

PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP *DIVIDEND POLICY* DENGAN *DEBT POLICY* SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*

(Pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2018)

Nursupian

Prodi Magister Manajemen, FEB, Universitas Pamulang, Indonesia

Korespondensi. author: nursupian22@gmail.com

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of free cash flow and investment opportunity set on dividend policy with debt policy as an intervening variable. This type of research is quantitative causality using the population in this study is a consumer goods industry manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2014-2018. The selection of data samples using purposive sampling technique. The analytical method used is path analysis. The results of this study indicate that free cash flow has a positive and significant effect on debt policy, investment opportunity set has no effect on debt policy, free cash flow has a positive and significant effect on dividend policy, investment opportunity set has no effect on dividend policy, free cash flow and investment opportunity set simultaneously influences the dividend policy, the debt policy does not mediate the effect of free cash flow on the dividend policy and the debt policy does not mediate the effect of the investment opportunity set on the dividend policy.

Keywords: *free cash flow, investment opportunity set, dividend policy, debt policy*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap *dividend policy* dengan *debt policy* sebagai variabel *intervening*. Jenis penelitian ini adalah kausalitas kuantitatif dengan menggunakan populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2018. Pemilihan sampel data menggunakan teknik *purposive sampling*. Metode analisis yang digunakan adalah *path analysis*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*, *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *debt policy*, *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*, *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*, *free cash flow* dan *investment opportunity set* secara simultan berpengaruh terhadap *dividend policy*, *debt policy* tidak memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy* dan *debt policy* tidak memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*.

Kata Kunci: *free cash flow, investment opportunity set, dividend policy, debt policy*

PENDAHULUAN

Pembagian dividen merupakan permasalahan yang rumit dalam perusahaan karena terjadinya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer perusahaan yang sering disebut masalah keagenan. Pemegang saham menginginkan agar dividen dibayarkan sebesar-besarnya sedangkan manajer perusahaan menginginkan laba perusahaan ditahan guna melakukan investasi kembali (Sari dan Sudjarni, 2015). Peningkatan pembagian dividen tiap periode akan susah dicapai oleh perusahaan dikarenakan keuntungan yang didapatkan suatu perusahaan mengalami fluktuasi. Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik dari pada *dividen payout ratio* yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Bagi para investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek pertumbuhan perusahaan yang stabil pula dengan risiko perusahaan pun semakin rendah dibandingkan dengan perusahaan yang membayarkan dividen nya tidak stabil. Berdasarkan pernyataan tersebut dapat di ketahui bahwa investor menginginkan kebijakan dividen yang stabil. Tentunya hal ini akan menjadi unik karena kebijakan dividen sangat penting untuk memenuhi harapan para pemegang saham terhadap deviden dan dari satu sisi juga tidak harus menghambat pertumbuhan perusahaan.

Banyak faktor yang dapat mempengaruhi tingkat kebijakan dividen suatu perusahaan, salah satunya adalah *free cash flow* (Utama dan Gayatri, 2018). Pembayaran dividen khususnya dividen tunai sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia. *Free cash flow* merupakan gambaran perusahaan dari arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham atau pemilik utang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam asset tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Untuk lebih spesifik, nilai dari operasi sebuah perusahaan akan bergantung pada seluruh arus kas bebas yang diharapkan dimasa mendatang, yang didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak minus jumlah investasi pada modal kerja dan aktiva tetap yang dibutuhkan untuk dapat mempertahankan bisnis. Jadi, arus kas bebas akan mencerminkan kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada para investor (Aristantia dan Putra, 2015). Karenanya, salah satu cara bagi para manajer untuk membuat perusahaan mereka menjadi lebih bernilai adalah dengan meningkatkan arus kas bebas mereka. Sehingga arus kas bebas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen yang didistribusikan kepada para pemegang saham (Permata et al, 2018).

