

Analisa Pengaruh Investment Opportunity Set, Kepemilikan Institusional Dan Free Cash Flow, Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Mediating

As'ad Arifin , Bambang Sudiyatno²

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas STIKUBANK, Semarang, Indonesia

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh set kesempatan investasi, kepemilikan institusional dan arus kas bebas, terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2019-2021. Variabel independen yang digunakan adalah set kesempatan investasi yang diukur dengan nilai pasar aset terhadap nilai buku aset (MVBVA), kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan institusional dan arus kas bebas adalah arus kas aktivitas operasi setelah dikurangi investasi modal, variabel dependen yang digunakan adalah nilai perusahaan yang diukur dengan Price to Book Value (PBV) dan variabel mediasi yang digunakan adalah struktur modal yang diukur dengan debt to equity ratio (DER). Penelitian ini menggunakan metode purposive sampling dengan jumlah sampel sebanyak 103 perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa set kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap struktur modal; kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal; arus kas bebas berpengaruh positif terhadap struktur modal; set kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan; kepemilikan institusional, arus kas bebas dan struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; struktur modal memediasi pengaruh set kesempatan investasi, kepemilikan institusional dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: *Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, Struktur Modal, Nilai Perusahaan.*

Abstract

The purpose of this study is to analyze the effect of investment opportunity set, institutional ownership and free cash flow, on company value with capital structure as a mediating variable in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2019-2021. The independent variable used is the investment opportunity set as measured by the market value of assets to book value of assets (MVBVA), institutional ownership is the percentage of institutional ownership and free cash flow is the cash flow of operating activities after deducting capital investment, the dependent variable used is firm value measured by Price to Book Value (PBV) and the mediating variable used is capital structure measured by debt to equity ratio (DER). This study used a purposive sampling method with a total sample of 103 companies.

The results of this study indicate that the investment opportunity set has no effect on capital structure; institutional ownership has a negative effect on capital structure; free cash flow has a positive effect on capital structure; investment opportunity set has a negative effect on firm value; institutional ownership, free cash flow and capital structure have an effect positive on firm value; capital structure mediates the effect of investment opportunity set, institutional ownership and free cash flow on firm value.

Keywords: *Investment Opportunity Set, Institutional Ownership, Free Cash Flow, Capital Structure, Firm Value.*

Copyright (c) 2023

✉ Corresponding author : As'ad Arifin

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan memiliki arti dan peran yang sangat penting bagi sebuah perusahaan karena nilai perusahaan menggambarkan kemakmuran pemegang saham. Kekayaan pemegang saham sering tercermin dalam kenaikan harga pasar saham. Semakin tinggi harga saham, semakin tinggi kekayaan pemegang saham. Harga saham yang tinggi juga meningkatkan nilai perusahaan. Peluang-peluang investasi dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan harga saham, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Menurut (Ardestani et al., 2013) Peluang investasi adalah proyek yang berpotensi menguntungkan sehingga perusahaan harus menemukan dan memanfaatkannya untuk sewa ekonomi. Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total aset yang kecil. Jika perusahaan memiliki total aset yang besar, pihak manajemen lebih leluasa dalam mempergunakan aset yang ada diperusahaan tersebut. Berdasarkan hasil penelitian (Ariyanti & Novitasari, 2022; Fauziyanti & Astuti, 2018; Khoeriyah, 2020), menunjukkan bahwa investment opportunity set yang di proksikan dengan market value of assets to book value of asset (MVBVA) memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan price to book value (PBV). Sehingga semakin tinggi kesempatan yang dimiliki oleh perusahaan untuk melakukan investasi maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. secara umum, IOS menggambarkan tentang luasnya peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun hal ini sangat tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang.

Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak monitor perusahaan. Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham pada akhir tahun yang dimiliki oleh lembaga, seperti halnya bank, asuransi atau institusi lain. Kepemilikan institusional mempunyai arti penting dalam memonitor manajemen. Peningkatan pengawasan yang optimal, disebabkan karena adanya kepemilikan oleh institusional. Semakin besar kepemilikan institusional maka

semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan yang diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh pihak manajemen. Menurut hasil penelitian (Jayaningrat et al., 2017; Ratnawati et al., 2018) Menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan hasil penelitian (Permanasari, 2010; Rahma, 2014) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh (Aghaie et al., 2014) Pada perusahaan industri farmasi pada Tehran Stock Exchange mengindikasikan hubungan antara struktur modal dengan free cash flow adalah positif signifikan. Hasil temuan ini mendukung hipotesis (Jensen, 1986) yang menyatakan bahwa hubungan positif antara free cash flow dan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan set kesempatan investasi (investment opportunity set) rendah. (Jensen, 1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan free cash flow besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi ketika perusahaan memiliki set kesempatan investasi rendah.

Set Kesempatan Investasi (Investment Opportunity Set / IOS)

Munculnya istilah set kesempatan investasi (Investment Opportunity Set / IOS) dikemukakan oleh (Myers & Turnbull, 1977) yang menguraikan pengertian perusahaan yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi masa depan. Menurut (Gaver & Gaver, 1993), peluang investasi masa depan tidak hanya ditunjukkan dengan adanya proyek yang didukung oleh kegiatan penelitian dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi. Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti seperti (Gaver & Gaver, 1993; Gul & Tsui, 1997a; Jones & Sharma, 2001) telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya. Selanjutnya IOS ini dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan apakah perusahaan akan diklasifikasikan sebagai tumbuh atau tidak tumbuh di masa depan. (Subekti & Kusuma, 2001). Proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh (Gaver & Gaver, 1993; Gul & Tsui, 1997a; Jones & Sharma, 2001) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan pada faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Klasifikasi nilai IOS ini telah digunakan oleh (Kallapur & Trombley, 2001) dalam melakukan studinya. Meskipun terdapat tiga proksi IOS, namun (Gul & Tsui, 1997b) mengemukakan bahwa IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan suatu proksi untuk bisa dilakukan analisis, namun demikian tidak ada suatu kesepakatan yang reliabel untuk suatu proksi pertumbuhan. Pada penelitian ini IOS menggunakan proksi berbasis harga yang mendasarkan pada perbedaan antara asset dengan nilai perusahaan dan rasio yang digunakan market value of assets to book value of assets (MVBVA). Berikut adalah rumus logaritma natural market value of assets to book value of assets (LnMVBVA):

$$\text{LnMVBVA} = \text{Ln} \frac{(\text{total asset} - \text{total ekuitas}) + (\text{Jmh saham beredar} \times \text{close price})}{\text{Total asset}}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah presentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Kepemilikan institusional memiliki peranan yang penting pada perusahaan karena dapat mengontrol manajemen dengan pengawasan yang lebih efisien (Shleifer & Vishny, 1997). Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional menghalangi perilaku opportunistik manajer. Menurut (Shleifer & Vishny, 1997) bahwa institutional shareholders, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Begitu pula penelitian (Permanasari, 2010) mengatakan bahwa semakin besar kepemilikan institusi keuangan, semakin besar hak suara dan insentif untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Variabel kepemilikan institusional dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Free Cash Flow

