

TESIS

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR
KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL TERHADAP *DEBT
TO EQUITY RATIO* DENGAN *INVESTMENT OPPORTUNITY
SET* SEBAGAI VARIABEL *MODERATING***

***THE EFFECT OF FREE CASH FLOW AND INSTITUSIONAL
SHARE OWNERSHIP STRUCTURE ON DEBT TO EQUITY
RATIO WITH INVESTMENT OPPORTUNITY SET AS
MODERATING VARIABLE***

MUHAMMAD RIZAL

A062172015



kepada

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2022**

TESIS

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR
KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL TERHADAP *DEBT
TO EQUITY RATIO* DENGAN *INVESTMENT OPPORTUNITY
SET* SEBAGAI VARIABEL *MODERATING***

***THE EFFECT OF FREE CASH FLOW AND INSTITUSIONAL
SHARE OWNERSHIP STRUCTURE ON DEBT TO EQUITY
RATIO WITH INVESTMENT OPPORTUNITY SET AS
MODERATING VARIABLE***

Sebagai persyaratan untuk memperoleh gelar Magister

disusun dan diajukan oleh

MUHAMMAD RIZAL

A062172015



kepada

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2022**

TESIS

PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL TERHADAP *DEBT TO EQUITY RATIO* DENGAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* SEBAGAI VARIABEL *MODERATING*

disusun dan diajukan oleh :

MUHAMMAD RIZAL

A062172015

Telah dipertahankan dalam sidang ujian tesis
pada tanggal **8 Februari 2022**
dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,

Komisi Penasehat

Ketua



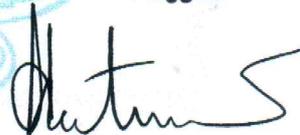
Dr. Hj. Andi Kusumawati, SE., M.Si., Ak., CA
NIP. 19660405 199203 2003

Ketua Program Studi
Magister Akuntansi,



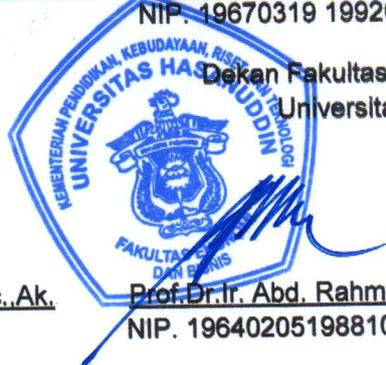
Dr. R. A. Damayanti, S.E., M.Soc.Sc., Ak.
NIP. 196703191992032003

Anggota



Dr. R.A. Damayanti, S.E., Ak., M.Soc., Sc., CA
NIP. 19670319 199203 2003

Dekan Fakultas Ekonomi Dan Bisnis
Universitas Hasanuddin,



Prof. Dr. Ir. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si. CIPM
NIP. 196402051988101001

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Muhammad Rizal
NIM : A062172015
Jurusan/program studi : Magister Akuntansi

Menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa tesis yang berjudul : "Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur kepemilikan saham Institusional terhadap *Debt to Equity Ratio* dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan Perdagangan Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019)".

Adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah tesis ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata di dalam naskah tesis ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No.20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70)

Makassar, 31 Januari 2022

Yang membuat pernyataan



Muhammad Rizal

PRAKATA

Puji syukur dan terimakasih kepada peneliti panjatkan Kehadirat Allah SWT. Karena atas berkat dan rahmat-Nya sehingga peneliti dapat menyelesaikan tesis yang berjudul : “Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur kepemilikan saham institusional Terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan Perdagangan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019)“.

Adapun tujuan penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi salah satu persyaratan Akademik untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Makassar. Penyusunan tesis ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak yang memberikan dorongan, bimbingan, petunjuk, dan nasehat dari permulaan sampai selesainya penyusunan tesis ini. Oleh karena itu, pada kesempatan ini peneliti menyampaikan rasa terima kasih sebesar-besarnya kepada yang terhormat :

1. Ibu Dr. R.A. Damayanti, SE., Ak., M.Soc., Sc., CA selaku ketua Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Makassar
2. Ibu Dr. Hj. Andi Kusumawati, SE., M.Si., Ak., CA selaku pembimbing utama dan Dr. R.A. Damayanti, S.E., Ak., M.Soc., Sc., CA selaku pembimbing kedua yang dengan tulus membantu peneliti mulai dari pemeriksaan tesis hingga selesainya studi ini.
3. Bapak/Ibu Dosen Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi (S2) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Makassar yang telah

membimbing dan mengarahkan peneliti selama perkuliahan hingga selesainya penyusunan tesis ini.

4. Ucapan terima kasih kepada staf akademik Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi (S2) Universitas Hasanuddin Makassar yang telah banyak membantu di bidang akademik dan kemahasiswaan.
5. Rekan-rekan mahasiswa yang tidak peneliti sebutkan namanya satu persatu atas kebersamaannya selama ini dalam menempuh pendidikan di Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Hasanuddin Makassar.
6. Ucapan terima kasih kepada kedua orang tuaku Ayahanda dan Ibunda tercinta beserta saudara-saudara peneliti atas bantuan, nasihat dan motivasi yang diberikan selama peneliti menuntut ilmu.
7. Terima kasih kepada istri dan anakku yang telah memberikan motivasi selama perkuliahan hingga selesainya penyusunan tesis ini.

Peneliti menyadari sebagai makhluk ciptaan Al-Khalik senantiasa diliputi kekurangan dan kekhilafan. Oleh karena itu, segala urusan selayaknya disandarkan kepada-Nya dan peneliti berharap semoga tesis ini bermanfaat dan semoga segala bantuan baik moril maupun materil dalam berbagai aspeknya senantiasa mendapat imbalan berupa limpahan rahmat dari Allah SWT. Amin Ya Rabbal Alamin.

Makassar, 31 Januari 2022

Peneliti

ABSTRAK

MUHAMMAD RIZAL. *Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Institusional terhadap Debt to Equity Ratio dengan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderasi: Studi Empiris di Perusahaan Non-Keluangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019* (dibimbing oleh Andi Kusumawati dan R.A. Damayanti).

Tujuan penelitian ini adalah mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham institusional terhadap *investment opportunity set* dan *debt to equity ratio* serta mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham yang dimoderasi oleh *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang di perusahaan nonkeuangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019.

Data penelitian berupa data laporan keuangan yang bersumber dari IDX atau sumber-sumber yang dapat diakses melalui internet. Teknik penganalisisan data yang digunakan adalah analisis deskriptif, uji asumsi klasik, dan analisis linear berganda.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh nyata dalam meningkatkan kebijakan hutang (DER). Struktur kepemilikan saham berpengaruh secara nyata terhadap kebijakan hutang (DER). *Investment opportunity set* (IOS) berpengaruh secara nyata dalam meningkatkan kebijakan hutang. Interaksi *free cash flow* dengan *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang yang dimoderasi oleh *investment opportunity set* (IOS).

Kata kunci: *free cash flow*, struktur kepemilikan saham, *investment opportunity set*, kebijakan hutang



ABSTRACT

MUHAMMAD RIZAL. *The Effect of Free Cash Flow and Institutional Share Ownership Structure on Debt to Equity Ratio with Investment Opportunity as a Moderating Variable: An Empirical Study on Non-Financial Companies Listed in the Indonesia Stock Exchange from 2015 to 2019* (supervised by **Andi Kusumawati** and **R.A. Damayanti**)

The aims of this study are to find out and analyze the effect of free cash flow and institutional share ownership structure on the investment opportunity set and debt policy and determine and analyze the effect of free cash flow and share ownership structure moderated by investment opportunity set on debt policy in non-financial companies. listed on the Indonesia Stock Exchange from 2015 to 2019.

The data used were financial report data obtained from IDX or other available sources in the internet. The data analysis technique used descriptive analysis, classical assumption test, and multiple linear regression analysis.

The results show that free cash flow has a significant effect in increasing debt policy (DER). Share ownership structure has a significant effect on debt policy (DER). The investment opportunity set (IOS) has a significant effect in increasing debt policy. The interaction of free cash flow with investment opportunity set (IOS) has no effect on debt policy. The structure of share ownership has a significant effect on debt policy moderated by investment opportunity set (IOS).

Keywords: free cash flow, share ownership structure, investment opportunity set and debt policy



DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN	iv
PRAKATA	v
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	8
1.4. Kegunaan Penelitian	9
1.4.1 Kegunaan Teoretis	9
1.4.2 Kegunaan Praktis	9
1.5. Ruang Lingkup	10
1.6. Definisi dan Istilah	10
1.7. Sistematika Penulisan	11
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	13
2.1. Tinjauan Teori dan Konsep	13
2.1.1. <i>Agency Theory</i>	13
2.1.2. <i>Signaling Theory</i>	15
2.1.3. <i>Pecking Order Theory</i>	17
2.1.4. Pengertian <i>Free Cash Flow</i>	19
2.1.5. Elemen-Elemen <i>Free Cash Flow</i>	23

	2.1.6. Struktur Kepemilikan Saham	25
	2.1.6.1 Struktur Kepemilikan Institusional	26
	2.1.6.2 Struktur Kepemilikan Manajerial	28
	2.1.7. <i>Debt to Equity Ratio</i>	29
	2.1.8 <i>Investment Opportunity Set</i>	35
	2.2. Tinjauan Empiris.....	37
BAB III	KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	52
	3.1. Kerangka Konseptual	52
	3.2. Hipotesis	55
BAB IV	METODE PENELITIAN	64
	4.1. Rancangan Penelitian	64
	4.2. Tempat dan Waktu Penelitian	64
	4.3. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel.....	65
	4.4. Jenis dan Sumber Data	67
	4.5. Teknik Pengumpulan Data	67
	4.6. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	68
	4.7. Analisis Data.....	70
BAB V	HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	75
	5.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian	75
	5.2. Hasil Penelitian	96
	5.2.1. Statistik Deskriptif.....	97
	5.2.2. Uji Asumsi Klasik.....	98
	5.2.3. Analisis Regresi Moderasi (<i>Moderated Regression Analysis</i>)	103
BAB VI	PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	110
	6.1. Pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap <i>debt to equity ratio</i>	110
	6.2. Pengaruh struktur kepemilikan saham institusional terhadap <i>debt to equity ratio</i>	112
	6.3. Pengaruh <i>investment opportunity set</i> terhadap <i>debt to equity ratio</i>	113
	6.4. Pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap <i>debt to equity ratio</i> dimoderasi oleh <i>investment opportunity set</i>	115

6.5. Pengaruh struktur kepemilikan saham institusional terhadap <i>debt to equity ratio</i> yang dimoderasi oleh <i>investment opportunity set</i>	116
BAB VII PENUTUP	119
7.1 Kesimpulan	119
7.2 Implikasi Penelitian	120
7.3 Keterbatasan Penelitian	121
7.4 Saran-Saran	121
DAFTAR PUSTAKA	122
LAMPIRAN	128

DATAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	43
Tabel 5.1 Analisis Statistik Deskriptif	94
Tabel 5.2 Hasil Uji Normalitas dengan Metode <i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	96
Tabel 5.3 Hasil Uji <i>Multikolinearitas</i>	97
Tabel 5.4 Analisis Uji Autokorelasi	98
Tabel 5.5 Analisis Regresi Linear Berganda	100
Tabel 5.6 Regresi Moderasi Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap <i>debt to equity ratio</i> dimoderasi oleh <i>Investment Opportunity Set</i>	103
Tabel 5.7 Hasil Regresi Moderasi Struktur kepemilikan saham institusional terhadap <i>debt to equity ratio</i> dimoderasi oleh <i>Investment Opportunity Set</i>	104
Tabel 5.8 Ringkasan Pengujian Hipotesis Penelitian	105

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 3.1 Kerangka Pikir Dalam Penelitian	54
Gambar 5.1 Analisis Heteroskedastisitas dengan metode Grafik <i>Scatterplot</i>	99

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Perhitungan <i>Free Cash Flow</i>	124
Lampiran 2 Perhitungan Kepemilikan Saham Institusional	126
Lampiran 3 Perhitungan <i>Market to Book Value of Asset (MBVA)</i>	128
Lampiran 4 Perhitungan <i>Debt to Equity Ratio</i>	130
Lampiran 5 Data Regresi	132
Lampiran 6 Statistik Deskriptif	132
Lampiran 7 Uji Normalitas	134
Lampiran 8 Analisis Regresi dan Korelasi	134
Lampiran 9 Regresi Moderasi Model 1	136
Lampiran 10 Regresi Moderasi Model 2	138

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Era globalisasi dewasa ini menyebabkan persaingan dunia usaha yang semakin ketat sehingga mendorong setiap perusahaan untuk mampu meningkatkan keuntungan maupun nilai perusahaan dihadapan publik. Dalam pengelolaan fungsi keuangannya, salah satu unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk beroperasi dan mengembangkan usahanya. Dana tersebut dapat diperoleh dari sumber yang berbeda yakni, dana internal dan dana eksternal. Dana internal perusahaan yaitu dana yang dapat diperoleh dari dalam perusahaan atau dana yang dihasilkan sendiri oleh perusahaan seperti laba berjalan, laba ditahan, dan modal saham, sedangkan dana eksternal adalah dana yang bersumber dari luar perusahaan, seperti hutang, baik hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek (Rodoni dan Ali, 2014:41).

