adanya *free cash flow*, perusahaan akan memiliki arus kas yang tersedia untuk digunakan dalam pengembangan perusahaan, pembayaran hutang kepada kreditor, atau pembayaran deviden kepada pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Sedangkan perusahaan yang tidak menghasilkan *free cash flow* atau menghasilkan *free cash flow* yang negative berarti sumber dana internal dari kegiatan operasional tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi sehingga perusahaan memerlukan tambahan dana eksternal baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Burhanudin et al. (2019) dan Yulianti, dkk. (2021) yang menyatakan bahwa secara parsial *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Free Cash Flow* pada *Investment Opportunity Set*

Hasil analisis menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh pada *investment opportunity set*. Hal ini dapat terjadi karena, ketika *free cash flow* perusahaan tinggi, justru peluang perusahaan untuk mendanai kesempatan investasi yang ada semakin kecil dikarenakan pemegang saham cenderung meminta manajemen untuk mensejahterkan pemegang saham melalui pembayaran dividen dibandingkan mengambil kesempatan investasi yang ada (Dewi et al., 2019). Hal ini dapat dijelaskan dengan teori keagenan. Teori keagenan menjelaskan bahwa perbedaan kepentingan mengenai penggunaan kas bebas perusahaan membuat pemegang saham mendorong manajemen untuk membayarkan dividen. Jensen (1986) juga menyatakan bahwa *free cash flow* yang dimiliki perusahaan sebaiknya dibagikan sebagai dividen atau digunakan untuk membayar hutang agar dapat menghindari kemungkinan para manajer melakukan investasi yang menghasilkan *net present value* yang negatif. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Dewi et al., (2019) yang menyatakan bahwa secara parsial *free cash flow* tidak berpengaruh pada *investment opportunity set*.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* pada Nilai Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh pada Nilai Perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa sinyal pertumbuhan perusahaan yang tercermin dalam level IOS tinggi tidak direspon oleh para pelaku pasar dengan sikap berbeda dengan perusahaan yang tidak tumbuh (level IOS rendah) dalam mengambil keputusan Syifa (2015). Hal ini disebabkan oleh beberapa factor yaitu; 1) Karena investor tidak selalu memperhatikan IOS perusahaan dalam berinvestasi karena investor menganggap investasi aset pada perusahaan tidak akan menjamin bahwa pertumbuhan perusahaan tersebut akan bagus di masa mendatang dan meningkatkan nilai perusahaan. 2) Karena tidak semua para pelaku pasar menggunakan informasi laporan keuangan secara cermat dalam mengambil keputusan, bahkan tidak menutup kemungkinan mereka hanya mengandalkan analisis teknikal dan lain sebagainya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nopiyani et al., (2018) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Pengaruh *Free Cash Flow* pada Nilai Perusahaan melalui *Investment Opportunity Set*

Hasil analisis menunjukkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) tidak mampu memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan. Ketidakmampuan *investment opportunity set* dalam memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan memiliki arti bahwa keputusan manajemen dalam menggunakan *free cash flow* perusahaan untuk mengambil kesempatan investasi yang ada tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini karena, pemegang saham atau calon investor lebih menginginkan agar *free cash flow* yang tersedia di perusahaan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dibandingkan mengambil kesempatan investasi yang ada. Hal ini dapat dijelaskan dengan teori keagenan bahwa *free cash flow* yang dimiliki perusahaan dapat memicu terjadinya konflik keagenan antara pihak pemegang saham dengan manajemen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Dewi et al., (2019) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* (IOS) tidak mampu memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan dengan *investment opportunity set* sebagai pemediasi pada perusahaan yang konsisten berada dalam kelompok indeks LQ 45 selama tiga tahun berturut-turut terhitung sejak tahun 2020 sampai dengan 2022. Hasil analisis menunjukkan bahwa (1) *free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan; (2) *free cash flow* tidak berpengaruh pada *investment opportunity set*; (3) *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh pada Nilai Perusahaan; (4) *investment opportunity set* (IOS) tidak mampu memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Referensi