Posisi kas yang dimiliki perusahaan merupakan faktor penting karena kas merupakan "darah" perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai seluruh aktivitas perusahaan. Untuk itu, para analis diharapkan mampu memahami bagaimana perusahaan menghasilkan kas dan harus dapat mengidentifikasi penggunaan kas yang ada. Salah satu indikator penting dari posisi arus kas adalah arus kas bebas (free cash flow) yang dimiliki perusahaan. Pengertian Arus Kas bebas menurut (Murhadi, 2013) yaitu: "Arus Kas Bebas merupakan kas yang tersedia di perusahaan yang dapat digunakan untuk berbagai aktivitas." (h.48) (Agus Sartono, 2001) menyatakan bahwa: "Arus Kas Bebas atau Free Cash Flow adalah cash flow yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada fixed asset dan working capital yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya." (h.101). Free cash flow atau aliran kas bebas merupakan aliran kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menginvestasikan semua investasinya dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasi yang sedang berlangsung (Brigham & Houston, 2011). Adapun rumus untuk menghitung arus kas bebas atau yang biasa disebut Free Cash Flow (FCF) adalah sebagai berikut:

$$\text{Free cash flow} = \text{Arus Kas Operasi} - \text{Investasi dalam modal operasi}$$

Arus kas bebas negatif tidak selalu berarti jelek. Hal ini bergantung penyebab mengapa arus kas bebas tadi bersifat negatif. apabila arus kas bebas negatif lantaran keuntungan operasi higienis sehabis pajaknya negatif, maka ini telah niscaya adalah sesuatu yg jelek & wajib sebagai perhatian. Ini tandanya pendapatan perusahaan tidak

bisa menunjang perluasan atau pengembangan usaha. Lantaran negatif atau kekurangan dana, maka perusahaan perlu dana lain buat menggantikannya. Dana lain ini mau tidak mau merupakan menurut hutang, sanggup menurut bank atau obligasi (apabila perusahaan bisa menerbitkannya). Namun, banyak perusahaan dengan pertumbuhan tinggi memiliki laba bersih setelah pajak yang positif tetapi arus kas bebas negatif karena perusahaan perlu banyak berinvestasi dalam modal kerja untuk mendukung pertumbuhan yang cepat. Berdasarkan teori di atas maka disimpulkan bahwa arus kas bebas merupakan kas yang tersedia dan siap untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang diperlukan untuk pertumbuhan perusahaan.

Struktur Modal

Struktur modal merupakan perbandingan atau keseimbangan pembiayaan jangka panjang perusahaan, seperti yang ditunjukkan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap ekuitas dalam (Harjito & Martono, 2014). Dalam hal ini, modal eksternal didefinisikan sebagai utang jangka panjang dan jangka pendek. Ekuitas dapat dibagi menjadi akumulasi keuntungan dan juga dapat dimiliki oleh perusahaan. Menurut (Rodoni & Ali, 2010), struktur modal adalah rasio penentuan kepuasan kebutuhan konsumsi suatu perusahaan ketika dana diperoleh dari dua sumber utama, yaitu kombinasi atau campuran sumber dana jangka panjang yang berasal dari dalam negeri. dan di luar perusahaan. Sumber pembiayaan dapat diperoleh dengan berbagai macam cara, namun pada dasarnya ada dua sumber pembiayaan yaitu pembiayaan dari sumber asing (eksternal perusahaan) atau sering disebut dengan modal asing dan pembiayaan dari dalam perusahaan (internal company). Dana dari sumber sumber asing dapat diperoleh melalui modal pinjaman (pembiayaan utang) dan melalui penerbitan saham (equity financing). (Chen & Steiner, 1999) menemukan bahwa perusahaan membiayai sebagian besar kekayaan mereka dengan hutang. Struktur modal berhubungan positif dengan risiko. Sehingga utang meningkatkan risiko keuangan. Peningkatan risiko keuangan berarti menimbulkan konflik sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi konflik keagenan, Sementara itu menurut (Jensen & Meckling, 2019) penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Bertentangan dengan penemuan tersebut, (Friend & Lang, 1988) menyatakan bahwa penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan bankruptcy cost dan non diversifiable risk sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan.

Debt Equity Ratio yang rendah diharapkan mengurangi risiko kebangkrutan dan financial distress. Munculnya kesulitan keuangan juga menyebabkan konflik pemangku kepentingan, termasuk melalui asset substitution dan under investment (Copeland et al., 2005) sehingga kepemilikan manajerial terkait dengan risiko kebangkrutan yang disebabkan oleh hutang. (Easterbrook, 1984) berargumentasi bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan terhadap manajemen namun bila biaya monitoring tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga untuk membantu melakukan pengawasan. Pihak ketiga tersebut dengan sendirinya akan berusaha melakukan tindakan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Agar agency problem tidak merugikan pemilik perusahaan, mekanisme yang sering ditempuh adalah dengan meningkatkan monitoring dan kontrol terhadap keputusan-

keputusan manajemen. Di sisi kreditur, transparansi manajemen mengurangi debt agency problem. Mengingat perusahaan multinasional memiliki pengawasan dan kontrol yang lebih baik terhadap manajemen dan juga lebih transparan, maka diharapkan perilaku manajemen mereka akan lebih sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Dengan demikian maka keputusan pendanaan yang diambil diharapkan tidak akan merugikan pemilik perusahaan dan juga kreditornya (Husnan, 2018). Debt Equity Ratio dihitung dengan rumus:

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

Nilai Perusahaan

Perusahaan adalah suatu organisasi yang menggabungkan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang dan atau jasa untuk dijual (Salvatore, 2005). Perusahaan ada karena akan menjadi sangat tidak efisien dan mahal bagi pengusaha untuk masuk dan membuat kontrak dengan pekerja dan para pemilik modal, tanah dan sumber daya lain untuk setiap tahap produksi dan distribusi yang terpisah. Sebaliknya, pengusaha cenderung menandatangani kontrak jangka panjang yang besar dengan tenaga kerja untuk mengerjakan berbagai tugas dengan upah tertentu dan berbagai tunjangan lain. Semula teori nilai perusahaan didasarkan pada asumsi bahwa maksud atau tujuan perusahaan adalah memaksimalkan laba sekarang atau jangka pendek. Namun, berdasarkan pengamatan, seringkali perusahaan mengorbankan keuntungan jangka pendek untuk meningkatkan keuntungan masa depan atau jangka panjang. Karena keuntungan jangka pendek dan jangka panjang sama-sama penting, maka teori perusahaan (theory of the firm) sekarang memostulatkan bahwa maksud atau tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (value of the firm). Menurut (Brigham & Houston, 2012) terdapat beberapa pendekatan analisis rasio dalam penilaian market value, terdiri dari pendekatan price earning ratio (PER), price book value ratio (PBVR), market book ratio (MBR), deviden yield ratio, dan deviden payout ratio (DPR). Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan PBV. Rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau price book value (PBV), menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV yang tinggi mencerminkan harga saham yang tinggi dibandingkan nilai buku perlembar saham. Semakin tinggi harga saham, semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. secara sederhana price to book value (PBV) merupakan rasio pasar (market ratio) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Berikut adalah rumus Price to Book Value (PBV):

$$PBV = \frac{\text{Market Value (Harga pasar)}}{\text{Book Value (nilai Buku)}}$$

KAJIAN PUSTAKA

Pengaruh Set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set /IOS*) terhadap struktur modal

Dalam penelitiannya (Gul & Tsui, 1997b) menggunakan data dari pengamatan sebanyak 1869 terhadap perusahaan-perusahaan Amerika dengan menggunakan periode penelitian 1989-1993, menemukan hubungan antara free cash flow dengan struktur modal berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. (Smith Jr & Watts, 1992). secara empiris menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk lebih besar mempunyai rasio debt to equity yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (equity financing) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan free cash flow perusahaan. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh dari IOS terhadap struktur modal adalah negatif. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H1: Set kesempatan investasi (Investment Opportunity Set /IOS) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal

Kepemilikan institusional mengacu pada kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepentingan institusi lainnya (Tarjo, 2008) Dengan adanya kepemilikan saham secara institusional dapat memberikan peranan pengawasan (monitoring) yang optimal di dalam setiap keputusan perusahaan. Salah satu bentuk pengawasan yang dilakukan adalah dengan memberikan bahan pertimbangan bagi manajer dalam pengambilan keputusan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Mereka cenderung dapat mengintervensi keputusan dalam rapat seperti keputusan investasi, merger, termasuk keputusan dalam struktur modal dan lain sebagainya. Semakin besar kepemilikan oleh institusional maka akan semakin besar kekuatan suara dalam upaya peningkatan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham. Kewenangan kelembagaan lebih besar dari kelompok lain, sehingga mereka cenderung menyukai proyek yang besar, berisiko, dan sangat menguntungkan. Upaya pembiayaan proyek yang berisiko tersebut seringkali dibiayai dengan sumber dana eksternal yaitu hutang. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H2: Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal

Pengaruh Free cash flow terhadap struktur modal

Arus kas bebas dapat digunakan untuk investasi yang berorientasi pada pertumbuhan, membayar hutang dan melakukan pembayaran kepada pemegang saham seperti dividen. Semakin tinggi arus kas bebas pada perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki uang untuk tumbuh, membayar hutang dan membayar dividen. (Aghaie et al., 2014) menguji pengaruh antara free cash flow terhadap struktur modal pada perusahaan industri farmasi yang terdaftar pada Tehran Stock Exchange untuk periode 2008 s.d. 2013. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi free cash flow mempunyai pengaruh yang signifikan dan positif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi juga dapat melunasi hutang yang besar. Jadi dengan adanya free cash flow yang memadai diharapkan mampu mempengaruhi struktur modal. Arus kas bebas yang tersedia mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Hutang yang

digunakan perusahaan dibayar dengan arus kas bebas, sehingga jika perusahaan ingin menggunakan hutang dalam jumlah yang besar juga harus menyediakan arus kas bebas yang cukup untuk melunasi hutang tersebut. Semakin tinggi arus kas bebas yang tersedia, semakin baik perusahaan tersebut dinilai sebagai debt-capable, memungkinkan perusahaan untuk memanfaatkan hutang dalam jumlah yang besar sekalipun. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H3: Free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal

Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap nilai perusahaan

Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Jogiyanto, 2013). Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi ketika pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Pada saat informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi ini sebagai sinyal baik (good news) atau sinyal buruk (bad news). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam nilai perusahaan. (Ariyanti & Novitasari, 2022) menguji pengaruh antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan proksi market value of assets to book value of assets (MVBVA) terhadap nilai perusahaan dengan proksi price to book value (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Investment Opportunity Set (IOS) mempunyai pengaruh yang signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H4: Investment Opportunity Set (IOS) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan

Kepemilikan institusional memainkan peran penting dalam mengendalikan manajemen dalam tata kelola perusahaan. Institusional investor dapat disubstitusikan untuk melakukan peran pengawasan guna mendisiplinkan penggunaan leverage dalam struktur permodalan. Semakin besar kepemilikan institusional, semakin efektif fungsi pengawasan manajemen dalam memanfaatkan aset perusahaan dan mencegah pemborosan. Bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan ditunjukkan dalam penelitian (Soebiantoro, 2007). yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan institusional menjadikan fungsi pengawasan akan berjalan secara efektif dan menjadikan manajemen semakin berhati-hati dalam memperoleh dan mengelola pinjaman (hutang), yang bisa mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H5: Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Free cash flow terhadap nilai perusahaan

Arus kas bebas dapat menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi akan tergambar pada peningkatan kinerja perusahaan tersebut. Free cash flow yang tinggi akan membuat investor percaya untuk melakukan investasi kepada perusahaan, karena dengan free cash flow yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk dapat melakukan pembayaran hutang semakin besar (Jensen, 1986). Ketika kemampuan untuk membayar hutang perusahaan tersebut semakin besar maka perusahaan tersebut menunjukkan kemampuan dalam menghadapi kesulitan keuangan di masa depan sehingga akan perusahaan akan mendapatkan respon positif dari investor di pasar. (Embara et al., 2012) free cash flow berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian (Sari & Budiasih, 2016) yang telah membuktikan bahwa free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H6: Free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

Jika manajer yakin prospek perusahaan bagus dan berpikir harga saham akan naik, maka dia pasti ingin menyampaikan hal itu kepada investor. Manajer dapat menggunakan lebih banyak utang, yang pada gilirannya bertindak sebagai sinyal yang lebih andal. Karena perusahaan yang menambah hutang dapat dilihat sebagai perusahaan yang mengandalkan prospek masa depan perusahaan. Investor diharapkan menangkap Sinyal yang merupakan tanda bahwa perusahaan memiliki prospek masa depan (Mardiyati et al., 2012). Struktur modal bereaksi sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Semakin tinggi leverage maka semakin tinggi pula harga sahamnya, namun pada akhirnya leverage akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat meminjam lebih kecil daripada biayanya. Struktur modal bisa digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun struktur modal juga tergantung dari ukuran perusahaan. Artinya, perusahaan yang besar relatif lebih mudah untuk akses ke pasar modal (Jusriani & Rahardjo, 2013). Menurut penelitian oleh (Palupi & Hendiarto, 2018; Wahyuni & Purwaningsih, 2021), struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H7: Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap nilai perusahaan yang dimediasi struktur modal

(Fama & French, 1998; Grullon & Michaely, 2004) mengungkapkan bahwa IOS memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan IOS berpengaruh negatif terhadap rasio hutang (Myers & Majluf, 1984), demikian juga (Lumbantobing, 2017) yang memaparkan bahwa perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi akan mempertahankan kapasitas risiko hutang yang rendah untuk menghindari investasi dibiayai oleh penerbitan ekuitas yang lebih berisiko. (Modigliani & Miller, 1963) menyebutkan bahwa rasio hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sampai pada tingkat yang dapat dikalkulasi. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H8: Set kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan yang dimediasi struktur modal

Penelitian (Kumar, 2004) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh investor institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan di India. Hal ini berlaku terutama bagi investor yang berbentuk lembaga keuangan. Penelitian lainnya dilakukan oleh (Borolla, 2011) yang berhasil membuktikan bahwa hubungan positif signifikan ditemukan pada kepemilikan institusional dan nilai. Menurut teori agensi cara untuk meminimalisir masalah keagenan adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh institusi. Adanya kepemilikan institusional maka meningkatkan pengawasan dalam perusahaan yaitu dengan mengaktifkan monitoring melalui investor institusional untuk mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal dan efektif. Kepemilikan saham institusi yang tinggi dapat meningkatkan pengawasan perusahaan menjadi lebih tinggi sehingga manajemen perusahaan memiliki sifat kehati-hatian dalam perusahaan mengakibatkan manajer melakukan penggunaan hutang pada tingkat rendah dan dapat mengurangi agency cost. Semakin besar tingkat kepemilikan institusional maka akan menurunkan struktur modal perusahaan karena adanya pengawasan melalui investor institusional. Hal ini dibuktikan dari hasil penelitian yang dilakukan oleh (Trisnawati, 2016) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap struktur modal. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H9: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi

Pengaruh free cash flow terhadap nilai perusahaan yang dimediasi struktur modal

Perbandingan antara hutang terhadap ekuitas yang optimal adalah titik di mana nilai perusahaan dimaksimalkan. Teori arus kas bebas dari struktur modal membantu menjelaskan hasil yang membingungkan dari efek restrukturisasi keuangan. (Jensen, 1986) menemukan bahwa beberapa transaksi dengan leverage, termasuk pembelian kembali saham dan pertukaran utang, menghasilkan peningkatan positif yang signifikan pada harga saham biasa. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis dapat dikembangkan sebagai berikut:

H10: Free cash flow berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediasi.