Hutang menurut Munawir (2015:56) adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi. Kewajiban tersebut harus dibayarkan kembali pada waktu tertentu disertai dengan sejumlah bunga yang ditetapkan sendiri oleh pihak kreditur. Besar kecilnya hutang yang akan digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh pihak perusahaan melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen keuangan dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan dari pihak ketiga untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang dalam hal ini diproksikan dengan *debt to equity ratio* merupakan salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer menyangkut keputusan pendanaan, karena

keputusan ini akan mempengaruhi nilai perusahaan sehingga berdampak pada kemakmuran pemegang saham. Semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan. Dengan adanya risiko, perusahaan harus mampu membuat suatu *debt to equity ratio* yang tepat agar hutang yang digunakan mampu membantu perusahaan untuk tumbuh dan berkembang sehingga tidak terjadi kegagalan dalam membayar hutang. Karena kegagalan dalam membayar pokok dan bunga pinjaman biasanya menyebabkan proses hukum di mana pemegang saham akan kehilangan kendali atas perusahaan atau sebagian dari perusahaan mereka dengan kata lain likuiditas perusahaan akan terancam.

Upaya dalam menganalisis *debt to equity ratio* agar dapat digunakan secara tepat maka perlunya dilakukan analisis *Investment Opportunity Set (IOS)*. IOS berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*, sebagaimana dikemukakan Pagalung dalam Hidayah (2015) yang mengemukakan bahwa IOS merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif. Sehingga IOS memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan karena IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, di mana *Investment Opportunity Set* tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Semakin besar tingkat IOS maka semakin baik kondisi keuangan suatu perusahaan untuk memprediksikan dalam mendapatkan laba di masa yang akan datang, sehingga hal ini mempengaruhi *debt to equity ratio*.

Dalam penelitian ini terdapat beberapa variabel yang mempengaruhi *debt to equity ratio* diantaranya dapat dilihat dari besar kecilnya *free cash flow* (aliran kas bebas) dan struktur kepemilikan saham institusional *Free cash flow*

adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang), setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Dengan kata lain *free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Jadi saat perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dalam mendanai perusahaannya. (Brigham dan Houston, 2017:99).

Hubungan *free cash flow* terhadap *Debt Equity Ratio* dalam teori keagenan yang sebagaimana dikemukakan oleh Jensen (1986) dalam Susilawati (2010) yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi, khususnya ketika perusahaan mempunyai set investasi (IOS) rendah. Perusahaan dengan *free cash flow* besar mempunyai level hutang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*, penurunan tersebut menurunkan sumber sumber *discretionary*, khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen. Disisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah, sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost fo free cash flow*. Sehingga dapat dikatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *Debt equity Ratio (DER)*

Beberapa penelitian Aisyah (2019), Bertha (2013) menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt to equity ratio*. Namun berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Pramiska (2017) hasil temuan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sehingga

dari penelitian yang dilakukan oleh Aisyah (2019), Bertha (2013) dengan Pramiska (2017) dianggap tidak konsisten, sehingga ditemukan adanya riset gap dalam penelitian ini karena itu diperlukan pengembangan penelitian lebih lanjut guna memperoleh penguatan mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap *Debt equity Ratio (DER)*

Faktor lainnya yang mempengaruhi *Debt equity Ratio (DER)* adalah struktur kepemilikan saham institusional berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*. Struktur kepemilikan yang dimiliki perusahaan dapat berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin kuat *control* eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost* sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah. (Nuraina, 2012). Kemudian Rahmawati (2012) dalam Astuti (2014) menjelaskan bahwa kepemilikan institusi berperan penting dalam mengurangi konflik keagenan, karena mereka memiliki dorongan untuk memonitor aktivitas yang dilakukan oleh manajer untuk melindungi investasinya.

Beberapa penelitian yang melakukan pengamatan mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap *Debt equity Ratio (DER)* yaitu dalam penelitian oleh Nuraina (2012), Aziz *et al.*, (2019) yang hasil penelitiannya menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *debt to equity ratio*, namun dalam penelitian yang dilakukan oleh Astuti (2014) yang tidak dapat membuktikan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *debt to equity ratio* yang diproksi dengan DER. Penelitian ini tidak konsisten karena adanya penelitian yang menemukan berpengaruh signifikan dan ada juga yang tidak berpengaruh signifikan sehingga penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt to equity ratio* perlu dilakukan penelitian lebih lanjut

guna dapat memastikan kepemilikan institutional berpengaruh signifikan terhadap *debt to equity ratio*.

Penelitian ini menggunakan *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating, disebabkan karena IOS pada suatu perusahaan merupakan kebijakan dari pihak manajemen. Pemanfaatan kesempatan investasi perusahaan mampu menunjukkan prospek perusahaan di masa depan, di mana keuntungan perusahaan akan meningkat sebagai hasil dari kegiatan investasi perusahaan yang dilakukan pada saat ini (Brigham dan Houston, 2011). Dengan memperoleh dana melalui hutang, para pemegang saham dapat mempertahankan kendali mereka atas perusahaan tersebut dengan sekaligus membatasi investasi yang mereka tanamkan. Pemanfaatan *investment opportunity set* yang meningkat mampu meningkatkan nilai perusahaan. Atau dengan kata lain IOS merupakan karakteristik penting perusahaan dan sangat mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditur terhadap perusahaan. Tersedianya alternatif investasi di masa mendatang bagi perusahaan ini disebut dengan Set Kesempatan Investasi.

IOS merupakan set kesempatan berinvestasi yang juga dapat dijadikan alat kontrol untuk menentukan *debt to equity ratio* dalam perusahaan. IOS dapat dijadikan dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh. Myers (1977) dalam Pramudita (2010) menyatakan bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan yang tinggi pada umumnya memiliki kesempatan melakukan investasi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan pada tahap pertumbuhan rendah. Namun demikian perusahaan dengan karakteristik pertumbuhan yang tinggi biasanya tidak memiliki cukup aktiva yang dapat dipakai

sebagai jaminan apabila perusahaan harus menggunakan hutang sebagai jaminan pendanaan.

Hasil penelitian terdahulu seperti yang dilakukan oleh *Jensen* (1996) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang tinggi ketika perusahaan mempunyai set kesempatan rendah. *Lang et al.* (1996) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara leverage dan pertumbuhan perusahaan di masa datang untuk hanya perusahaan yang memiliki set kesempatan pertumbuhan yang terbatas. *Gull* dan *Jaggi* (1999) menemukan bahwa antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki *investment* rendah dengan perusahaan yang memiliki *investment opportunity set* yang tinggi. Penelitian *Jensen* (1996) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang tinggi ketika perusahaan mempunyai set kesempatan rendah. Kemudian penelitian *Aisyah* (2019) bahwa *investment opportunity set* memperlemah pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Sehingga terdapat *research gap* dalam penelitian ini.

Kemudian IOS sebagai pemoderasi antara struktur kepemilikan saham institusional dengan *Debt equity Ratio (DER)*, sebagaimana Penelitian *Gusti* (2013) menyatakan dengan adanya kepemilikan IOS akan memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan *debt to equity ratio*. Semakin tinggi tingkat pengawasan oleh pihak institusional akan semakin rendah penggunaan hutang perusahaan oleh manajer karena perusahaan akan lebih cenderung mengambil kesempatan untuk berinvestasi untuk mendapatkan keuntungan. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh *Pramiska* (2016) menyatakan bahwa *investment opportunity set (IOS)* tidak mampu mempengaruhi hubungan kepemilikan institusional terhadap *debt to equity ratio*. Sehingga terdapat *research gap* dalam

penelitian ini, di mana ada yang menemukan dapat memoderasi dan ada pula yang menemukan tidak dapat dijadikan sebagai variabel moderasi antara kepemilikan saham dengan *debt to equity ratio*.

Berkaitan dengan uraian tersebut di atas maka penelitian ini dilakukan pada Perusahaan Perdagangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Sebagai perusahaan *go public* maka setiap perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia perlu menggunakan hutang untuk mendanai aktivitas perusahaan, karena permasalahan yang terjadi bahwa rata-rata perusahaan perdagangan melakukan *free cash flow* atau aliran kas bebas yang didistribusikan oleh perusahaan kepada kreditur dan pemegang saham, sehingga dengan *free cash flow* yang besar memaksa perusahaan untuk mencari tambahan dana ke pihak luar dalam bentuk hutang, sehingga mengakibatkan perusahaan memiliki tingkat risiko keuangan yang tinggi. Sehingga dengan adanya permasalahan tersebut maka setiap perusahaan perlu melakukan *debt to equity ratio* karena *debt to equity ratio* yang digunakan mampu membantu perusahaan untuk tumbuh dan berkembang sehingga tidak terjadi kegagalan dalam membayar hutang.

Berdasarkan uraian di atas, peneliti tertarik melakukan penelitian dan kajian yang lebih mendalam dengan judul : “Pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham institusional terhadap *debt to equity ratio* dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderating studi empiris pada perusahaan perdagangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019) “.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas, maka rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

- 1) Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada

perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019 ?

- 2) Apakah struktur kepemilikan saham institusional berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019 ?
- 3) Apakah *investment opportunity set* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019 ?
- 4) Apakah *free cash flow* yang dimoderasi oleh *investment opportunity set* berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019 ?
- 5) Apakah struktur kepemilikan saham institusional yang dimoderasi *investment opportunity set* berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019 ?

1.3. Tujuan Penelitian

Mengacu pada rumusan masalah penelitian di atas, maka tujuan penelitian ini adalah :

- 1) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019.
- 2) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham institusional terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019.
- 3) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *investment opportunity set* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019.
- 4) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow* yang dimoderasi

oleh *investment opportunity set* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019.

- 5) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham institusional yang dimoderasi *investment opportunity set* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019.

1.4. Kegunaan Penelitian

1.4.1. Kegunaan Teoretis

Kegunaan teoretis dalam penelitian ini yaitu :

- a. Bagi Peneliti, hasil penelitian ini dapat memberikan informasi bagi pihak manajemen perusahaan dan pemegang saham dalam hubungan masalah keagenan dan aplikasinya terhadap *debt equity ratio* perusahaan.
- b. Bagi para akademisi dan praktisi, hasil penelitian ini dapat memberikan masukan bagi peneliti lainnya dalam mengembangkan teori keuangan untuk melakukan penelitian lebih lanjut.

1.4.2 Kegunaan Praktis

- a. Bagi investor atau kreditor, kebijakan hutang dan nilai perusahaan dapat digunakan untuk menilai perusahaan yang tercermin dalam struktur modalnya sehingga dapat digunakan sebagai acuan pengambilan keputusan dalam memberikan atau menjalankan dananya kepada perusahaan.
- b. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam memberikan keputusan tentang penggunaan hutang.