Selain faktor *free cash flow*, terdapat faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen, yakni *investment opportunity set* yaitu menjelaskan pengertian perusahaan sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi masa depan (Azmi dan Listiadi, 2016). Opsi investasi masa depan tidak hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh aktivitas *research and development* saja, tetapi juga dengan yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Pada dasarnya *investment opportunity set* merupakan pilihan kesempatan investasi masa

yang akan mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif. Sehingga *investment opportunity set* memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan, karena *investment opportunity set* merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang memiliki (*asset in place*) dan opsi investasi dimasa yang akan datang, dimana *investment opportunity set* tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan (Rahmawati 2017).

Adanya kebijakan hutang (*debt policy*) tertentu dalam perusahaan berdampak pada kebijakan dividen suatu perusahaan. Murtini dan Rante (2015) menjelaskan bahwa *debt policy* merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar, kebijakan hutang dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi kurva penawaran hutang pada perusahaan atau permintaan perusahaan atas hutang. Kebijakan hutang diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio*, yaitu dengan membagi total hutang dengan total ekuitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Penggunaan hutang yang terlalu besar dalam kegiatan operasional memberikan dampak yang kurang baik terhadap perusahaan karena perusahaan harus membayar kewajiban-kewajibannya yang nantinya akan mengurangi keuntungan yang diperoleh. Menurunnya keuntungan yang didapat perusahaan akan menurunkan pembagian dividen kepada para pemegang saham.

METODE PENELITIAN

Desain dan Objek Penelitian

Pendekatan yang digunakan yaitu pendekatan kuantitatif yang berbentuk kausalitas, variabel bebas yaitu (*free cash flow* dan *investment opportunity set*) dengan variabel terikat (*dividend policy*) dan variabel *intervening* (*debt policy*) melalui uji hipotesis. Objek penelitian ini adalah keterkaitan atau pengaruh antar variabel independen dan variabel dependennya di perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018.

Variabel Penelitian

Variabel terikat dan variabel bebas merupakan variabel yang diteliti. Berikut akan dipaparkan definisi variabel operasional variabelnya untuk variabel independen terdiri dari (*free cash flow* dan *investment opportunity set*), variabel dependen (*dividend policy*) dan variabel *intervening* (*debt policy*).

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yaitu kuantitatif yang bersumber dari data sekunder, diperoleh dari laporan keuangan perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (www.idx.com) tahun 2014-2018.

Populasi dan Sampel

Populasi sebanyak 52 perusahaan industri barang konsumsi di BEI tahun 2014-2018, sampelnya ditentukan menggunakan metode purposive sampling sehingga hanya 16 perusahaan yang terdapat dalam penelitian ini.

Teknik Analisis Data

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan teknik path analysis dengan menggunakan bantuan program eviews 9.0 untuk mengolah data. Teknik ini digunakan untuk mengetahui keterkaitan atau hubungan variabel bebas dengan variabel terikat dan variabel intervening memediasi variabel independen terhadap variabel terikat. Variabel independen terdiri dari free cash flow dan investment opportunity set, variabel dependen terdiri dari dividend policy dan variabel intervening terdiri dari debt policy.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Suatu penelitian dikatakan baik apabila sudah melakukan uji asumsi klasik dimana data berdistribusi normal, terbebas dari gejala multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Data pada penelitian ini berdistribusi normal, dimana nilai probabilitas Jarque-Bera (JB) dapat dinyatakan normal apabila nilai probabilitas > 0.05 . dari hasil pengolahan data tersebut diperoleh nilai probabilitasnya adalah $0.091642 > 0.05$ maka dapat disimpulkan data dari model tersebut berdistribusi normal. Penelitian ini terbebas dari gejala mutikolinearitas dimana setiap variabel independen terhadap dependennya sudah memenuhi persyaratan, yaitu memiliki koefisien korelasi diatas 0.80 . Gejala heteroskedastisitas juga tidak terlihat dalam penelitian telah memenuhi persyaratan menggunakan uji Breush- Pagan-Godfrey. Uji ini dapat diketahui dari probabilitas F-statistik lebih besar dari 0.05 . terkahir tidak terdapat gejala autokorelasi dalam penelitian ini dimana telah memenuhi persyaratan bebas autokorelasi yaitu $(4-dw) > dU$ maka tidak terdapat autokorelasi negatif.