METODOLOGI

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Penelitian ini bertujuan untuk mencari pengaruh antara *investment opportunity set*, kepemilikan institusional, free cash flow, terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2019-2021 dengan jumlah populasi 208 perusahaan. Teknik yang digunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, dengan kriteria:

- Semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2019-2021.
- Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan untuk periode yang berakhir pada 31 Desember pada tahun 2019, 2020, dan 2021.
- Memiliki data yang lengkap yang berhubungan dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu nilai buku ekuitas, jumlah saham beredar, arus kas operasi, belanja modal, nilai buku utang, kepemilikan institusional dan nilai pasar saham.

Penelitian ini memakai data sekunder yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan datanya dilakukan dengan cara mempelajari dan mengumpulkan informasi melalui buku-buku literatur, jurnal-jurnal dan internet. Peneliti menggunakan software SPSS versi 25 untuk melakukan pengolahan data. Penelitian ini menggunakan dua persamaan regresi berganda, sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Nilai Perusahaan} &= \alpha + \beta_1 \text{IOS} + \beta_2 \text{KI} + \beta_3 \text{LnFCF} + \beta_4 \text{SM} + e \\ \text{Struktur Modal} &= \alpha + \beta_1 \text{IOS} + \beta_2 \text{KI} + \beta_3 \text{LnFCF} + e \end{aligned}$$

Keterangan:

- α : Konstanta regresi
 IOS : *Investment Opportunity Set* (MVBVA)
 KI : Kepemilikan Institusional
 LnFCF : Logaritma natural *Free cash flow*
 β_1 : Koefisien regresi IOS
 β_2 : Koefisien regresi KI
 β_3 : Koefisien regresi *Free cash flow*
 β_4 : Koefisien regresi Struktur Modal
 e : *error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Analisis Statistik dan Deskriptif

Hasil statistic deskriptif data dari penelitian variabel *investment opportunity set*, kepemilikan institusional, free cash flow, nilai perusahaan dan struktur modal adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Analisa Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IOS	107	,5259	78,3398	2,002276	7,4641627
KI	107	,0010	,9970	,667254	,2481208
LnFCF	107	21,0806	31,3861	26,109275	2,2058267
Struktur Modal	107	,0696	2,9095	,694442	,4479573
Nilai Perusahaan	107	,3721	60,6718	2,105995	5,7954884
Valid N (listwise)	107				

Sumber: Data sekunder yang diolah

Diatas dapat diketahui bahwa jumlah sampel penelitian (N) adalah 107. Investment Opportunity Set (IOS) secara keseluruhan memiliki nilai mean sebesar 2,0022 (200,22%). Hal ini menunjukkan rata-rata 107 sampel yang cenderung memiliki kesempatan investasi cukup baik. IOS terkecil adalah negatif 0,5259 (52,59%) sedangkan IOS terbesar adalah 78,33 (7800%) dengan standar deviasi 7,4641627 menunjukkan bahwa nilai distribusi masing-masing sampel positif dan perbedaan IOS antara sampel yang diteliti relatif lemah. Kepemilikan Institusional secara total memiliki mean positif sebesar 0,6672 (66,72%). Hal ini membuktikan bahwa rata-rata 107 sampel cenderung dimiliki secara dominan oleh institusi. Kepemilikan institusional terkecil 0,0010 (1%), sedangkan kepemilikan institusional terbesar adalah 0,9970 (99,7%) dengan standar deviasi 0,2481 menunjukkan nilai distribusi masing-masing sampel positif dan perbedaan kepemilikan institusional antar sampel penelitian relatif lemah.

Logaritma natural free cash flow (LnFCF) secara umum memiliki nilai mean positif sebesar 26,1092. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata 107 sampel perusahaan cenderung arus kas bebas yang cukup besar. Logaritma natural Free cash flow terkecil 21,08 sedangkan free cash flow terbesar 31,38 dengan standar deviasi 2,2058 menunjukkan bahwa nilai distribusi masing-masing sampel positif dan perbedaan logaritma natural free cash flow antar sampel penelitian relatif rendah. Struktur modal secara keseluruhan memiliki nilai mean positif sebesar 0,6944 (69,44%). Hal ini menunjukkan rata-rata 107 sampel perusahaan memiliki total hutang lebih rendah dibandingkan dengan total equitas. Struktur modal terkecil sebesar 0,0696 (6,96%) sedangkan struktur modal terbesar sebesar 2,9095 (290,95%) dengan standar deviasi sebesar 0,4479 menunjukkan bahwa nilai distribusi masing-masing sampel positif dan perbedaan struktur modal antar sampel penelitian yang tidak jauh. Nilai perusahaan secara umum memiliki nilai mean positif sebesar 2,1059 (2,105 kali). Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata 107 sampel perusahaan cenderung dua kali lipat antara harga pasar saham dengan nilai buku saham. Nilai perusahaan terkecil 0,3721 (0,3721 kali) sedangkan nilai perusahaan terbesar 60,6718 (60,67 kali) dengan standar deviasi 5,7954 menunjukkan bahwa nilai distribusi masing-masing sampel positif dan perbedaan nilai perusahaan antar sampel penelitian relatif rendah.

2. Uji Normalitas

Dari tabel 2 diketahui bahwa Skewness adalah -0,263 dan hasil penghitungan Zskewness adalah 1,1110. Karena Z hitung $1,1110 < Z$ tabel 1,96 berarti data terdistribusi normal. Sedangkan nilai Skurtosis adalah -0,564 dan hasil penghitungan Zkurtosis adalah -1,1903. Dari hasil pengujian uji kurtosis Z hitung $-1,1903 < Z$ tabel 1,96 maka disimpulkan data terdistribusi normal.

Tabel 2. Hasil Pengujian Normalitas

	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	107	,263	,234	-,564	,463
Unstandardized Residual	107	-,184	,234	-,389	,463

Valid N (listwise)	107				
-----------------------	-----	--	--	--	--

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2022

3. Uji Asumsi Klasik

Autokorelasi

1. Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)*, *Kepemilikan Institusional*, *free cash flow* terhadap *stuktur modal*

Tabel 3. Uji Auto Korelasi

Model	Durbin-Watson
1	1,808

- a. Predictors: (Constant), FCF, KI, IOS
b. Dependent Variable: Struktur Modal

Berdasarkan tabel tersebut dapat diketahui bahwa nilai DW 1,808 dibandingkan dengan batas bawah (dl) dan batas atas (du). Di mana dl sebesar 1,6277 dan du sebesar 1,7428 sehingga hasil DW diantara $dl < dw < 4-du = 1,6277 < 1,808 < 2,2572$ maka tidak terjadi autokorelasi.

2. Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)*, *Kepemilikan Institusional*, *free cash flow*, *stuktur modal* terhadap *nilai perusahaan*

Tabel 4. Uji Auto Korelasi

Model	Durbin-Watson
1	1,765

- a. Predictors: (Constant), Struktur Modal, FCF, KI, IOS
b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa nilai DW 1,765 dibandingkan dengan batas bawah (dl) dan batas atas (du). Di mana dl sebesar 1,6083 dan du sebesar 1,7631 sehingga hasil DW diantara $dl < dw < 4-du = 1,6083 < 1,765 < 2,2369$ maka tidak terjadi autokorelasi.

Heteroskedastisitas

1. Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)*, *Kepemilikan Institusional*, *free cash flow* terhadap *stuktur modal*

Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas

Model	T	Sig.	
1	(Constant)	7,029	,000
	WLS_IOS	-1,297	,198
	WLS_KI	-,426	,671
	WLS_FCF	,501	,617

- a. Dependent Variable: AbsRes1

Berdasarkan tabel di atas tidak terjadi heteroskedastisitas karena tingkat signifikan semua variabel di atas 0,05.

2. Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)*, *Kepemilikan Institusional*, *free cash flow*, *stuktur modal* terhadap nilai perusahaan

Tabel 6. Uji Heteroskedastisitas

Model		T	Sig.
1	(Constant)	1.742	,000
	WLS_IOS	-.363	,134
	WLS_KI	-1.385	,164
	WLS_FCF	-.164	,980
	WLS_Struktur Modal	-.755	,591

a. Dependent Variable: AbsRes2

Berdasarkan tabel 6 tidak terjadi heteroskedastisitas karena tingkat signifikan semua variabel di atas 0,05.

Multikolinieritas

1. Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)*, *Kepemilikan Institusional*, *free cash flow* terhadap *stuktur modal*

Tabel 7. Hasil Pengujian Multikolinieritas

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	WLS_IOS	,974	1,027
	WLS_KI	,345	2,897
	WLS_FCF	,343	2,917

a. Dependent Variable: Struktur Modal

Berdasarkan di atas diketahui model regresi yang bebas multikolinieritas karena koefisien regresi antar variabel independen mempunyai nilai tolerance $> 0,1$ dan VIF < 10 .

2. Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)*, *Kepemilikan Institusional*, *free cash flow*, *stuktur modal* terhadap nilai perusahaan.

Tabel 8. Hasil Pengujian Multikolinieritas

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	WLS_IOS	,962	1,040
	WLS_KI	,280	3,572
	WLS_FCF	,212	4,725
	WLS_Struktur Modal	,578	1,731

a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan

Dari tabel 8 dapat diketahui model regresi yang bebas multikolinieritas karena koefisien regresi antar variabel independen mempunyai nilai tolerance > 0,1 dan VIF < 10.

Uji Analisis Regresi Berganda

1. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow terhadap struktur modal

Tabel 9. Uji Koefisien Regresi

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	WLS_ IOS	,250	,041		6,138	,000
	WLS_ KI	4,081E-5	,000	-,087	-1,142	,256
	WLS_ FCF	-,448	,092	-,625	-4,899	,000
	WLS_ IOS	,022	,003	1,022	7,989	,000

a. Dependent Variable: WLS_Struktur Modal

$$\text{Struktur Modal} = -0,087 \text{ WLS_IOS} - 0,625 \text{ WIS_KI} + 1,022 \text{ WLS_FCF} + e$$

2. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow, struktur modal terhadap nilai perusahaan

Tabel 10. Hasil Pengujian Regresi

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,647	,014		47,159	,000
	WLS_ IOS	,000	,000	-,337	-10,014	,000
	WLS_ KI	,194	,029	,412	6,609	,000
	WLS_ FCF	,004	,001	,252	3,513	,001
	WLS_ Struktur Modal	,224	,028	,343	7,888	,000

a. Dependent Variable: WLS_Nilai Perusahaan

Hasil penghitungan persamaan regresi berganda pada tabel 10 dapat disimpulkan bahwa IOS mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dengan koefisien regresi sebesar -0,337 artinya semakin tinggi set kesempatan investasi perusahaan maka semakin rendah nilai perusahaan. Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi 0,412 artinya semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin tinggi nilai perusahaan. Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan koefisien regresi 0,252 hal ini dapat diartikan semakin tinggi arus kas bebas maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Sedangkan struktur modal memiliki hubungan yang positif dengan nilai perusahaan dengan koefisien regresi 0,343 yang dapat diartikan semakin tinggi struktur modal maka semakin tinggi nilai perusahaan dan sebaliknya.

$$\text{Nilai Perusahaan} = -0,337 \text{ WLS_IOS} + 0,412 \text{ WLS_KI} + 0,252 \text{ WLS_FCF} + 0,343 \text{ WLS_SM} + e$$

Uji Fit Model

a. Koefisien Determinasi

1. *Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow terhadap stuktur modal*

Tabel 11. Hasil Pengujian Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.650 ^a	.422	.406

a. Predictors: (Constant), WLS_FCF, WLS_IOS, WLS_KI

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2022

Berdasarkan tersebut di atas hasil uji regresi didapatkan angka koefisien Adjusted R Square sebesar 0,406. Hal ini berarti bahwa sebesar 40,6% struktur modal dapat dijelaskan oleh IOS, Kepemilikan Institusional dan free cash flow. Sedangkan sisanya $100\% - 40,6\% = 59,4\%$ dijelaskan oleh variabel lain di luar IOS, Kepemilikan Institusional dan free cash flow.

2. *Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow, stuktur modal terhadap nilai perusahaan.*

Tabel 12. Hasil Pengujian Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.943 ^a	.889	.884

a. Predictors: (Constant), WLS_Struktur Modal, WLS_IOS, WLS_KI, WLS_FCF

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2022

Berdasarkan tabel 12 di atas hasil uji regresi didapatkan angka koefisien Adjusted R Square sebesar 0,884. Hal ini berarti bahwa sebesar 88,4% nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow dan stuktur modal. Sedangkan sisanya $100\% - 88,4\% = 11,6\%$ dijelaskan oleh variabel lain di luar Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow dan stuktur modal.

b. Uji Kelayakan Model (uji F)*1. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow terhadap struktur modal***Tabel 13. Hasil Pengujian Model**

Model		Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3	1,165	25,103	,000 ^b
	Residual	103	,046		
	Total	106			

a. Dependent Variable: WLS_Struktur Modal

b. Predictors: (Constant), WLS_FCF, WLS_IOS, WLS_KI

Berdasarkan tabel 13 dapat diketahui hasil F hitung 25,103 dan tingkat probabilitas $0,000 < 0,05$ jadi Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional dan Logaritma natural free cash flow secara bersama-sama/simultan mempengaruhi struktur modal atau dapat diambil kesimpulan bahwa regresi layak digunakan dalam proses penelitian.