1.5. Ruang Lingkup

Untuk memperjelas masalah yang akan dibahas dan agar tidak terjadi pembahasan yang meluas atau menyimpang, maka dikemukakan ruang lingkup batasan penelitian. Adapun ruang lingkup permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini yaitu hanya pada *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham institusional terhadap *debt equity ratio* dengan *investment opportunity set* sebagai variabel *moderating* pada perusahaan perdagangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan tahun pengamatan selama lima tahun yaitu tahun 2015-2019.

1.6. Definisi dan Istilah

Batasan-batasan dalam suatu penelitian diperlukan agar ruang lingkup masalah tidak meluas, di mana definisi atau batasan penelitian yang digunakan adalah :

Aliran kas bebas (*free cash flow*) adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usaha. Kas bebas merupakan kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang *profitable* dan merupakan hak dari pemegang saham.

Struktur kepemilikan saham *institutional* merupakan kepemilikan jumlah saham perusahaan oleh lembaga keuangan non bank dimana lembaga tersebut mengelola dana atas nama orang lain.

Debt equity ratio adalah rasio hutang terhadap ekuitas atau rasio keuangan yang membandingkan jumlah hutang dengan ekuitas. Ekuitas dan jumlah hutang ini digunakan untuk kebutuhan operasional perusahaan yang harus berada pada jumlah yang proporsional.

Investment opportunity set adalah kombinasi antara *assets in place* (aktiva riil yang dimiliki) dengan pilihan investasi di masa mendatang dengan *net present value* positif. Keduanya akan menentukan keputusan pendanaan di masa yang akan datang.

1.7. Sistematika Penulisan

Dalam upaya untuk mempermudah dalam penyajian dan pembahasan dalam penelitian ini, maka penulisan penelitian ini dengan menggunakan sistematika pembahasan ke dalam enam bab yang dapat diuraikan satu persatu di bawah ini :

Bab I PENDAHULUAN

Bab ini berisikan tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, ruang lingkup, serta sistematika penulisan.

Bab II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisikan tentang tinjauan pustaka yang berisi teori dan tinjauan empirik.

Bab III KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

Bab ini berkaitan dengan kerangka konseptual dan hipotesis penelitian

Bab IV METODE PENELITIAN

Bab ini meliputi rancangan penelitian, situs dan waktu penelitian, populasi, sampel dan teknik pengambilan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, definisi operasional, instrumen penelitian dan teknik analisis data.

Bab V HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisikan statistik deskriptif, uji asumsi klasik, analisis regresi linear berganda, serta analisis moderasi.

BAB VI PEMBAHASAN

Bab ini berisikan pembahasan dari hasil penelitian yang telah dilakukan.

BAB VII PENUTUP

Penutup berisikan kesimpulan dan saran-saran.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Tinjauan Teori dan Konsep

2.1.1. *Agency Theory*

Teori keagenan merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Teori tersebut berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer.

Pemisahan pemilik dan manajemen di dalam literatur akuntansi disebut dengan *Agency Theory* (teori keagenan). Teori ini merupakan salah satu teori yang muncul dalam perkembangan riset akuntansi yang merupakan modifikasi dari perkembangan model akuntansi keuangan dengan menambahkan aspek perilaku manusia dalam model ekonomi. Teori agensi mendasarkan hubungan kontrak antara pemegang saham/pemilik dan manajemen/manajer. Menurut teori ini hubungan antara pemilik dan manajer pada hakekatnya sukar tercipta karena adanya kepentingan yang saling bertentangan.

Dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) memperkerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut. Hubungan antara *principal* dan *agent* dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena *agent* berada pada posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan *principal*. Dengan asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri, maka

dengan informasi asimetri yang dimilikinya akan mendorong *agent* untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui *principal*. Dalam kondisi yang asimetri tersebut, *agent* dapat mempengaruhi angka-angka akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan dengan cara melakukan manajemen laba.

Salah satu cara yang di gunakan untuk memonitor masalah kontrak dan membatasi perilaku *opportunistic* manajemen adalah *corporate governance*. Prinsip-prinsip pokok *corporate governance* yang perlu diperhatikan untuk terselenggaranya praktik *good corporate governance* adalah; transparansi (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), keadilan (*fairness*), dan tanggungjawab (*responsibility*). *Corporate governance* diarahkan untuk mengurangi asimetri informasi antara *principal* dan *agent* yang pada akhirnya diharapkan dapat meminimalkan tindakan manajemen laba.

Teori keagenan mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Karena mereka dipilih, maka pihak manajemen harus mempertanggungjawabkan semua pekerjaannya kepada pemegang saham.

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*). Kedua belah pihak terkait kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. Prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan agen mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang ditugaskan oleh para pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut, prinsipal akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus, dan berbagai kompensasi lainnya.

Hubungan keagenan tersebut terkadang menimbulkan masalah antara manajer dan pemegang saham. Konflik yang terjadi karena manusia adalah makhluk ekonomi yang memunyai sifat dasar mementingkan kepentingan diri sendiri. Pemegang saham dan manajer menginginkan tujuan mereka terpenuhi. Akibat yang terjadi adalah muncul konflik kepentingan. Pemegang saham menginginkan pengembalian yang lebih besar dan secepat-cepatnya atas investasi yang mereka tanamkan, sedangkan manajer menginginkan kepentingannya diakomodasi dengan pemberian kompensasi atau insentif yang sebesar-besarnya atas kinerjanya dalam menjalankan perusahaan.

Tujuan dari teori agensi adalah, pertama, untuk meningkatkan kemampuan individu (baik prinsipal maupun agen) dalam mengevaluasi lingkungan dimana keputusan harus diambil (*the beliefs revision role*). Kedua, untuk mengevaluasi hasil dari keputusan yang telah diambil guna mempermudah pengalokasian hasil antara prinsipal dan agen sesuai dengan kontrak kerja (*the performance evaluation role*).

Dalam teori keagenan menjelaskan tentang dua pelaku ekonomi yang saling bertentangan yaitu prinsipal dan agen. Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Jika prinsipal dan agen memiliki tujuan yang sama maka agen akan mendukung dan melaksanakan semua yang diperintahkan oleh prinsipal. (Ichsan, 2013 : 44).

2.1.2 Signaling Theory

Teori sinyal (*signaling theory*) pertama kali diperkenalkan oleh Spence di dalam penelitiannya yang berjudul *Job Market Signaling*. Spence (1973) mengemukakan bahwa isyarat atau signal memberikan suatu sinyal, pihak

pengirim (pemilik informasi) berusaha memberikan potongan informasi relevan yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima. Pihak penerima kemudian akan menyesuaikan perilakunya sesuai dengan pemahamannya terhadap sinyal tersebut.

Menurut Ratnasari (2017) *signaling theory* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain.

Brigham dan Houston (2017:186) menjelaskan bahwa sinyal merupakan petunjuk yang diberikan perusahaan terkait dengan tindakan manajemen dalam upaya penilaian proyek perusahaan. Fokus utama teori sinyal adalah mengkomunikasikan tindakan-tindakan yang dilakukan oleh internal perusahaan yang tidak bisa diamati secara langsung oleh pihak di luar perusahaan. Informasi tersebut dapat bermanfaat bagi pihak luar terutama investor ketika mereka mampu menangkap dan menginterpretasikan sinyal tersebut sebagai sinyal positif ataupun sinyal negatif.

Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*) (Jogiyanto, 2014:392).

Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Salah satu jenis informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan yang dapat menjadi sinyal bagi pihak di luar perusahaan, terutama bagi pihak investor adalah laporan tahunan. Informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan dapat berupa informasi mengenai laporan keuangan dan informasi *non* akuntansi yaitu informasi yang tidak berkaitan dengan laporan keuangan salah satunya yaitu informasi mengenai *corporate governance* yang diungkapkan perusahaan (Jogiyanto, 2014:392).

2.1.2 Pecking Order Theory

Pecking order theory menggambarkan sebuah tingkatan dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. *Theory pecking order* menyatakan bahwa perusahaan lebih suka pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal, utang yang aman dibandingkan utang yang berisiko serta yang terakhir adalah saham biasa (Myers & majluf, 1984 dalam Sugiarto 2009). Teori pecking order yang dibangun berdasarkan beberapa asumsi menekankan pada pentingnya *financial slack* yang cukup di perusahaan guna mendanai proyek-proyek bagus dengan dana internal. *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi atau amortisasi. Utang diperoleh dari pinjaman kreditur, sedang eksternal *equity* di peroleh karena perusahaan menerbitkan saham baru.

Manajemen perusahaan diasumsikan sudah memutuskan berapa banyak laba perusahaan yang diinvestasikan kembali dan memilih bauran utang-modalnya untuk mendanai investasi ini, keputusan untuk membayar dividen yang lebih besar berarti secara simultan memutuskan untuk menahan sedikit laba dan

akan menghasilkan ketergantungan yang lebih besar pada pendanaan eksternal. Sebaliknya dengan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan pembayaran dividen yang kecil akan berarti penahanan laba yang tinggi dengan lebih sedikit kebutuhan dana modal yang dihasilkan dari luar. Keputusan dividen perusahaan memiliki dampak yang langsung pada pendanaan perusahaan. Jika pembayaran dividen meningkat dan pendanaan untuk mendanai investasi secara internal berkurang, maka akan berakibat modal tambahan akan dibutuhkan sehingga perusahaan harus menerbitkan saham biasa atau mengubah komposisi utangnya.

The pecking order theory menekankan permasalahan informasi asimetri. Perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak perlu menerbitkan *risky debt* atau saham untuk mendanai proyek-proyek barunya sehingga masalah informasi tidak akan muncul. Perusahaan akan dapat menerima seluruh proyek bagus tanpa harus merugikan pemegang saham lama. Teori ini merupakan penjelasan perilaku perusahaan yang menahan sebagian laba dan membuat cadangan kas dalam jumlah yang cukup besar.

Pecking order theory menyatakan bahwa manajer lebih menyukai pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Jika perusahaan membutuhkan pendanaan dari luar, manajer cenderung untuk memilih surat berharga yang paling aman, seperti utang (Made Sudana, 2015:176). Teori ini didasarkan pada apa adanya informasi asimetrik, yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan daripada para pemilik modal. Informasi asimetrik ini akan mempengaruhi pilihan antara pengguna dana internal atau dan eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru atau dengan melakukan penerbitan ekuitas baru. Teori pecking order memberikan dua aturan bagi dunia praktik, yaitu Sudana, (2015:175) yaitu :

1. Penggunaan pendanaan internal. Manajer tidak dapat menggunakan pengetahuan khusus tentang perusahaannya untuk menentukan jika hutang yang kurang beresiko mengalami *mispriced* (terjadi perbedaan harga pasar dengan harga teoritis) karena harga hutang ditentukan semata-mata oleh suku bunga pasar. Pada kenyataannya, hutang perusahaan dapat mengalami gagal bayar. Dengan demikian, manajer cenderung untuk menerbitkan saham jika sahamnya *overvalued*, dan manajer cenderung untuk menerbitkan hutang jika surat hutangnya juga *overvalued*.
2. Menerbitkan sekuritas yang risikonya kecil. Walaupun investor khawatir salah menentukan harga hutang dan saham, kekhawatiran investor lebih besar dalam menentukan harga saham. Ditinjau dari sudut pandang investor, hutang perusahaan masih memiliki risiko yang relative kecil dibandingkan dengan saham karena jika kesulitan keuangan perusahaan dapat dihindari, investor hutang masih menerima pendapatan yang tetap. Dengan demikian, pecking order theory secara tidak langsung menyatakan bahwa jika sumber dana dari luar perusahaan diperlukan, perusahaan pertama harus menerbitkan hutang sebelum menerbitkan saham. Hanya ketika kapasitas perusahaan untuk menggunakan hutang sudah mencapai maksimal kemudian perusahaan mempertimbangkan menerbitkan saham. Mengingat ada berbagai macam hutang, *pecking order theory* secara tidak langsung juga menyatakan manajer perusahaan sebaiknya menerbitkan surat hutang lebih dahulu sebelum menerbitkan surat hutang yang bisa dikonversikan.