Berikut adalah hasil uji statistik t (parsial) untuk model persamaan pertama pada data penelitian ini menggunakan Eviews 9.0 yang ditampilkan pada tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Uji t-Statistik (X1 dan X2 Terhadap Z)

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
FCF	1.270604	0.494786	2.567989	0.0122
PER	-0.028852	0.057325	-0.503307	0.6162

Sumber : Output Eviews 9.0, data diolah, 2020.

Berdasarkan data diatas pengujian variabel *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap *debt policy* menghasilkan:

1. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Debt Policy*

Pada hipotesis alternatif 1 (H1) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki nilai t hitung sebesar $2.567989 > t$ tabel 1.668 dengan nilai probabilitas $0.0122 < 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H1 didukung sehingga hipotesis 1 diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*. Konsisten

dengan hasil penelitian yang dilakukan Ni Made Dhyana Intan Prathiwi dan I Putu Yadnya, (2017) yang juga menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*. Dalam penelitiannya, Ni Made Dhyana Intan Prathiwi dan I Putu Yadnya, (2017) mengatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat di distribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset dengan kata lain semakin besar *free cash flow* maka akan semakin rendah kebijakan hutang karena perusahaan akan memanfaatkan arus kas bebas untuk membiayai investasi dan kegiatan operasionalnya tanpa menggunakan hutang yang berlebih. Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Arus kas ini merefleksikan tingkat pengembalian bagi penanam modal, baik itu dalam bentuk hutang atau ekuitas.

2. Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap *Debt Policy*

Pada hipotesis alternatif 2 (H2) menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memiliki nilai t hitung sebesar $-0.503307 < t \text{ tabel } 1.668$ dengan nilai probabilitas $0.6162 > 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H_0 didukung sehingga hipotesis 2 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *debt policy*. Bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan Luh Nik Oktarini dan Putu Atim Purwaningrat (2017) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt policy*. Berdasarkan hasil penelitian bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel telah berada pada tahap *mature*, sehingga fokus perusahaan terletak pada upaya untuk menghasilkan laba dan mendistribusikannya kepada para pemegang saham. Dengan kata lain perusahaan tidak fokus dalam memanfaatkan peluang investasinya dan pada tahap *mature* perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus menggunakan hutang untuk menjalankan kegiatan operasional nya.

Berikut adalah hasil uji statistik t (parsial) untuk model persamaan kedua pada data penelitian ini menggunakan Eviews 9.0 yang ditampilkan pada tabel 4.13 sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Uji t- Statistik (X1 dan X2 Terhadap Y)

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
FCF	1.141437	0.238775	4.780390	0.0000
PER	0.015463	0.026594	0.581448	0.5627
DER	0.085466	0.052782	1.619244	0.1095

Sumber : Output Eviews 9.0, data diolah, 2020.

Berdasarkan data diatas pengujian variabel *free cash flow*, *investment opportunity set* dan *debt policy* terhadap *dividend policy* menghasilkan:

3. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Policy*

Pada hipotesis alternatif 3 (H3) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki nilai t hitung nilai probabilitas $0.0000 < 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H3 didukung sehingga hipotesis 3 diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan I Gst.Ngr. Putu Adi Suartawan dan Gerianta Wirawan Yasa (2016) yang juga menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Dalam penelitiannya, I Gst.Ngr. Putu Adi Suartawan dan Gerianta Wirawan Yasa (2016) mengatakan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio*, berarti semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran dividen. *Free cash flow* yang tinggi menunjukkan kemampuan suatu perusahaan membayar dividen yang tinggi pula. Teori kontrak yang dikemukakan oleh Scott (2000) untuk menghindari terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)*, manajer akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi. Bagi perusahaan *overinvesting*, kenaikan dividen mengimplikasikan pengurangan kebijakan manajemen atas investasi yang telah *overinvesting* sehingga respon pemegang saham positif terhadap kenaikan dividen tersebut. Peningkatan dividen merupakan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh dimasa yang akan datang sebagai hasil yang diperoleh dari keputusan investasi yang perusahaan dengan *net present value* positif (Prasetio dan Suryono, 2016).

4. Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap *Dividend Policy*

Pada hipotesis alternatif 4 (H4) menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memiliki nilai t hitung $0.581448 < t$ tabel 1.668 dengan nilai probabilitas $0.5627 > 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H_0 didukung sehingga hipotesis 4 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*. Sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan Mila Fatmawati (2018), Raida Fuadi dan Ainul Julia Satini (2015) yang juga menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*. Dalam penelitiannya Raida Fuadi dan Ainul Julia Satini (2015) mengatakan bahwa tingkat *investment opportunity set* (IOS) yang rendah belum menjamin bahwa dividen yang dibagikan kepada investor akan meningkat begitu juga sebaliknya. Penelitian ini sesuai dengan teori *pecking order*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan yang untung memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen lebih rendah guna memiliki dana internal lebih banyak sebagai pendanaan untuk proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan yang sedang tumbuh meningkatnya pembayaran dividen dapat menjadi berita yang kurang baik karena investor beranggapan bahwa perusahaan

mengurangi rencana investasinya (Sarmiento et al, 2014). Sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel telah berada pada tahap *mature*, sehingga fokus perusahaan terletak pada upaya untuk menghasilkan laba dan mendistribusikannya kepada para pemegang saham. Pada tahap *mature* ini, perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus mengurangi proposi dividen bagi pemegang saham.

Berikut adalah hasil uji statistik F (simultan) pada data penelitian ini menggunakan Eviews 9.0 yang ditampilkan pada tabel 4.11 sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Uji Statistik F

Model	F Statistic	Prob (F-Statistic)	Kesimpulan
Regression	10.97568	0.000005	Signifikan

Sumber : Output Eviews 9.0, data diolah, 2020.

Berdasarkan data diatas pengujian variabel *free cash flow* dan *investment opportunity* secara simultan menghasilkan.

5. Pengaruh *Free Cash Flow* Dan *Investment Opportunity Set* Secara Simultan Terhadap *Dividend Policy*

Pada hipotesis alternatif 5 (H5) menyatakan bahwa *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa hasil uji F hitung $10.97568 > F$ tabel 2.76 dan nilai Prob (F-statistic) sebesar $0.000005 < 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H5 didukung sehingga hipotesis 5 diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*. Konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Wiby Aqlia Ramadhan (2016) dan Luh Nik Oktarini dan Putu Atim Purwaningrat (2017) yang juga menyatakan bahwa *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*. Dalam penelitiannya Wiby Aqlia Ramadhan (2016) dan Luh Nik Oktarini dan Putu Atim Purwaningrat (2017) mengatakan bahwa Semakin tinggi *free cash flow* suatu perusahaan menandakan bahwa perusahaan tersebut sehat karena memiliki kas yang dapat digunakan untuk pertumbuhan, investasi maupun membagikan dividen. Sehingga dapat disimpulkan semakin banyak *free cash flow* suatu perusahaan kemungkinan perusahaan untuk membayar dividen adalah semakin besar (Mulyaningsih, 2016). Perusahaan akan selalu berusaha untuk meningkatkan pertumbuhannya dengan melakukan investasi yang menguntungkan. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar akan banyak *earning after tax* yang tersedia untuk membiayai investasi yang menguntungkan dibanding untuk membayar dividen dengan nilai besar. 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* (IOS) yang tinggi berpeluang untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan diimbangi dengan pembagian dividen yang menurun. Hal tersebut dikarenakan perusahaan

memiliki anggapan bahwa dana yang tersedia akan lebih baik diinvestasikan dan ditahan sebagai laba ditahan. Sumber dana internal yang mayoritas berasal dari laba ditahan akan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen apabila perusahaan mendapatkan kesempatan investasi yang menguntungkan (Utama dan Gayatri, 2018).