- Al-Zararee, A. and Al-Azzawi, A. (2016). The Impact of Free Cash Flow on Market Value of Firm. *Global Review of Accounting and Finance*. Doi: 10.21102/graf.2014.09.52.04. Vol. 5, No. 2. pp. 56-63
- Andaswari, S., Pitono, H., & Hardianto, A. (2017). Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kebijakan Dividen serta Implikasinya pada Nilai Perusahaan Konstruksi yang terdaftar di Bursa Efek. *Prosiding Seminar Nasional Manajemen Dan Ekonomi Bisnis*, 1(3), 483–492.
- Arifin, A., Sudiyatno, B. (2023). Analisa Pengaruh Investment Opportunity Set, Kepemilikan Institusional Dan Free Cash Flow, Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Mediating. *YUME : Journal of Management Volume 6 Issue 1 (2023) Pages 549 - 574*
- Burhanudin, B., Hidayati, S. A., & Tohri, M. Z. (2019). Pengaruh aliran kas bebas dan set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi (Studi empirik pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016). *Jurnal Riset Manajemen*, 19(1), 34–48.
- Dewi, I.A.M.C. *et al.*, (2019). Free Cash Flow Effect towards Firm Value. *International Research Journal of Management, IT & Social Sciences*. Vol. 6 No. 3, May 2019, pages: 108-116
- Ghodrati, H. and Hashemi, A. (2014). A study on relationship among free cash flow, firm value and investors' cautiousness: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*. doi: 10.5267/j.msl.2014.8.021.
- Hermuningsih, S. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Size Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis*. doi: 10.20885/jsb.vol16.iss2.art8.
- Hery. (2017). *Auditing dan Asurans*. Jakarta. Grasindo
- Ifafah, A. A., Suryono, B. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi : Volume 9 Nomor 4 April 2020*
- Jensen C., M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. doi: 10.2307/1818789. Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Kieso, D., Weygandt, J., & Warfield, T. (2014). *Intermediate Accounting: IFRS Edition*. New Jersey: John Wiley & Sons
- Lestari, K. A., K. A Titisari, dan Suhendro. (2021). Analisis nilai perusahaan ditinjau dari profitabilitas, likuiditas, struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial. *Jurnal Inovasi* 17(2): 248-255.
- Nopiyani, P.E., Sanjaya, N.M.W.S., dan Rianita, N.M. (2018). Pengaruh Ios Pada Nilai Perusahaan Dengan Kualitas Laba Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, Vol. 3, No. 1, Hal: 33-48
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. doi: 10.1016/0304-405X(77)90015-0. Vol 5, No. 2, pp. 147-175.
- Muharti, dan Rizqa Anita. (2017). Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Sektor Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014). *Batam : Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Negeri Sultan Syarif Kasim Riau*

Perdana, Y. P. (2021). Pengaruh Arus Kas Bebas, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2012-2014 (Skripsi, Universitas Islam Sultan Agung, Semarang).

Rizqia, D. A., Aisjah, S. and Sumiati. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol. 4, No. 11, pp. 120-130.

Ross *et al.*, (2010). *Fundamental of Corporate Finance (9th Edition)*. New York : McGraw-Hill

Ross, Stephen A. et al. (2000). *Fundamental of Corporate Finance*. Fifth Edition. Boston: Irwin McGraw-Hill.

Selfandari, R. A., Susilowati, E. (2023). Kebijakan Hutang Memoderasi Arus Kas Bebas dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Consumer Non-Cyclicals. JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi) Universitas Pendidikan Ganesha, Vol: 14 No: 03 Tahun 2023, 758-767.

Suartawan, P. A. and Yasa, G. W. (2016). Pengaruh Investment Opportunity Set Dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol. 14, No. 3, pp. 2014–2044.

Sugiharto, S. A., Hendratno. (2022). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Investment Opportunity Set Atas Nilai Perusahaan. JIMEA-Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi) Vol. 6 No. 3, 2022

Suherli, M. and S. Harahap, S. (2017). Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*. doi: 10.25105/mraai.v4i3.1806. Vol. 4, No. 3, pp. 223-245.

Syifa, Sufi Fajrotus. (2015). “Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, Komisaris Independen, Dan Return On Investment (ROI) Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.” Universitas Negeri Yogyakarta.

Widiastari, P. A. and Yasa, G. W. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*. doi: 10.24843/eja.2018.v23.i02.p06.

Yulianti, R., Suriana, I. dan Kusno, H. S. (2021). Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Kebijakan Dividen, dan Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Bank BUMN periode 2010-2019). *Jurnal Bisnis & Kewirausahaan* Volume 17 Issue 1, 2021.