2.1.4 Pengertian *Free Cash Flow*

Arus Kas Bebas atau *Free Cash Flow* (FCF) adalah salah satu alat pengukur pertumbuhan, kinerja keuangan, dan kesehatan perusahaan. Biasanya, FCF mewakili kas yang tersisa dari aktivitas operasional bisnis yang dapat

digunakan untuk pembayaran dividen, ekspansi, atau pelunasan utang. Semakin banyak nilai FCF yang dicetak perusahaan, maka itu semakin baik. Jadi, FCF dapat menjadi indikator yang sangat berguna untuk melihat profitabilitas sebenarnya dari bisnis manapun. Metrik FCF cenderung lebih sulit untuk dimanipulasi dibandingkan dengan metrik atau indikator umum lain seperti Laba Setelah Pajak.

Arus Kas Bebas adalah sisa perhitungan arus kas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan di akhir suatu periode keuangan (kuartalan atau tahunan) setelah membayar gaji, biaya produksi, tagihan, cicilan hutang berikut bunganya, pajak, dan juga belanja modal (*capital expenditure*) untuk pengembangan usaha. Sisa uang inilah yang disebut Arus Kas Bebas. Meski dinamakan bebas tapi manajemen tidak bisa sebebaskan menggunakan uang ini karena uang sisa inilah yang bisa digunakan untuk mengembangkan usaha, kalau tidak mengambil dana dari hutang dan sumber dana lainnya.

Menurut Warner R Murhadi (2013 : 48) *Free Cash Flow* adalah : “*Free Cash flow* merupakan kas yang tersedia di perusahaan yang dapat digunakan untuk berbagai aktivitas. Konsep *free cash flow* memfokuskan pada kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi setelah digunakan untuk kebutuhan reinvestasi”.

Dari pengertian di atas dapat dikatakan *bahwa free cash flow* atau arus kas bebas pada suatu perusahaan merupakan jumlah arus kas yang tersedia bagi investor penyedia utang (kreditur) dan ekuitas (pemilik) setelah perusahaan telah memenuhi semua kebutuhan operasi dan dibayar untuk investasi pada aktiva tetap bersih dan aktiva lancar. Itu semua merupakan penjumlahan dari jumlah arus kas bersih yang tersedia bagi kreditur dan pemilik saham selama periode berjalan. *Free cash flow* penting karena memungkinkan perusahaan memanfaatkan peluang yang bisa meningkatkan nilai pemegang saham. Tanpa kas sangat sulit

untuk mengembangkan produk baru, melakukan akuisisi, membayar deviden dan mengurangi jumlah hutang

Sartono, (2015:101) mengatakan bahwa *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.

Menurut *Brigham dan Houston* (2017:109) mengatakan bahwa *free cash flow* adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Free cash flow dapat diartikan sebagai kas yang dihasilkan oleh perusahaan setelah arus kas keluar untuk mendukung operasi serta mempertahankan aset modal. Tidak seperti pendapatan atau laba bersih, *free cash flow* merupakan ukuran probabilitas yang mengecualikan pengeluaran non-tunai dari laporan laba rugi, dan termasuk pengeluaran untuk peralatan dan aset serta perubahan modal kerja.

Menurut Kieso (2015:212), "*Free cash Flow is the amount of discretionary cash flow a company has. It can use this cash flow to purchase additional investment. Retire its debt, purchase treasury shares, or simply add to its liquidity*"

Atau dapat diartikan arus kas bebas adalah jumlah dari sisa arus kas yang dimiliki perusahaan untuk membeli tambahan investasi, melunasi hutang, membeli *treasury stock* atau penambahan sederhana atau likuiditas perusahaan".

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* merupakan kelebihan atau sisa kas yang dimiliki perusahaan untuk membeli tambahan investasi, melunasi utang, membeli *treasury stock* dan membayar deviden kepada

investor dengan dana yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada asset.

Free cash flow umumnya digunakan sebagai ukuran yang relatif tepat untuk memahami keuntungan bisnis yang sebenarnya. Alasannya adalah karena aliran kas ini lebih sulit untuk dimanipulasi dan mampu menceritakan kondisi riil perusahaan daripada matrik yang lebih umum digunakan seperti pendapatan bersih. *Free cash flow* akan menunjukkan pada kita seberapa efisien perusahaan dalam menggunakan uang tunai. Investor pun akan melihat *free cash flow* ini untuk melihat apakah perusahaan memiliki cukup uang tunai guna mengembalikan modal melalui deviden dan pembelian kembali saham.

Adanya hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan set kesempatan investasi rendah, hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS: Investment opportunity cost) rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan sumber-sumber discretionary, khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen.

Arus kas bebas (*Free cash flow*) dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Free Cash Flow (FCF)} = \text{Arus Kas Operasi} - \text{Belanja Modal}$$

Dari rumus di atas dapat di jelaskan sebagai berikut: Arus kas operasi Pribadi (2013:99) mengemukakan pengertian arus kas operasi sebagai berikut: "aktivitas yang dilakukan perusahaan dalam memperoleh laba dengan menjual barang dan jasa. Singkatnya aktivitas rutin perusahaan.

Sedangkan Kieso (2015:384) mengemukakan pengertian arus kas operasi adalah kas yang disediakan oleh aktivitas operasi adalah kelebihan penerimaan kas atas pengeluaran kas dari aktivitas operasi, yang ditentukan dengan mengonversi laba bersih atas dasar akrual menjadi dasar kas.

Dari pengertian di atas sampai pada pemahaman penulis bahwa arus kas operasi adalah arus kas yang berasal dari aktivitas utama perusahaan untuk memperoleh laba.

Belanja modal (*capital expenditure*) menurut prihadi (2013:223) mengemukakan pengertian belanja modal adalah arus kas investasi. Dalam hal ini digunakan pendekatan total artinya yang dihitung adalah total net arus kas investasi.

Sedangkan Halim (2015:171) mengemukakan pengertian belanja modal merupakan pengeluaran untuk perolehan asset lainnya yang memberikan manfaat lebih dari periode akuntansi. Berdasarkan pengertian di atas sampai pada pemahaman penulis bahwa belanja modal adalah arus kas bersih yang berasal dari investasi.

2.1.5 Elemen-elemen *Free Cash Flow*

Arus kas bebas adalah aliran kas yang tersisa setelah perusahaan menyisihkan kasnya untuk melakukan investasi pada asset tetapnya ataupun setelah perusahaan mengeluarkan modal kerja yang digunakan sebagai kelangsungan kegiatan ekonomi suatu perusahaan.

Menurut Harahap (2015:260), elemen-elemen dalam laporan arus kas bebas adalah :

1. Kegiatan operasi perusahaan (*operating*)

Kegiatan yang termasuk dalam kelompok ini adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas

investasi dan aktivitas pendanaan, seluruh transaksi dan peristiwa-peristiwa lain yang tidak dapat dianggap sebagai kegiatan investasi atau pembiayaan. Kegiatan ini biasanya mencakup: kegiatan produksi, pengiriman barang, pemberian servis. Arus kas dari operasi ini umumnya adalah pengaruh kas dari transaksi dan peristiwa lainnya yang ikut dalam menentukan laba. Contoh arus kas dari kegiatan operasi:

- a. Penerimaan kas dari penjualan barang dan jasa termasuk penerimaan dan piutang akibat penjualan, baik jangka panjang atau jangka pendek.
- b. Penerimaan dari bunga pinjaman atas penerimaan dari surat berharga lainnya seperti bunga atau dividen. Contoh arus kas keluar dari kegiatan operasi:
 - a. Pembayaran kas untuk membeli bahan yang akan digunakan untuk produksi atau untuk dijual, termasuk pembayaran utang jangka pendek atau jangka panjang kepada supplier barang tadi.
 - b. Pembayaran kas kepada supplier lain dan pegawai untuk kegiatan selain produksi barang dan jasa.

2. Arus kas dari kegiatan pembiayaan/pendanaan (*Financing*)

Kegiatan yang termasuk kegiatan pembiayaan adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi modal dan pinjaman jangka panjang perusahaan, berupa kegiatan mendapatkan sumber-sumber dana dari pemilik dengan memberikan prospek penghasilan dari sumber dana tersebut, meminjamkan dan membayar utang kembali atau melakukan pinjaman jangka panjang untuk membayar hutang tertentu. Semua transaksi yang mempengaruhi pos utang dimasukkan dalam kelompok ini termasuk yang jangka pendek.

3. Arus kas dari kegiatan investasi

Kegiatan yang termasuk dalam arus kas kegiatan investasi adalah perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang baik yang berwujud maupun yang tidak berwujud serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas, antara lain menerima dan menagih pinjaman, utang, surat berharga atau modal, aktiva tetap dan aktiva produktif lainnya yang digunakan dalam proses produksi.

Dapat disimpulkan bahwa elemen-elemen arus kas bebas terdiri dari arus kas dari kegiatan operasi perusahaan, arus kas dari kegiatan pembiayaan/pendanaan dan arus kas dari kegiatan investasi.

2.1.6 Struktur Kepemilikan Saham

Struktur kepemilikan dapat berupa investor individual, pemerintah, dan institusi swasta. Struktur kepemilikan terbagi dalam beberapa kategori. Secara spesifik kategori struktur kepemilikan meliputi kepemilikan oleh institusi domestik, institusi asing, pemerintah, karyawan dan individual domestik. Struktur kepemilikan merupakan bentuk komitmen dari pemegang saham untuk mendelegasikan pengendalian dengan tingkat tertentu kepada para manajer. Pemilik perusahaan akan menunjuk agen-agen profesional yang telah terlebih dahulu dipilih melalui seleksi yang kemudian akan melaksanakan tugasnya untuk mengelola perusahaan yang pada akhirnya dituntut untuk dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Menurut Sudana (2016:11) menyatakan struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemilik atau pemegang saham adalah pihak yang menyertakan modal kedalam perusahaan, sedangkan manajer adalah pihak yang ditunjuk pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan, dengan harapan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Berdasarkan pengertian tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan adalah jumlah saham yang dimiliki orang dalam (insider/ manajerial) dengan jumlah saham investor (institusional/publik). Struktur kepemilikan saham institusional mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena adanya control yang dimiliki oleh para pemegang saham.

Struktur kepemilikan saham institusional dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja. Struktur kepemilikan saham institusional dapat dijelaskan dari dua pendekatan yaitu, pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan saham institusional sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan saham institusional sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara insiders dan outsiders melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal. Struktur kepemilikan saham secara umum terbagi atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

2.1.6.1 Struktur Kepemilikan Institusional

Struktur kepemilikan dalam hal ini adalah kepemilikan institusional dalam peran monitoring manajemen, kepemilikan institusional merupakan pihak yang paling berpengaruh terhadap dalam pengambilan keputusan karena sifatnya sebagai pemilik saham mayoritas, selain itu kepemilikan institusional merupakan

pihak yang memberi kontrol terhadap manajemen dalam kebijakan keuangan perusahaan.

Menurut Pasaribu, Topowijaya dan Sri (2016:156) kepemilikan institusional merupakan persentase saham yang dimiliki oleh institusi. Kepemilikan institusional merupakan alat yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik kepentingan.

Kepemilikan Institusional adalah besarnya jumlah kepemilikan saham oleh institusi (pemerintah, perusahaan asing, lembaga keuangan seperti asuransi, bank, dan dana pensiun) yang terdapat pada perusahaan (I Wayan, Putu ayu, dan I Nyoman, 2016:177).

Sedangkan menurut Mei Yuniati, Kharis, Abrar Oemar (2016 :251) kepemilikan institusional adalah tingkat kepemilikan saham oleh institusi dalam perusahaan, diukur oleh proposi saham yang dimiliki oleh institusional pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persentase.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional akan menjamin kemakmuran pemegang saham. Pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer.