Berikut adalah hasil ringkasan koefisien jalur pada data penelitian ini menggunakan Eviews 9.0 yang ditampilkan pada tabel 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4. Ringkasan Koefisien Jalur

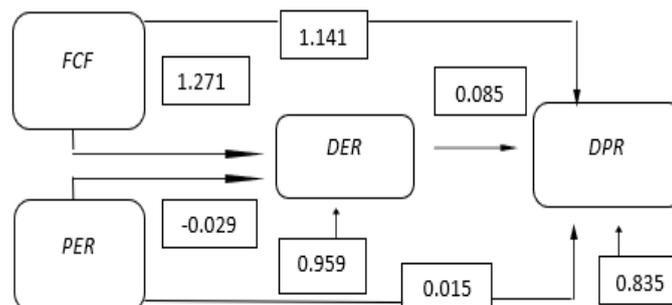
Variabel	Coeff	St. Error	t-hitung	Prob	Keterangan
FCF-DER	1.270604	0.494786	2.567989	0.0122	Signifikan
PER-DER	-0.028852	0.057325	-0.503307	0.6162	Tidak signifikan
FCF-DPR	1.141437	0.238775	4.780390	0.0000	Signifikan
PER-DPR	0.015463	0.026594	0.581448	0.5627	Tidak signifikan
DER-DPR	0.085466	0.052782	1.619244	0.1095	Tidak signifikan

Sumber : Data diolah, 2020

Besarnya e_1 yang merupakan pengaruh variabel lain terhadap *debt policy* dapat dihitung dengan $e_1 = \sqrt{1 - 0.080} = 0.959$. besarnya nilai e_2 yang merupakan pengaruh variabel lain terhadap *dividend policy* dihitung dengan $e_2 = \sqrt{1 - 0.302} = 0.835$. Berdasarkan tabel ringkasan koefisien jalur dan perhitungan e_1 dan e_2 diatas maka didapatkan persamaan structural sebagai berikut:

- $DER = 1.271FCF + -0.029PER + 0.959$
- $DPR = 1.141FCF + 0.015PER + 0.085DER + 0.835$

Berikut adalah hasil diagram jalur dari persamaan structural pada data penelitian ini menggunakan Eviews 9.0 yang ditampilkan pada gambar 4.1 sebagai berikut:



Gambar 1. Analisis Jalur Path

Dari gambar 4.1 ringkasan koefisien jalur diatas dapat dilihat bahwa koefisien langsung *free cash flow* (FCF) terhadap *dividend policy* (DPR) sebesar 1.141

sedangkan pengaruh tidak langsung *free cash flow* (FCF) terhadap *dividend policy* (DPR) dengan *debt policy* (DER) sebagai variabel *intervening* dapat dihitung dengan mengalikan koefisien tidak langsungnya yaitu $1.271 \times 0.085 = 0.108$ dengan kata lain koefisien hubungan langsung jauh lebih besar dari hubungan tidak langsung ($1.141 > 0.108$), sehingga *debt policy* (DER) tidak memediasi pengaruh *free cash flow* (FCF) terhadap *dividend policy* (DPR) dengan demikian kesimpulan bahwa hipotesis 6 ditolak.

Investment opportunity set (PER) terhadap *dividend policy* (DPR) memiliki koefisien langsung sebesar 0.015 sedangkan pengaruh *investment opportunity set* (PER) terhadap *dividend policy* (DPR) dengan *debt policy* (DER) sebagai variabel *Intervening* dapat dihitung dengan mengalikan koefisien tidak langsungnya yaitu $-0.029 \times 0.085 = -0.002$ dengan kata lain koefisien hubungan langsung jauh lebih besar dari hubungan tidak langsung ($0.015 > -0.002$), sehingga *debt policy* (DER) tidak memediasi pengaruh *investment opportunity set* (PER) terhadap *dividend policy* (DPR) dengan demikian kesimpulan bahwa hipotesis 7 ditolak.