*2. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow, struktur modal terhadap nilai perusahaan***Tabel 14. Hasil Pengujian Model**

Model		Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4	.788	204.794	.000 ^b
	Residual	102	.004		
	Total	106			

a. Dependent Variable: WLS_Nilai Perusahaan

b. Predictors: (Constant), WLS_Struktur Modal, WLS_IOS, WLS_KI, WLS_FCF

Berdasarkan di atas dapat diketahui hasil F hitung 204,794 dan tingkat probabilitas $0,000 < 0,05$ sehingga Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, logaritma natural free cash flow dan struktur modal secara bersama-sama/simultan mempengaruhi nilai perusahaan atau dapat dikatakan bahwa regresi tersebut layak digunakan dalam proses penelitian.

c. Uji Parsial (t)*1. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow terhadap struktur modal*

Tabel 9 menunjukkan Investment Opportunity Set (IOS) memiliki nilai signifikansi 0,256 dan Standardized coefficients beta -0,087 hasil ini menunjukkan Investment Opportunity Set (IOS) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap stuktur modal. Kepemilikan Institusional memiliki nilai signifikansi 0,000 dan Standardized coefficients beta -0,625 hasil ini menunjukkan Kepemilikan Institusional secara parsial

berpengaruh negatif terhadap stuktur modal. free cash flow memiliki nilai signifikansi 0,000 dan Standardized coefficients beta 1,002 hasil ini menunjukkan free cash flow secara parsial berpengaruh positif terhadap stuktur modal.

2. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Kepemilikan Institusional, free cash flow, stuktur modal terhadap nilai perusahaan

Tabel 10 menunjukkan Investment Opportunity Set (IOS) memiliki nilai signifikansi 0,000 dan Standardized coefficients beta -0,337 hasil ini menunjukkan Investment Opportunity Set (IOS) secara parsial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan Institusional memiliki nilai signifikansi 0,000 dan Standardized coefficients beta 0,412 hasil ini menunjukkan Kepemilikan Institusional secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Free cash flow memiliki nilai signifikansi 0,001 dan Standardized coefficients beta -0,252 hasil ini menunjukkan free cash flow secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Stuktur Modal memiliki nilai signifikansi 0,000 dan Standardized coefficients beta 0,343 hasil ini menunjukkan struktur modal secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

1. Uji Sobel

Tabel 15. Uji Mediasi Menggunakan Uji Sobel

No	Mediasi	Z Hitung	Signifikan	Keterangan
1	IOS » SM » Nilai	-8	0,00000	Memediasi
2	KI » SM » Nilai	-4,15957	0,00003	Memediasi
3	FCF » SM » Nilai	5,40579	0,00006	Memediasi

Sumber : Data primer yang diolah, 2022

Pembahasan Hipotesis

1. Pengaruh Set Kesempatan Investasi (IOS) terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menunjukkan *investment opportunity set* berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia, sehingga hipotesis pertama (H_1), ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi variabel *investment opportunity set* dalam menentukan variabilitas struktur modal perusahaan manufaktur sangat rendah yang berarti ada tidaknya kesempatan investasi atau pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal perusahaan. Walaupun tidak signifikan namun arah hubungan antara *investment opportunity set* dengan struktur modal perusahaan manufaktur tahun 2019-2021 menunjukkan hubungan berlawanan arah, kenaikan nilai *investment opportunity set* akan menurunkan nilai struktur modalnya atau dalam hal ini utang. Hasil ini mendukung *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi yang diasumsikan memiliki

kesempatan investasi tinggi akan memperkecil tingkat hutangnya terkait risiko kebangkrutan. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi cenderung membutuhkan dana yang lebih besar. Kebutuhan dana yang lebih besar tidak dapat dipenuhi dari sumber internal saja. Kondisi ini akan mendorong perusahaan untuk menggunakan lebih banyak hutang.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Chabachib et al., 2020) yang menyatakan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh negatif dan signifikan hasil penelitian ini juga tidak sejalan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Smith Jr & Watts, 1992) yang menyatakan bahwa terdapat bukti bahwa pada perusahaan yang mempunyai set kesempatan investasi yang besar mempunyai *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur selama tahun penelitian dalam menetapkan kebijakan struktur modalnya tidak mendasarkan pada kesempatan investasinya atau pertumbuhannya. Hal ini juga mengindikasikan bahwa dalam menentukan kebijakan struktur modalnya perusahaan manufaktur lebih mendasarkan faktor-faktor lain. Faktor-faktor lain tersebut antara lain seperti stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, pajak, profitabilitas, kondisi pasar, sikap manajemen, fleksibilitas keuangan maupun kondisi internal perusahaan

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, sehingga hipotesis kedua (H₂), diterima. Artinya semakin besar proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi berpengaruh terhadap kebijakan hutang, artinya semakin besar proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi mengindikasikan adanya monitoring *agent* dari pihak institusi kepada kinerja manajemen sehingga manajemen akan semakin berhati-hati dalam menempatkan aktivitas investasinya sehingga hutangnya menurun. Investor Institusional berperan namun tidak secara aktif dalam pengambilan keputusan mengenai hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Chung et al., 2018) yang menghasilkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada stuktur modal. Namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (Cahyani & Handayani, 2017) yang menyatakan bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh positif namun signifikan terhadap Struktur Modal.

3. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa *Free cash flow* (FCF) berpengaruh positif signifikan terhadap stuktur modal, sehingga hipotesis ketiga (H₃), diterima. Kondisi ini menunjukkan semakin tinggi *free cash flow* (FCF) suatu perusahaan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan atau sering disebut dengan hubungan searah. *Free cash flow* adalah aliran sisa dana yang diperoleh dari hasil pengurangan aliran arus kas operasi dikurangi investasi dalam modal operasi. *Free cash flow* yang tinggi berdasarkan keinginan pemegang saham adalah dibagikan dalam bentuk deviden. Hal ini berseberangan dengan keinginan manajer yang menginginkan *free cash flow* digunakan untuk investasi kembali demi meningkatkan profitabilitas

perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. Hal ini yang mengakibatkan manajer lebih memilih hutang untuk digunakan sebagai dana operasional perusahaan. Dengan hutang tersebut, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan (Kordlouie et al., 2014; Melina & Ariesta, 2019) yang membuktikan bahwa variabel *free cash flow* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur.

4. Pengaruh Set Kesempatan Investasi (IOS) terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* (MVBVA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai (PBV) Perusahaan manufaktur, sehingga hipotesis keempat (H4), ditolak. Hal ini tidak sejalan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Jogiyanto, 2013) yang menyatakan bahwa Informasi yang publikasikan dalam bentuk pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Apabila pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Pada saat semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar akan terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Apabila pengumuman informasi tersebut dianggap sebagai sinyal baik bagi investor, maka akan terjadi perubahan dalam nilai perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan penelitian yang dilakukan oleh (Ariyanti & Novitasari, 2022) yang menghasilkan *Investment Opportunity Set* (MVBVA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai (PBV) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020.

5. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis kelima (H5) diterima. Hasil ini mengindikasikan kepemilikan institusional merupakan salah satu cara untuk mengurangi *agency conflict*. Ini terbukti dengan semakin tinggi tingkat kepemilikan konstitusional pada perusahaan, maka monitoring pihak eksternal terhadap perusahaan akan semakin kuat, sehingga dapat mengurangi *agency cost* yang terjadi didalam perusahaan dan juga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, kepemilikan institusional sebagai suatu mekanisme eksternal tata kelola perusahaan dianggap mampu memberikan peranan pengawasan (monitoring) yang optimal di dalam setiap keputusan perusahaan dan pengurangan konflik keagenan. Hal ini juga mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional mampu memberikan sinyal yang positif bagi pihak luar sehingga memberikan dampak menarik investor untuk menanamkan modalnya, volume perdagangan saham dan harga saham semakin naik, serta nilai perusahaan juga akan ikut meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Effendi, 2019) yang menghasilkan kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016.

6. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis keenam (H₆) diterima. Hal ini menunjukkan hasil pengujian hipotesis sejalan dengan teori *signaling* yang menyatakan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mampu memberikan sinyal yang positif bagi pemegang saham sehingga meningkatkan harga saham. Bagi pemegang saham *free cash flow* merupakan salah satu indikator untuk menilai fleksibilitas keuangan. Dengan saham *free cash flow* yang tinggi perusahaan dengan leluasa dapat memilih apakah kas digunakan untuk membayar dividen atau digunakan sebagai sumber dana internal untuk mendanai investasi perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Nuryanti et al., 2021) yang menghasilkan *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

7. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian analisis regresi menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis ketujuh (H₇), diterima. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang tinggi dinilai sebagai sinyal positif bagi para investor. Penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan karena dari sudut pandang investor, penggunaan hutang oleh perusahaan dapat menunjukkan prospek usaha perusahaan di masa depan. Perusahaan yang berhasil mendapatkan pinjaman, artinya dalam proses untuk mendapatkan pinjaman tersebut, pihak pemberi pinjaman sudah lebih dulu menilai kondisi perusahaan tersebut apakah layak diberi pinjaman atau tidak. Jika layak, maka hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dinilai mampu memenuhi kewajibannya tersebut di masa yang akan datang sesuai dengan ketentuan-ketentuan yang ditetapkan oleh pemberi pinjaman, artinya perusahaan dianggap memiliki prospek usaha yang baik jika diberi pinjaman tersebut. Di sisi lain, *Trade off Theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal, maka setiap tambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi masing-masing struktur modal berada di atas titik optimal, maka hutang tambahan apa pun akan menurunkan nilai perusahaan. Ini artinya bahwa hutang yang tinggi dapat memperbesar risiko perusahaan mengalami kebangkrutan, akan tetapi selama tingkat penggunaan hutang tersebut masih dalam batas optimal maka penggunaan hutang masih dalam kondisi aman. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham serta akan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Chabachib et al., 2020) yang menyatakan yang menghasilkan struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

8. Pengaruh Set Kesempatan Investasi (IOS) terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh Struktur Modal

Dengan menggunakan Sobel Test dapat diketahui nilai Z hitung -8 dengan tingkat signifikan $0,00000 < 0,05$ sehingga struktur modal mampu memediasi pengaruh antara set kesempatan investasi (IOS) terhadap nilai perusahaan. sehingga hipotesis kedelapan (H₈) diterima. Berdasarkan hasil analisis regresi koefisien regresi set kesempatan investasi (IOS) terhadap stuktur modal adalah sebesar -0,087, stuktur

modal terhadap nilai perusahaan adalah 0.343 dan IOS terhadap nilai perusahaan adalah -0.337 sehingga total pengaruh IOS terhadap Nilai perusahaan melalui struktur modal adalah -0.366841. Pengaruh *Investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal memiliki hubungan yang negatif 0.366841. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal dengan arah yang negatif. Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa set kesempatan investasi secara signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal secara negatif. Investor melihat sebuah kesempatan investasi sebagai sinyal yang bagus bagi perusahaan, tetapi ketika investasi yang dilakukan terlalu banyak menggunakan hutang dari pihak luar investor akan berpikir lagi untuk menanamkan modalnya. Ketika perusahaan mempunyai hutang yang tinggi maka akan menaikkan risiko kebangkrutan. Oleh sebab itu penggunaan hutang yang berlebihan dalam melakukan investasi akan menurunkan nilai perusahaan.

9. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dimediasi oleh Struktur Modal

Dengan menggunakan Sobel Test dapat diketahui nilai Z hitung sebesar -4,15957 dengan tingkat signifikan $0,000003 < 0,05$ sehingga struktur modal mampu memediasi pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Sehingga hipotesis kesembilan (H_9) diterima. Berdasarkan hasil analisis regresi koefisien regresi kesempatan investasi terhadap stuktur modal adalah sebesar -0,625, stuktur modal terhadap nilai perusahaan adalah 0.343 dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan adalah 0.412 sehingga total pengaruh kepemilikan institusional terhadap Nilai perusahaan melalui struktur modal adalah 0.1976. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal memiliki hubungan yang positif 0.1976. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal dengan arah yang positif. Kepemilikan institusional serta Struktur modal yang optimal terbukti mampu memberikan peranan pengawasan (monitoring) yang optimal di dalam setiap keputusan perusahaan dan pengurangan konflik keagenan serta memberikan sinyal yang positif bagi pihak luar sehingga memberikan dampak menarik investor.

10. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan dimediasi oleh Struktur Modal

Dengan menggunakan Sobel Test dapat diketahui nilai Z hitung sebesar 5,40579 dengan tingkat signifikan $0,0000006 < 0,05$ sehingga struktur modal mampu memediasi pengaruh antara *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Sehingga hipotesis kesepuluh (H_{10}) diterima. Berdasarkan hasil analisis regresi koefisien regresi *free cash flow* terhadap stuktur modal adalah sebesar 1,022, stuktur modal terhadap nilai perusahaan adalah 0.343 dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan adalah 0.252 sehingga total pengaruh kepemilikan institusional terhadap Nilai perusahaan melalui struktur modal adalah 0.6025. Pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal memiliki hubungan yang positif 0.6025. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal dengan arah yang positif. *Free cash flow* serta struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian terbukti mampu memberikan sinyal yang positif bagi para pemegang saham sehingga meningkatkan harga saham.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data yang dilakukan pada bab sebelumnya mengenai pengaruh set kesempatan investasi (IOS), kepemilikan institusional dan free cash flow terhadap nilai perusahaan (firm value) dengan struktur modal sebagai variabel mediating pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2019 - 2021 dapat disimpulkan Set Kesempatan Investasi (IOS) yang diproksikan dengan market value of assets to book value of asset (MVBVA) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal yang diproksikan dengan Debt to Equity Rasio (DER). Kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh negatif terhadap terhadap struktur modal yang diproksikan dengan Debt to Equity Rasio (DER), artinya semakin besar proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi mengindikasikan adanya monitoring agent dari pihak institusi kepada kinerja manajemen sehingga manajemen akan semakin berhati-hati dalam menempatkan aktivitas investasinya sehingga hutangnya menurun. Free cash flow secara parsial berpengaruh positif terhadap struktur modal (DER), tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan free cash flow kepada pemegang saham sehingga mengakibatkan manajer lebih memilih hutang untuk digunakan sebagai dana operasional perusahaan. Dengan hutang tersebut, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas. Set Kesempatan Investasi (IOS) yang diproksikan dengan market value of assets to book value of asset (MVBVA) secara parsial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Price to Book Value (PBV), perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi belum mampu memberikan sinyal yang bagus bagi investor.

Kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Price to Book Value (PBV), hasil ini mengindikasikan kepemilikan institusional merupakan salah satu cara untuk mengurangi agency conflict. Free cash flow secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Price to Book Value (PBV), free cash flow merupakan salah satu indikator untuk menilai fleksibilitas keuangan. Dengan saham free cash flow yang tinggi perusahaan dengan leluasa dapat memilih apakah kas digunakan untuk membayar dividen atau digunakan sebagai sumber dana internal untuk mendanai investasi perusahaan. Struktur modal (DER) secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Price to Book Value (PBV), penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan karena dari sudut pandang investor, penggunaan hutang oleh perusahaan dapat menunjukkan prospek usaha perusahaan di masa depan. Struktur modal (DER) mampu memediasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan, investor melihat sebuah kesempatan investasi sebagai sinyal yang bagus bagi perusahaan, tetapi ketika investasi yang dilakukan terlalu banyak menggunakan hutang dari pihak luar investor akan berpikir lagi untuk menanamkan modalnya. Struktur modal (DER) mampu memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional serta Struktur modal yang optimal terbukti mampu memberikan peranan pengawasan (monitoring) yang optimal di dalam setiap keputusan perusahaan dan pengurangan konflik keagenan serta memberikan sinyal yang positif bagi pihak luar

sehingga memberikan dampak menarik investor. Struktur modal (DER) mampu memediasi pengaruh free cash flow terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan Price to Book Value (PBV). Free cash flow serta struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian terbukti mampu memberikan sinyal yang positif bagi para pemegang saham sehingga meningkatkan harga saham.

Referensi:

- Aghaie, M., Kazempour, M., & Mansourlakoraj, R. (2014). The effect of free cash flow and capital structure on different criteria for evaluating the performance of the Material Industry and Pharmaceutical Products companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Health Accounting*, 3(2), 1-15.
- Agus Sartono, R. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi Empat. Yogyakarta: BPFE.
- Ardestani, H. S., Rasid, S. Z. A., & Mehri, R. B. M. (2013). Dividend payout policy, investment opportunity set and corporate financing in the industrial products sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance and Banking*, 3(1), 123.
- Ariyanti, K. S., & Novitasari, N. L. G. (2022). Pengaruh Keputusan Finansial, Investment Opportunity set, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai perusahaan. *Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi (KHARISMA)*, 4(1), 264-275.
- Borolla, J. D. (2011). Analisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Prestasi*, 7(1), 11-24.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Essentials of Financial Management*. Cengage Learning Asia Pte Ltd. Singapore. Terjemahan AA Yulianto. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2012). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, diterjemahkan oleh Ali Akbar Yulianto. Edisi Kesebelas. Buku Kesatu. Jakarta: Salemba Empat.
- Cahyani, N. I., & Handayani, N. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Size, Kepemilikan Institusional, Dan Tangibility Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 6(2).
- Chabachib, M., HERSUGONDO, H., Septiviardi, D., & Pamungkas, I. D. (2020). The effect of investment opportunity set and company growth on firm value: Capital structure as an intervening variable. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 12(11), 139-156.
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review*, 34(1), 119-136.
- Chung, C. Y., Liu, C., & Wang, K. (2018). Do firms have target capital structures? Evidence from institutional monitoring. *International Review of Economics & Finance*, 58, 65-77.
- Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2005). *Financial theory and corporate policy* (Vol. 4). Pearson Addison Wesley Boston.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Effendi, S. (2019). Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi Bareleng*, 3(2), 64-74.
- Embara, C., Wiagustini, N. L. P., & Badjra, I. B. (2012). Variabel-Variabel Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, Dan Kewirausahaan*, 6(2),

119-129.

- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843.
- Fauziyanti, W., & Astuti, E. P. (2018). Pengaruh DER Dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal STIE Semarang (Edisi Elektronik)*, 10(2), 58-74.
- Friend, I., & Lang, L. H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 125-160.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (1997a). A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses:: Evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), 219-237.
- Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (1997b). A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses:: Evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), 219-237.
- Harjito, D. A., & Martono, S. U. (2014). *Manajemen Keuangan Edisi Kedua*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Husnan, S. (2018). *Dasar-dasar teori portofolio & Analisis Sekuritas*.
- Jayaningrat, I. G. A. A., Wahyuni, M. A., Edy Sujana, S. E., & Msi, A. K. (2017). Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Likuiditas, Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Properti Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi) Undiksha*, 7(1).
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.
- Jogiyanto, H. (2013). *Teori portofolio dan analisis investasi edisi kedelapan*. Yogyakarta: Bpfe.
- Jones, S., & Sharma, R. (2001). The impact of free cash flow, financial leverage and accounting regulation on earnings management in Australia's "old" and "new" economies. *Managerial Finance*.
- Jusriani, I. F., & Rahardjo, S. N. (2013). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Deviden, Kebijakan Utang, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011). *Diponegoro Journal of Accounting*, 168-177.
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (2001). The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement. *Managerial Finance*, 27(3), 3-15.
- Khoeriyah, A. (2020). Pengaruh Size, Leverage, Sales Growth, dan IOS Terhadap Nilai Perusahaan. *Profita: Komunikasi Ilmiah Akuntansi Dan Perpajakan*, 13(1), 96-111.
- Kordlouie, H., Mosadegh, F., & Rad, H. M. (2014). Impact of cash flow on capital structure of firms listed in Tehran Stock Exchange. *American Journal of Business and Management*, 3(2), 117-129.
- Kumar, J. (2004). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 9(2), 61-93.
- Lumbantobing, R. (2017). Rasio Utang Dan Dividen Memediasi Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan.
- 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. *JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 3(1), 1-17.
- Melina, M., & Ariesta, M. (2019). PENGARUH FREE CASH FLOW, PROFITABILITAS, DAN

PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL DENGAN DIVIDEN PAYOUT RATIO SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN REAL ESTATE DAN PROPERTY YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2013–2017. *Journal Of Accounting*, 5(5).

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Murhadi, W. R. (2013). Analisis laporan keuangan: proyeksi dan valuasi saham. Salemba Empat.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Myers, S. C., & Turnbull, S. M. (1977). Capital budgeting and the capital asset pricing model: Good news and bad news. *The Journal of Finance*, 32(2), 321–333.
- Nuryanti, N., Roesdy, R., & Fitri, K. (2021). Pengaruh Profitabilitas Dan Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks High Dividend 20. *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Bisnis*, 14(2), 261–270.
- Palupi, R. S., & Hendiarto, R. S. (2018). Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Pada Nilai Perusahaan Properti & Real Estate. *Jurnal Ecodemica: Jurnal Ekonomi Manajemen Dan Bisnis*, 2(2).
- Permanasari, W. I. , & K. W. (2010). Pengaruh kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, dan Corporate Social Responsibility terhadap nilai perusahaan. Undip.
- Rahma, A. , & C. M. (2014). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan terhadap keputusan pendanaan dan nilai perusahaan . UNDIP.
- Ratnawati, V., Freddy, D., & Wahyuni, N. (2018). The impact of institutional ownership and a firm's size on firm value: tax avoidance as a moderating variable. *J. Fin. Bank. Review*, 3(1), 1–8.
- Rodoni, A., & Ali, H. (2010). Manajemen keuangan. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Salvatore, D. (2005). Ekonomi manajerial dalam perekonomian global. Salemba Empat: Jakarta.
- Sari, N., & Budiasih, I. (2016). Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(3), 2439–2466.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292.
- Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh struktur kepemilikan saham, leverage, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 9(1), 41–48.
- Subekti, I., & Kusuma, I. W. (2001). Asosiasi antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan dan dividen perusahaan, serta implikasinya pada perubahan harga saham. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 4(1).
- Tarjo, T. (2008). Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta Cost of Equity Capital. *Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak*.
- Trisnawati, I. (2016). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 18(1), 33–42.
- Wahyuni, E., & Purwaningsih, E. (2021). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Keputusan Investasi, Struktur Modal Dan Intellectual Capital Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Keluarga Yang

TerdFTAR Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2019. *Media Akuntansi*, 33 (01), 79-99. *Media Akuntansi*, 33(01), 79-99.