Kepemilikan institusional dihitung dengan rumus sebagai berikut, Mei Yuniati, Kharis, Abrar Oemar (2016:253): $\text{Kep. Institusional (KI)} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$. Kepemilikan institusional sebagai penyedia dana untuk modal perusahaan mempunyai

klasifikasi tertentu dalam menginvestasikan dananya kepada perusahaan. Untuk meraih kepercayaan institusi, maka perusahaan harus memberikan informasi yang handal dan relevan kepada pihak institusi melalui pelaporan keuangan. Dengan terjaminnya kualitas pelaporan keuangan, hal ini akan berpengaruh pada persentasi laba dimasa mendatang. Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain : a. Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi. b. Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

2.1.6.2 Struktur Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham oleh manajerial akan mempengaruhi kinerja manajemen dalam mengoptimalkan perusahaan. Hal ini akan berpengaruh positif terhadap kelangsungan hidup perusahaan. Sonya Majid (2016:4) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan, misalnya direktur dan komisaris. Menurut Pasaribu, Topowijaya dan Sri (2016:156) kepemilikan manajerial adalah pemilik/pemegang saham oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif berperan dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial sangat bermanfaat dimana manajer ikut ambil bagian dalam kepemilikan saham perusahaan. Manajer kemudian akan berusaha lebih baik untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga ia pun akan menikmati sebagai keuntungan bagiannya tersebut. Semakin besar kepemilikan saham oleh manajerial, maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan meningkatkan

kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik. Kepemilikan manajerial dihitung dengan rumus sebagai berikut Ikin Solikin, Mimin, Sofie (2013):

$$\text{Kep. Manajerial (KM)} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki direksi, komisaris dan manajer}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100 \%$$

Kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan (Ikin Solikin, Mimin, Sofie, 2013). Dengan adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan menimbulkan dugaan bahwa nilai perusahaan yang meningkat akibat kepemilikan manajemen yang meningkat. Dalam hal ini akan muncul masalah keagean, dimana agen yang ditunjuk principal tidak bekerja sesuai dengan tujuan pemegang saham.

Menurut Marselina Widiastuti, Pranata P. Midiastuty, dan Eddy Suranta (2013 : 343), "Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga eksternal. Investor institusional sering kali menjadi pemilik mayoritas dalam kepemilikan saham, karena para investor institusional memiliki sumber daya yang lebih besar daripada pemegang saham lainnya sehingga dianggap mampu melaksanakan mekanisme pengawasan yang baik. Dari berbagai pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional adalah suatu kepemilikan di mana institusi yang memiliki saham di perusahaan lainnya."

2.1.7 Debt to Equity Ratio

Debt to equity ratio adalah rasio hutang terhadap ekuitas atau rasio keuangan yang membandingkan jumlah hutang dengan ekuitas. Ekuitas dan jumlah hutang ini digunakan untuk kebutuhan operasional perusahaan yang harus berada pada jumlah yang proporsional. Kebijakan hutang merupakan sebuah

keputusan yang sangat penting bagi suatu perusahaan karena kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal dan modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal berasal dari pemilik dan para kreditur, peserta atau pengambil bagian di dalam perusahaan. Modal yang berasal dari kreditur merupakan hutang perusahaan dan termasuk ke dalam modal eksternal.

Hutang mempunyai dua keuntungan. Pertama, bunga yang dibayarkan dapat dipotong untuk tujuan pajak, sehingga menurunkan biaya efektif dari hutang. Kedua, pemegang hutang mendapat pengembalian yang tetap, sehingga pemegang saham tidak perlu mengambil bagian laba mereka ketika perusahaan dalam kondisi yang prima. Namun hutang juga mempunyai beberapa kelemahan. Pertama, semakin tinggi rasio hutang semakin tinggi pula risiko perusahaan, sehingga suku bunganya mungkin akan lebih tinggi. Kedua, apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutupi kekurangan itu, dan perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup. Terlalu banyak hutang akan menghambat perkembangan perusahaan yang pada gilirannya dapat membuat pemegang saham berpikir dua kali untuk tetap menanamkan modalnya. (Moeljadi, 2016 : 67).

Hutang atau liabilitas adalah suatu kewajiban yang dimiliki perusahaan yang berasal dari dana eksternal melalui sumber pinjaman dari leasing, perbankan, penjualan obligasi dan sejenisnya Fahmi, (2014:153). Setiap perusahaan mempunyai hutang untuk aktivitas operasional dan peningkatan produktivitas perusahaan. Perusahaan yang melakukan kewajiban, apabila tidak

dilaksanakan secara tepat waktu kemungkinan perusahaan mendapatkan risiko alam usaha dan menerima sanksi dan akibat. Sanksi dan akibat bisa didapat perusahaan seperti pemindahan aset perusahaan kepada kreditur karena perusahaan menggunakan asetnya sebagai jaminan dalam memperoleh pinjaman dari kreditur.

Hutang dalam laporan keuangan dibagi menjadi dua yaitu hutang jangka pendek/liabilitas lancar dan hutang jangka panjang/liabilitas tidak lancar. Menurut Fahmi (2014:155) hutang jangka pendek digunakan untuk mendanai kebutuhan kegiatan operasional perusahaan yang tidak bisa ditunda dan yang harus dilunasi kurang dari satu tahun. Kategori umum yang termasuk hutang lancar seperti hutang dagang, hutang wesel, hutang pajak, hutang gaji, dan lain sebagainya. Hutang jangka panjang merupakan dana dari sumber hutang yang digunakan membiayai kebutuhan yang bersifat jangka panjang dan umur hutang lebih dari satu tahun Fahmi, (2014:158). Beberapa contoh yang termasuk hutang jangka panjang yaitu hutang obligasi, wesel bayar, hutang perbankan dengan kategori jangka panjang dan lain sebagainya.

Debt to equity ratio merupakan pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen untuk memperoleh pendanaan dari luar perusahaan yang digunakan sebagai kegiatan operasional perusahaan. Hal ini bagian dari salah satu sumber struktur modal. Struktur modal perusahaan terdiri dari jumlah hutang jangka pendek (permanen), hutang jangka panjang, saham dan laba ditahan. Sumber modal perusahaan dapat dibagi menjadi dua yaitu dari sumber internal dan sumber eksternal. Sumber internal dananya berasal dari milik perusahaan sendiri berupa laba yang tidak dibagikan atau laba ditahan. Sumber eksternal dapat berupa hutang dari pinjaman yang diberikan kreditur kepada perusahaan.

Menurut Fahmi (2014:154) perusahaan dalam melakukan *debt to equity ratio* dapat dilihat dari dua sudut pandang perspektif manajemen perusahaan dan perspektif pemegang saham dengan penjelasan sebagai berikut:

a. Perspektif manajemen perusahaan dalam pengambilan hutang ialah :

1. Hutang adalah sumber dana alternatif untuk pemberiansolusi yang bersifat membangun karena manajemen harus memiliki sifat yang dinamis dan inovasi dalam memperoleh keuntungan.
2. Untuk menutupi kelemahan pada laporan keuangan dengan menaikkan keuntungan untuk menarik calon investor.
3. Untuk menurunkan keuntungan yang bertujuan memberikan dividen yang rendah pada penerima pemegang saham.
4. Untuk menghindari pembayaran pajak yang besar akibat dari pendapatan yang besar.

b. Perspektif pemegang saham dalam pengambilan hutang ialah:

1. Bunga dari hutang adalah beban untuk mengurangi pajak sedangkan untuk dividen tidak
2. Sebagian besar hutang jumlah bunganya tetap, apabila bunga lebih kecil dibandingkan aset operasi bersih maka selisih pengembalian menjadi keuntungan investor ekuitas.

Debt to equity ratio membuat perusahaan mampu memberikan motivasi manajer untuk bekerja secara kreatif dan inovatif. Apabila perusahaan tidak mempunyai hutang membuat karyawan dan pimpinan dalam bekerja secara kreatif dan inovatif menjadi rendah. Rendahnya semangat dikarenakan tidak ada tanggung jawab dalam pembayaran angsuran hutangnya tiap periode yang ditentukan. Terjadinya suatu kebijakan hutang pada saat nilai investasi perusahaan lebih tinggi dari inflasi.

Hutang dapat menimbulkan kewajiban perusahaan yang harus dibayar di masa yang akan datang yang dapat menggadaikan aktiva sebagai jaminan perusahaan dari hasil transaksi lalu Revi dkk. (2015 : 86). Hal ini mengakibatkan manajemen harus mengambil keputusan yang tepat agar perusahaan tidak terjadi likuidasi. Perusahaan dapat mengambil keputusan yang tepat dengan menghitung rasio hutang. perhitungan rasio berguna untuk aktiva perusahaan dibiayai oleh hutang dengan menunjukkan tingkat keamanan mengenai hutang di Bank. Total hutang diperoleh dari posisi keuangan pada laporan keuangan akhir tahun yang telah diaudit. Adapun perhitungan kebijakan hutang dapat menggunakan rasio solvabilitas. Rasio Solvabilitas adalah kemampuan perusahaan membayar hutangnya menurut Harahap (2015:303) sebagai berikut :

1. Rasio Hutang atas Modal atau *Debt Equity Ratio* (DER) Rasio hutang atas modal merupakan rasio yang menjelaskan kemampuan modal dalam membayar hutang kepada kreditur. Hasil rasio semakin kecil menunjukkan hasil yang baik karena membuat perusahaan menjadi lebih aman pada hutangnya. Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

2. Rasio Hutang atas Aktiva Rasio hutang atas modal adalah perhitungan rasio yang menggambarkan kemampuan aktiva perusahaan dapat menutupi hutang. Posisi hutang dianggap lebih aman apabila pada aktiva maka hasil rasio harus lebih kecil. Rasio hutang atas aktiva dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Rasio hutang atas aktivas} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Debt Service Ratio atau Rasio Pelunasan Hutang merupakan rasio mengenai laba setelah dikurangi bunga, penyusutan dan beban non-kas dapat melunasi hutang dan bunga. Hasil pada rasio ini semakin besar maka semakin baik karena perusahaan mampu melunasi hutang-hutangnya. Dikatakan perusahaan yang sehat apabila laba perusahaan lebih besar dari pembayaran hutangnya. Rasio ini dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Debt Service Ratio} = \frac{\text{Laba Bersih} + \text{Bunga} + \text{Penyusutan} + \text{Beban Non Kas}}{\text{Pembayaran Bunga dan Pinjaman}}$$

Menurut Subramanyam & Wild (2012:82) menyatakan *debt to equity ratio* bagi pemegang saham dengan adanya kebijakan hutang berarti mendapatkan tambahan dana yang berasal dari pinjaman mampu memberi pengaruh positif bagi peningkatan kinerja para manajemen perusahaan.

Menurut Harmono (2014:137) menyatakan *debt to equity ratio* adalah sebagai berikut: “*Debt to equity ratio* adalah keputusan pendanaan oleh manajemen akan berpengaruh pada perusahaan yang terefleksi pada harga saham. Oleh karena itu, salah satu tugas manajemer keuangan adalah menentukan kebijakan pendanaan yang dapat memaksimalkan harga saham yang merupakan cerminan dari suatu nilai perusahaan.”

Berdasarkan beberapa definisi teori di atas dapat disimpulkan bahwa *debt to equity ratio* adalah suatu keputusan yang dilakukan seorang manajemen dalam melakukan pendanaan bagi perusahaan dengan sumber modal yang dibiayai dari hutang untuk mencapai tujuan tertentu, seperti membiayai aktivitas operasional serta meningkatkan kinerja manajemen perusahaan. Pendanaan terefleksi dengan harga saham, maka keputusan manajemen yang tepat dapat memaksimalkan harga saham yang merupakan cerminan dari suatu nilai perusahaan.

2.1.8 Investment Opportunity Set (IOS)

Investasi merupakan suatu aktiva yang digunakan perusahaan untuk pertumbuhan kekayaan di masa yang akan datang. Setiap perusahaan yang melakukan investasi baru dalam aktiva tetap selalu dengan harapan bahwa perusahaan akan memperoleh kembali dana yang tertanam dalam investasi. Perusahaan akan melakukan investasi berdasarkan pada peluang investasi dan modal yang mencukupi.

Menurut Haryetti dan Ekayanti (2012 : 211), pengertian *investment opportunity set* yaitu merupakan nilai kesempatan investasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi dimasa yang akan datang. *Investment opportunity set* ini berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

Hidayah (2015 : 189) *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah keputusan investasi perusahaan dalam bentuk kombinasi antara aset yang dimiliki oleh perusahaan (*asset in place*) dan pilihan-pilihan investasi perusahaan di masa yang akan datang dengan *Net Present Value* (NPV) positif yang akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, namun pada saat ini masih merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan oleh perusahaan akan menghasilkan return yang lebih besar. Secara umum, IOS menggambarkan tentang luasnya peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada expenditure atau pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang

Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya. Selanjutnya IOS dijadikan dasar untuk

menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh.

Menurut Rahmawati (2017 : 237) mengatakan bahwa set kesempatan investasi menggambarkan luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan belanja perusahaan untuk kepentingan masa yang akan datang. *Investment Opportunity Set* merupakan karakteristik perusahaan yang sangat mempengaruhi dengan cara bagaimana perusahaan dipandang dari sisi manajer, pemegang saham, dan kreditor.

Perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan investasi yang telah hilang. Opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan. Novita (2016 : 183).

Investment opportunity set (IOS) merupakan kesempatan investasi yang besarnya tergantung pada pengeluaran yang ditetapkan di masa yang akan datang, dan merupakan investasi yang diharapkan untuk mendapatkan return yang lebih besar (Suartawan dan Yasa, 2016:95). Secara umum dapat disimpulkan bahwa IOS adalah hubungan antara pengeluaran saat ini maupun dimasa yang akan datang sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan.

Kegiatan investasi suatu perusahaan akan menentukan keuntungan yang diperoleh perusahaan di masa yang akan datang. IOS merupakan alternatif perusahaan dalam memanfaatkan laba bersih yang dimilikinya. Perusahaan dapat menggunakan laba untuk investasi kembali atau untuk dibagikan dalam bentuk

dividen. Apabila perusahaan salah dalam mengambil keputusan investasi, maka kelangsungan hidup perusahaan akan terganggu dan akan mempengaruhi penilaian investor terhadap nilai perusahaan.

2.2. Tinjauan Empiris

Penelitian terdahulu yang terkait dengan pengalaman pernah dilakukan oleh beberapa peneliti lain, peneliti akan menyebutkan beberapa penelitian sebagai acuan untuk mendukung hipotesis, yang dapat diuraikan sebagai berikut :

Pramiska, Dian Aprilia (2017), Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur kepemilikan saham institusional terhadap Kebijakan Hutang dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel *Moderating* (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015). Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dinyatakan bahwa free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H1 ditolak). Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H2 diterima). Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H3 ditolak). *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara freecash flow dengan kebijakan hutang (H4 diterima). *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan kebijakan hutang (H5 diterima). *Investment opportunity set* sebagai variabel moderating tidak berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan kebijakan hutang (H6 ditolak).

Bertha Firyanni Gusti (2013), Pengaruh *Free Cash Flow* Dan Struktur kepemilikan saham institusional Terhadap Kebijakan Hutang Dengan *Investment Opportunity Set* Sebagai Variabel *Moderating* (Studi Empiris pada Perusahaan

Manufaktur yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, set kesempatan investasi memperlemah pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan utang, Set kesempatan investasi tidak berpengaruh signifikan ketika kepemilikan manajerial yang dimoderasi terhadap kebijakan hutang, dan set kesempatan investasi memperkuat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

Vinny Alvionita, (2018), Pengaruh Free cash Flow dan Struktur kepemilikan saham institusional Terhadap Return Obligasi Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating (Studi Kasus pada Seluruh Perusahaan Real Estate yang Melakukan IPO yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2015). Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap *return* obligasi, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan positif terhadap *return* obligasi, kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan positif terhadap *return* obligasi, *investment opportunity set* memperkuat hubungan *free cash flow* terhadap *return* obligasi, *investment opportunity set* memperlemah hubungan kepemilikan manajerial terhadap *return* obligasi, *investment opportunity set* memperlemah hubungan kepemilikan institusional terhadap *return* obligasi.

Aisyah (2019), Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Free Cash Flow, kepemilikan institusional dan Investment Opportunity Set berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Investment Opportunity Set

memperlemah pengaruh Free Cash Flow terhadap kebijakan utang. Investment Opportunity Set memperlemah pengaruh kepemilikan institusi-onal terhadap kebijakan utang.

Gultom, Selfi Afriani, (2011), Analisis Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur kepemilikan saham institusional Terhadap Kebijakan Utang Dengan *Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating* Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. Penelitian membuktikan bahwa secara simultan free cash flow, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Secara parsial hanya free cash flow mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Ketika investment opportunity set digunakan sebagai variabel moderating hanya kepemilikan manajerial yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Namun investment opportunity set tidak berpengaruh signifikan ketika memoderasi free cash flow dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Investment opportunity set hanya mampu menjadi moderating atau memperkuat hubungan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang.

Dessy Kumala Dewi, dkk (2018), Analisis Pengaruh Free Cash Fow, Investment Opportunity Set, Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderating (Studi pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016). Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) Free cash flow tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan; 2) Investment opportunity set berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; 3) Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; 4) kepemilikan manajerial

berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan; 5) Kebijakan hutang tidak bisa memoderasi pengaruh hubungan free cash flow terhadap nilai perusahaan; 6) Kebijakan hutang bisa memoderasi pengaruh hubungan investment opportunity set terhadap nilai perusahaan; 7) Kebijakan hutang bisa memoderasi pengaruh hubungan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan; dan 8) Kebijakan hutang tidak bisa memoderasi pengaruh hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Heri Susilo, dkk (2018), Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di BEI Periode 2013-2016). Berdasarkan uji regresi berganda yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa: kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang, arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang, set kesempatan investasi tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. kepemilikan institusional berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, arus kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, set kesempatan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap perusahaan. nilai, kebijakan hutang bukan variabel dimediasi, untuk selanjutnya peneliti sebaiknya menambahkan variabel baru yang memiliki pengaruh lebih besar terhadap nilai perusahaan seperti profitabilitas, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan laba.

Marlina, dkk (2019), Analisis *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Dividen dan Ukuran Perusahaan Terhadap Leverage Perusahaan dengan *Investment Opportunity Set* Sebagai Variabel Moderating pada Sektor Trade, Service &

Invesment Yang Terdaftar pada BEI. Dari hasil pengujian diketahui bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap leverage yang ditunjukkan dari nilai signifikansi > 0,05 yaitu 0,018. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap leverage perusahaan yang ditunjukkan dari nilai signifikansi > 0,05 yaitu 0,000. IOS tidak mempengaruhi hubungan antara arus kas bebas dan leverage, yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi interaksi IOS dengan arus kas bebas <0,05 yaitu 0,053. Dan IOS Set mempengaruhi hubungan antara Profitabilitas dengan leverage yang ditunjukkan dari nilai signifikansi interaksi IOS dengan Profitabilitas > 0,05 yaitu 0,044.

A. A. Putri Rahayu, dkk (2018), Investment Opportunity Set (IOS) Sebagai Pemoderasi Pengaruh Profitabilitas Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang. Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Investment opportunity set (IOS) tidak mampu memperkuat pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan utang. Investment opportunity set (IOS) memperlemah pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang.

Puput Ria Mayani (2019), Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow (FCF), dan Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Asuransi Yang Tercatat di BEI. Hasil analisis regresi pertama menunjukkan bahwa variabel kepemilikan *institusional* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, variabel *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan variabel *investment opportunity set* juga tidak menunjukkan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis kedua menunjukkan bahwa variabel kepemilikan

institutional, free cash flow dan *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.

Ria Lusiana, Firda Mufidah, Nur Habibah (2016), *Pengaruh Tingkat Free Cash Flow Terhadap Investment Opportunity Set* pada Perusahaan Makanan dan Minuman Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap set kesempatan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hal ini ditunjukkan dengan $t_{hitung} = 2,103$, dan $t_{tabel} = 1,678$ dengan koefisien korelasi $r_{xy} = 0,150$ yang artinya antara variabel X dan Y terdapat nilai korelasi yang sangat lemah atau baik dengan persamaan regresi $Y = 6725,630 + 0,035 X$.

Andaswari, dkk. (2019), *The Company Size As A Moderating Variable For The Effect Of Investment Opportunity Set, Debt Policy, Profitability, Dividend Policy And Ownership Structure On The Value Of Construction Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange* (Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Set Peluang Investasi, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Kebijakan Dividen Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Konstruksi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kebijakan hutang, profitabilitas, dan struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Lihard Stevanus Lumapow (2018), *The Influence of Managerial Ownership and Firm Size on Debt Policy of manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange from 2012 until 2016* (Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang). Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan

terhadap kebijakan hutang. Ukuran Perusahaan berdampak negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini berpotensi menimbulkan konflik keagenan.

Musa Abdel Latif Ibrahim Alnawaiseh, Rania Mohammad Alomari, Firas Al-Rawashdeh and Mahmoud Barakat Alnawaiseh Mahmood (2017). *The Effect Free Cash Flow on the Companies' Financial Policies: Evidence From Jordan* (Pengaruh arus kas bebas pada kebijakan keuangan perusahaan: Bukti dari Yordania). Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan FCF terhadap financial leverage, sedangkan FCF berpengaruh tidak signifikan terhadap dividen.

Huson Joher Ali Ahmed, Mohd. Ali dan Malaysia Nazrul (2011), *The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange* (Dampak Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Pendekatan Model Simultan Dua Tahap Least Square Untuk Periode Pasca Krisis: Bukti Dari Bursa Efek Kuala Lumpur). Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari kepemilikan institusional yang berfungsi sebagai mekanisme kontrol yang efektif terhadap kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang perusahaan seperti yang dihipotesiskan. Temuan bukti tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dengan demikian telah memainkan peran penting dalam keputusan manajemen strategis manajer dan mengurangi konflik keagenan. Selain itu, kebijakan utang perusahaan juga diatur oleh kepemilikan manajerial dan menunjukkan hubungan negatif.

Siswati Andaswari, Djoko Setyadi, Ardi Paminto, Felisitas Defung (2019), *The Company Size As A Moderating Variable For The Effect Of Investment Opportunity Set, Debt Policy, Profitability, Dividend Policy And Ownership*

Structure On The Value Of Construction Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kebijakan hutang, profitabilitas, dan struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin kecil nilai skor ukuran perusahaan, semakin besar nilai perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan variabel moderasi mutlak.

Untuk lebih jelasnya beberapa penelitian sebelumnya akan disajikan dalam bentuk mapping penelitian yang dapat dilihat melalui tabel berikut ini :

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti, (Tahun)	Judul Penelitian	Alat Analisis Data	Hasil Penelitian
Pramiska, Dian Aprilia (2017)	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan Struktur kepemilikan saham institusional terhadap Kebijakan Hutang dengan <i>Investment Opportunity Set</i> sebagai Variabel <i>Moderating</i> (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015).	Analisis <i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA)	Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dinyatakan bahwa free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H1 ditolak). Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H2 diterima). Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (H3 ditolak). <i>Investment opportunity set</i> sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara free cash flow dengan kebijakan hutang (H4 diterima). <i>Investment opportunity set</i> sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan kebijakan hutang (H5 diterima). <i>Investment opportunity set</i> sebagai variabel moderating tidak berpengaruh terhadap hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan kebijakan hutang (H6 ditolak)
<i>Bertha Firyanni Gusti</i> (2013)	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Dan Struktur kepemilikan saham institusional Terhadap Kebijakan Hutang Dengan <i>Investment Opportunity Set</i> Sebagai Variabel <i>Moderating</i> (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)	Analisis Regresi Linear Berganda	Hasil penelitian bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, set kesempatan investasi memperlemah pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan utang, Set kesempatan investasi tidak berpengaruh signifikan yang dimoderasi terhadap kebijakan hutang, dan set kesempatan investasi memperkuat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

<p>Vinny Alvionita, (2018)</p>	<p>Pengaruh <i>Free cash Flow</i> dan Struktur kepemilikan saham institusional Terhadap <i>Return Obligasi</i> dengan <i>Investment Opportunity Set</i> Sebagai Variabel Moderating (Studi Kasus pada Seluruh Perusahaan Real Estate yang Melakukan IPO yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2015)</p>	<p>Analisis regresi linear berganda dan <i>moderated regression analysis</i> (MRA).</p>	<p>Hasil penelitian ini membuktikan bahwa <i>free cash flow</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>return obligasi</i>, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan positif terhadap <i>return obligasi</i>, kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan positif terhadap <i>return obligasi</i>, <i>investment opportunity set</i> memperkuat hubungan <i>free cash flow</i> terhadap <i>return obligasi</i>, <i>investment opportunity set</i> memperlemah hubungan kepemilikan manajerial terhadap <i>return obligasi</i>, <i>investment opportunity set</i> memperlemah hubungan kepemilikan institusional terhadap <i>return obligasi</i>.</p>
<p>Aisyah (2019)</p>	<p>Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Dengan <i>Investment Opportunity Set</i> Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017.</p>	<p>Analisis regresi linear berganda dan analisis regresi</p>	<p>Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa <i>Free Cash Flow</i>, kepemilikan institusional dan <i>Investment Opportunity Set</i> berpengaruh terhadap kebijakan hutang. <i>Investment Opportunity Set</i> memperlemah pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap kebijakan utang. <i>Investment Opportunity Set</i> memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang.</p>
<p>Gultom, Selfi Afriani, (2011)</p>	<p>Analisis Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Dan Struktur kepemilikan saham institusional Terhadap Kebijakan Utang dengan <i>Investment Opportunity Set</i> Sebagai Variabel <i>Moderating</i></p>	<p>Analisis Regresi Linear Berganda</p>	<p>Penelitian membuktikan bahwa secara simultan <i>free cash flow</i>, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Secara parsial hanya <i>free cash flow</i> mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Ketika <i>investment opportunity set</i> digunakan sebagai variabel moderating hanya</p>

	Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia		kepemilikan manajerial yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Namun investment opportunity set tidak berpengaruh signifikan ketika memoderasi free cash flow dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Investment opportunity set hanya mampu menjadi moderating atau memperkuat hubungan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang.
<i>Dessy Kumala Dewi, dkk (2018)</i>	Analisis Pengaruh <i>Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Ukuran Perusahaan</i> dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderating (Studi pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016)	Regresi Linier Berganda dan Model Regresi Moderasi / Moderated Regression Analysis (MRA).	Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) Free cash flow tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan; 2) Investment opportunity set berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; 3) Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; 4) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan; 5) Kebijakan hutang tidak bisa memoderasi pengaruh hubungan free cash flow terhadap nilai perusahaan; 6) Kebijakan hutang bisa memoderasi pengaruh hubungan investment opportunity set terhadap nilai perusahaan; 7) Kebijakan hutang bisa memoderasi pengaruh hubungan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan; 8) Kebijakan hutang tidak bisa memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.
Lihard Stevanus Lumapow (2018)	<i>The Influence of Managerial Ownership and Firm Size on Debt Policy of manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange from 2012 until 2016</i>	Analisis Regresi Linear Berganda	Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Ukuran Perusahaan berdampak negatif tetapi tidak signifikan

	(Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang)		terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini berpotensi menimbulkan konflik keagenan
Marlina, dkk (2019)	Analisis <i>Free Cash Flow</i> , Profitabilitas, Deviden dan Ukuran Perusahaan Terhadap Leverage Perusahaan dengan <i>Investment Opportunity Set</i> sebagai Variabel Moderating pada Sektor Trade, Service & Investment Yang Terdaftar pada BEI	Analisis Regresi Linear Berganda	Dari hasil pengujian diketahui bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap leverage yang ditunjukkan dari nilai signifikansi > 0,05 yaitu 0,018. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap leverage perusahaan yang ditunjukkan dari nilai signifikansi > 0,05 yaitu 0,000. IOS tidak mempengaruhi hubungan antara arus kas bebas dan leverage, yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi interaksi IOS dengan arus kas bebas <0,05 yaitu 0,053. Dan IOS Set mempengaruhi hubungan antara Profitabilitas dengan leverage yang ditunjukkan dari nilai signifikansi interaksi IOS dengan Profitabilitas > 0,05 yaitu 0,044.
A. A. Putri Rahayu, dkk (2018)	<i>Investment Opportunity Set</i> (IOS) sebagai Pemoderasi Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang	<i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA).	Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. <i>Investment opportunity set</i> (IOS) tidak mampu memperkuat pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan utang. <i>Investment opportunity set</i> (IOS) memperlemah pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang.

Puput Ria Mayani (2019)	Pengaruh Kepemilikan Institusional, <i>Free Cash Flow</i> (FCF), dan <i>Investment Opportunity Set</i> (IOS) terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Asuransi yang Tercatat di BEI.	Analisis Regresi Linear Berganda	Hasil analisis regresi pertama menunjukkan bahwa variabel kepemilikan <i>institusional</i> tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, variabel <i>free cash flow</i> tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan variabel <i>investment opportunity set</i> juga tidak menunjukkan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis kedua menunjukkan bahwa variabel kepemilikan <i>institusional</i> , <i>free cash flow</i> dan <i>investment opportunity set</i> tidak memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.
Ria Lusiana, Firda Mufidah, Nur Habibah (2016)	Pengaruh Tingkat <i>Free Cash Flow</i> Terhadap <i>Investment Opportunity Set</i> pada Perusahaan Makanan dan Minuman Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.	Analisis Regresi Linear Berganda	Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap set kesempatan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hal ini ditunjukkan dengan $t_{hitung} = 2,103$, dan $t_{tabel} = 1,678$ dengan koefisien korelasi $r_{xy} = 0,150$ yang artinya antara variabel X dan Y terdapat nilai korelasi yang sangat lemah atau baik dengan persamaan regresi $Y = 6725,630 + 0,035 X$.
Andaswari, dkk. (2019)	<i>The Company Size As A Moderating Variable For The Effect Of Investment Opportunity Set, Debt Policy, Profitability, Dividend Policy And Ownership Structure On The Value Of Construction Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange</i> (Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Set Peluang Investasi, Kebijakan Hutang, Profitabilitas,	Analisis PLS	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kebijakan hutang, profitabilitas, dan struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin kecil nilai skor ukuran perusahaan maka semakin besar nilai perusahaan. Ukuran perusahaan adalah variabel moderasi absolut.

	Kebijakan Dividen Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Konstruksi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia).		
Musa Abdel Latif Ibrahim A, Rania Mohammad Alomari, Firas Al-Ra-washdeh and Mah-moud Barakat Alna-waise Mahmood (2017).	<i>The Effect Free Cash Flow on the Companies' Financial Polices: Evidence From Jordan.</i>	Analisis regresi berganda	Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan FCF terhadap financial leverage, sedangkan FCF berpengaruh tidak signifikan terhadap dividen.
Huson Joher Ali Ahmed, Mohd. Ali dan Malaysia Nazrul (2011),	<i>The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange</i>	Analisis Least Square	Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari kepemilikan institusional yang berfungsi sebagai mekanisme kontrol yang efektif terhadap kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang perusahaan seperti yang dihipotesiskan. Temuan bukti tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dengan demikian telah memainkan peran penting dalam keputusan manajemen strategis manajer dan mengurangi konflik keagenan. Selain itu, kebijakan utang perusahaan juga diatur oleh kepemilikan manajerial dan menunjukkan hubungan negatif.
Siswati Andaswari, Djoko Setyadi, Ardi Paminto, Felisitas Defung (2019),	The Company Size As A Moderating Variable For The Effect Of Investment Opportunity Set, Debt Policy, Profitability, Dividend Policy And Ownership Structure On The Value Of Construction Companies Listed	Analisis regresi berganda	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kebijakan hutang, profitabilitas, dan struktur

	On The Indonesia Stock Exchange		kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
Astuti, Ely (2014)	Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang perusahaan di Indonesia	Analisis regresi linear berganda	Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
Nuraina, Elva (2012)	Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)	Analisis regresi linear berganda	Hasil penelitian menunjukkan bahwa 1) kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai konfirmasi, 2) ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, 3) kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan, 4) ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan. berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan.
Aziz, Ahmad Mustofa, Yuli Chomsatu, Endang Masitoh (2019)	Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Ukuran perusahaan terhadap Kebijakan Hutang	Analisis regresi linear berganda	Hasil dari penelitian ini adalah variabel kepemilikan institusional yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, variabel tarif pajak tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
Susilawati, R. Anastasia Endang (2010)	Analisis <i>Free Cash Flow</i> dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia	Regresi Berganda	Hasil tes chow menyarankan pemeriksaan tidak ada perbedaan yang signifikan secara statistik. Hubungan kepemilikan manajerial negatif dengan kebijakan utang, hasil ini membuktikan bahwa <i>agency cost of debt</i> dapat dikurangi dengan kepemilikan manajerial.

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1. Kerangka Konseptual

Penelitian ini dilakukan pada beberapa perusahaan *Perdagangan* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sebagai perusahaan yang turut menopang perekonomian di Indonesia maka perlu memperhatikan *debt to equity ratio* yang dilakukan dalam menentukan besar kecilnya hutang yang digunakan dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Debt to equity ratio adalah suatu keputusan pendanaan oleh manajemen dan berpengaruh pada perusahaan yang terefleksi pada harga saham. *Pecking order theory* yang mendasarkan pada informasi asimetrik yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dari pada pemilik modal. Informasi asimetris ini akan mempengaruhi pilihan antara pengguna dana internal dan eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru (Sudana, 2015:176).

Berdasarkan *teori pecking order* yang menggunakan sebuah tingkatan dalam pencairan dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* dalam membiayai investasi dan mengimplementasikan sebagai peluang pertumbuhan maka diperlukan adanya *investment opportunity set* (IOS). Sehingga dari teori *pecking order* dapat dikatakan bahwa IOS dapat mempengaruhi kebijakan utang, hal ini didasari dari Pagalung dalam Hidayah (2015) bahwa IOS merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif, sehingga IOS memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan karena IOS merupakan keputusan

investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dengan opsi investasi di masa yang akan datang.

Faktor yang mempengaruhi *investment opportunity set* dan *debt to equity ratio* adalah *free cash flow* (aliran kas bebas) dan struktur kepemilikan saham institusional oleh manajerial dan pihak institusional. Menurut Sartono (2015:101) *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. *Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor maupun pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya.

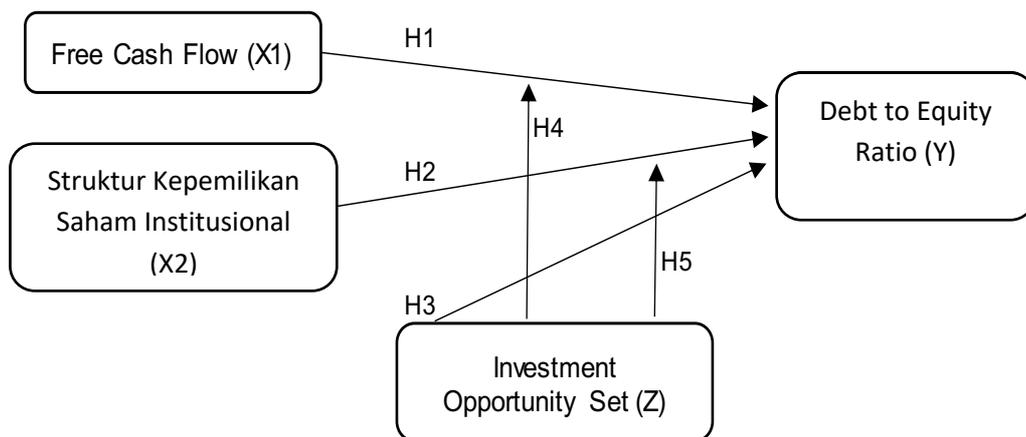
Selain *free cash flow*, maka struktur kepemilikan saham institusional berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*, sebagaimana dikemukakan oleh Sudana (2015:11) menyatakan struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Semakin besar persentasi saham yang dimiliki pihak institusional akan semakin efektif usaha monitoring. Manajer akan merasa lebih diawasi dan lebih hati-hati dalam pengambilan keputusan pendanaan sehingga menggunakan tingkat hutang yang rendah. Penelitian dalam menguji pengaruh struktur kepemilikan saham institusional terhadap *debt to equity ratio* maka digunakan teori *agency theory* (*agency theory*). Dimana dalam teori *agency* dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak manajer (agen) dengan pemegang saham (prinsipal). Prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan agen mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang ditugaskan oleh para pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut,

prinsipal akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus, dan berbagai kompensasi lainnya. Sehingga dalam teori *agency* dapat dikatakan bahwa strategi kepemilikan saham dapat mempengaruhi *investment opportunity* dengan *debt to equity ratio*.

Penelitian ini menggunakan *investment opportunity set* berfungsi sebagai variabel moderating terhadap hubungan *free cash flow* dengan hutang. Hal ini dilihat dari beberapa penelitian terdahulu seperti penelitian *Jensen* (1996) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level utang tinggi ketika perusahaan mempunyai set kesempatan rendah. *Lang et al.* (1996) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara leverage dan pertumbuhan perusahaan di masa datang untuk hanya perusahaan yang memiliki set kesempatan pertumbuhan yang terbatas. Gull dan Jaggi (1999) menemukan bahwa antara *free cash flow* dengan *debt to equity ratio* berbeda antara perusahaan yang memiliki *investment opportunity set* rendah dengan perusahaan yang memiliki *investment opportunity set* yang tinggi.

Kemudian IOS sebagai pemoderasi antara struktur kepemilikan saham institusional dengan *debt to equity ratio*, sebagaimana Penelitian Gusti (2013) menyatakan dengan adanya kepemilikan IOS akan memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan *debt to equity ratio*. Semakin tinggi tingkat pengawasan oleh pihak institusional akan semakin rendah penggunaan hutang perusahaan oleh manajer karena perusahaan akan lebih cenderung mengambil kesempatan untuk berinvestasi untuk mendapatkan keuntungan.

Keterkaitan hubungan antara *free cash flow* dan struktur kepemilikan saham institusional terhadap *debt to equity ratio* yang dimoderasi oleh *investment opportunity set* dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 3.1
Kerangka Pikir dalam Penelitian

—————▶ = Pengaruh langsung

3.2. Hipotesis

Hipotesis merupakan dugaan atau pertanyaan sementara yang diungkapkan secara deklaratif permasalahan. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *debt to equity ratio*

Free Cash Flow merupakan *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. Hubungan *free cash flow* terhadap *debt to equity ratio* dimana dalam teori keagenan yang sebagaimana dikemukakan oleh Jensen (1986) dalam Susilawati (2010) yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi, di sisi lain perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah, sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost fo free cash flow*.

Menurut Wu (2004) Konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer pada perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* secara substansial biasanya menggunakan utang untuk mengurangi *agency cost* yang timbul akibat dari konflik tersebut. Penggunaan utang memungkinkan manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan. Dengan kata lain *free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Jadi saat perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dalam mendanai perusahaannya. Teori keagenan dalam hubungannya dengan hutang dijelaskan melalui *free cash flow* sesuai dengan teori arus kas bebas struktur modal (Keown et al, 2000) dalam Damayanti (2006). Biaya keagenan adalah jumlah dari pengeluaran-pengeluaran *monitoring* oleh pemegang saham, pengeluaran-pengeluaran penggunaan hutang oleh manajer, dan *residual loss*. Dengan demikian *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* belum mampu untuk mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost*.

Penelitian Nofiani (2017) menguji pengaruh antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang, hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kebijakan hutang. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi akan memiliki kemampuan untuk membayar hutang yang tinggi pula. Prathiwi (2017) membuktikan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jika *free cash flow* mengalami penambahan maka kebijakan

hutang perusahaan juga akan mengalami penambahan nilai, dan *free cash flow* tinggi akan memonitor perilaku manajer dalam melakukan investasi dan menambah hutang, sehingga manajer tidak akan membuang-buang kas bebas perusahaan untuk investasi yang tidak menguntungkan. Berdasarkan pemaparan di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut:

H1 = *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt to equity ratio*

2. Pengaruh Struktur kepemilikan saham institusional terhadap *debt to equity ratio*

Kepemilikan institusional merupakan persentasi kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, maupun lembaga (Handayani, 2017). Tindakan pengawasan yang lebih efektif diharapkan dapat mengontrol perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah. Struktur kepemilikan yang dimiliki perusahaan dapat berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin kuat control eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost* sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah. (Nuraina, 2012).

Jensen, *et.al.* (1986) mengemukakan bahwa ada pengaruh antara struktur kepemilikan dengan *debt to equity ratio* perusahaan. Meningkatnya kepemilikan manajemen, maka akan menyamakan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Dengan demikian manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak mungkin bertindak *opportunistik*, karena mereka akan menanggung konsekuensinya dan lebih berhati-hati untuk menggunakan hutang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Akbar (2017) menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan, adanya

pengawasan yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun. Semakin meningkat kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol terhadap manajemen.

Teori *agency* dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak manajer (agen) dengan pemegang saham (prinsipal). Prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan agen mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang ditugaskan oleh para pemegang saham kepadanya. Crutchley *et.al.* (1999) dalam Agnes (2009) mengemukakan bahwa kepemilikan oleh institusional juga dapat menurunkan *agency costs*, karena dengan adanya monitoring yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang akan menurun. Hal ini disebabkan karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional. Dengan demikian kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost of debt*. Sehingga dalam teori *agency* dapat dikatakan bahwa strategi kepemilikan saham dapat mempengaruhi kebijakan hutang.

Penelitian yang dilakukan Gusti (2013) menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan oleh pihak institusional, semakin efektif tingkat monitoring sehingga semakin sedikit menggunakan hutang oleh manajer untuk meminimalisir besarnya resiko kebangkrutan. Berdasarkan pemaparan di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut:

H2 = Struktur kepemilikan saham institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt to equity ratio*

3. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *debt to equity ratio*

Investment opportunity set (IOS) merupakan kombinasi aktiva riil yang dimiliki yang bersifat berwujud dengan peluang investasi atau pilihan pertumbuhan yang sifatnya tidak berwujud (Myers, 1986). Peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada peluang investasi. Perusahaan yang memiliki peluang investasi atau peluang pertumbuhan yang tinggi, lebih cenderung menggunakan sumber pendanaan internal untuk mendanai aktivitas operasional perusahaan dari pada harus melakukan pinjaman atau hutang yang mengandung risiko. Risiko tersebut berkaitan dengan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar hutangnya.

Pagalung dalam Hidayah (2015) yang mengemukakan bahwa IOS merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif. Sehingga IOS memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan karena IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, di mana *Investment Opportunity Set* tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Semakin besar tingkat IOS maka semakin baik kondisi keuangan suatu perusahaan untuk memprediksikan dalam mendapatkan laba di masa yang akan datang, sehingga hal ini mempengaruhi *debt to equity ratio*.

Teori *Pecking Order Theory* yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (2004) Teori ini mendasarkan pada adanya informasi asimetrik, yaitu suatu situasi di mana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dari pada para pemilik modal. Informasi asimetrik ini akan mempengaruhi pilihan antara pengguna dana internal atau dan eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru atau dengan melakukan penerbitan ekuitas baru.

Hasil penelitian Patricia (2014) menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Saat *investment opportunity set* tinggi penggunaan hutang perusahaan akan tetap rendah karena perusahaan lebih memilih untuk berinvestasi daripada menggunakan hutang, namun pada saat *investment opportunity set* rendah perusahaan akan menggunakan tingkat hutang yang tinggi. Berdasarkan pemaparan di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut:

H3 = *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt to equity ratio*

4. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *debt to equity ratio* dimoderasi oleh *Investment Opportunity Set*

Free cash flow dan kebijakan hutang memiliki hubungan yaitu bagaimana kemampuan perusahaan dalam mengelola kas bebas perusahaan, apakah kas bebas perusahaan tersebut akan digunakan untuk membayar hutang atau dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Gull dan Jaggi (1999) menemukan hubungan antara *free cash flow* dengan *debt to equity ratio* berbeda antara perusahaan yang memiliki IOS rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Perusahaan yang mempunyai IOS tinggi dalam hubungannya dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang memadai tidak akan menggunakan hutang dalam pendanaan perusahaannya karena perusahaan tersebut mempunyai kesempatan yang tinggi untuk bertumbuh sehingga manajer sudah mempunyai kesempatan untuk berinvestasi.

Teori signal yang merupakan suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen

memandang prospek perusahaan, perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (signal) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah. (Brigham dan Houston, 2001)

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Prathiwi (2017) membuktikan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Deni Akbar dan Ruzikna (2017) menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Terdapat ketidak konsistenan arah penelitian di atas. Sehingga diduga adanya variabel lain yang bisa mempengaruhi hubungan *free cash flow* dan kebijakan hutang. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Pramiska (2016) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang memadai cenderung tidak menggunakannya untuk membayar hutang saat kesempatan investasi tinggi. Sehingga *Investment opportunity set* bisa dijadikan moderasi antara *free cash flow* dan kebijakan hutang. Berdasarkan pemaparan di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut:

H4 = *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Debt to equity ratio dimoderasi oleh *Investment Opportunity Set*

5. Pengaruh Kepemilikan Saham terhadap *Debt to equity ratio* dimoderasi oleh *Investment Opportunity Set*

Gull dan *Jaggi* (1999) bahwa dengan kepemilikan saham baik kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional, di mana bila terdapat kesempatan berinvestasi (IOS tinggi) sementara kepemilikan saham juga meningkat diharapkan akan menurunkan *debt to equity ratio*. Sebaliknya bila tidak terdapat kesempatan berinvestasi (IOS rendah), meskipun kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional meningkat, perusahaan akan tetap memanfaatkan penggunaan hutang untuk pendanaan perusahaan. Jadi, semakin tinggi struktur kepemilikan saham institusional yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional di mana terdapat kesempatan berinvestasi, maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan yang akan dapat mengurangi penggunaan hutang oleh manajer.

Teori *agency yang* menjelaskan bahwa struktur kepemilikan yang diharapkan oleh perusahaan mampu mengurangi *agency problem*, yaitu kepemilikan institusional. Kepemilikan saham yang terkonsentrasi oleh institusional maka investor akan lebih mengoptimalkan efektifitas pengawasan aktivitas manajemen karena besarnya dana yang ditanamkan (Nengsi, 2015). Pihak institusional yang bertindak sebagai pengawas akan membuat manajer merasa diawasi sehingga bekerja lebih efektif untuk mengurangi resiko kebangkrutan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Akbar (2017) menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan, adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun. Semakin meningkat kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol terhadap manajemen.

Hasilnya berbeda dengan penelitian Nofiani (2017) di mana kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Terdapat ketidak konsistenan arah penelitian di atas. Sehingga diduga adanya variabel lain yang bisa mempengaruhi hubungan kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Penelitian Gusti (2013) menyatakan dengan adanya kepemilikan institusional akan memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Semakin tinggi tingkat pengawasan oleh pihak institusional akan semakin rendah penggunaan hutang perusahaan oleh manajer karena perusahaan akan lebih cenderung mengambil kesempatan untuk berinvestasi untuk mendapatkan keuntungan. Namun penelitian Pramiska (2016) menyatakan bahwa *investment opportunity set* (IOS) tidak mampu mempengaruhi hubungan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Sehingga *Investment opportunity set* bisa dijadikan moderasi antara kepemilikan *institusional* dan *debt to equity ratio*. Sehingga *Investment opportunity set* bisa dijadikan moderasi antara kepemilikan institusional dan *debt to equity ratio*. Berdasarkan pemaparan di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut:

H5 = Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt to equity ratio* dimoderasi oleh *Investment Opportunity Set*