a. Perhitungan jalur 1

$$\begin{aligned} Sab &= \sqrt{b^2sa^2 + a^2sb^2 + sa^2sb^2} \\ &= \sqrt{(0.085)^2(0.494)^2 + (1.271)^2(0.052)^2 + (0.494)^2(0.052)^2} \\ &= 0.082 \end{aligned}$$

b. Perhitungan jalur 2

$$\begin{aligned} Scd &= \sqrt{d^2sc^2 + c^2sd^2 + sc^2sd^2} \\ &= \sqrt{(0.085)^2(0.057)^2 + (-0.029)^2(0.052)^2 + (0.057)^2(0.052)^2} \\ &= 0.005 \end{aligned}$$

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka kita perlu menghitung nilai t dari koefisien ab dan cd dengan rumus sebagai berikut :

a. Jalur 1

$$\begin{aligned} t &= \frac{ab}{sab} \\ t &= \frac{(1.271) \times (0.085)}{0.082} \\ &= 1.3175 \end{aligned}$$

b. Jalur 2

$$\begin{aligned} t &= \frac{cd}{scd} \\ t &= \frac{(-0.029) \times (0.085)}{0.005} \\ &= -0.493 \end{aligned}$$

Berikut adalah hasil uji *sobel test* pada data penelitian ini menggunakan Eviews 9.0 yang ditampilkan pada gambar 1 sebagai berikut:

6. Debt Policy Memediasi Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividen Policy

Pada hipotesis alternatif 6 (H6) menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian *Sobel test* menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar $1.3175 <$ dari t tabel dengan tingkat

signifikan di 0.05 yaitu 1.668. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 diterima sehingga hipotesis 6 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt policy* tidak memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan Luh Nik Oktarini & Putu Atim Purwaningrat (2017) yang menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Berdasarkan hasil penelitian bahwa semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang cukup untuk di distribusikan kepada para pemegang saham sehingga perusahaan tidak perlu lagi memanfaatkan kebijakan hutang untuk menutupi kewajiban lancarnya. Hal tersebut dapat terjadi bahwa dengan tingginya *free cash flow* juga karena perusahaan dalam keadaan *survive*, artinya bahwa perusahaan aktif dalam memanfaatkan *free cash flow* dengan maksimal. Aliran kas positif perusahaan mencerminkan tingkat kinerja operasional perusahaan yang baik. Dari sudut pandang peluang investasi tersebut, pemanfaatan sumber dana internal untuk keperluan investasi dapat memberikan dampak yang lebih baik dari pada sumber dana eksternal karena hal ini akan mengurangi beban bunga yang harus dibayarkan.

7. Debt Policy Memediasi Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Policy

Pada hipotesis alternatif 7 (H_7) menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian *Sobel test* menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar $-0.493 <$ dari t tabel dengan tingkat signifikan di 0.05 yaitu 1.668. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 didukung sehingga hipotesis 7 ditolak.. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt policy* tidak memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*. Penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Luh Nik Oktarini & Putu Atim Purwaningrat (2017) yang menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*. Berdasarkan hasil penelitian bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel telah berada pada tahap *mature*, sehingga fokus perusahaan terletak pada upaya untuk menghasilkan laba dan mendistribusikannya kepada para pemegang saham. Pada tahap *mature* ini, perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus mengurangi proporsi dividen bagi pemegang saham dengan kata lain perusahaan tidak perlu untuk mencari tambahan dana kepihak luar dalam bentuk hutang, sehingga kebijakan hutang tidak menjadi acuan bagi perusahaan untuk melakukan investasi.

KESIMPULAN

Penulis membuat penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap *dividend policy* dengan *debt policy* sebagai variabel *intervening*. Berdasarkan pembahasan dan hasil penelitian dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan uji t, *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ni Made Dhyana Intan Prathiwi dan I Putu Yadnya, (2017) yang menjelaskan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat di distribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset dengan kata lain semakin besar *free cash flow* maka akan semakin rendah kebijakan hutang karena perusahaan akan memanfaatkan arus kas bebas untuk membiayai investasi dan kegiatan operasionalnya tanpa menggunakan hutang yang berlebih.
2. Berdasarkan uji t, *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt policy*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Luh Nik Oktarini dan Putu Atim Purwaningrat (2017). Berdasarkan hasil penelitian bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel telah berada pada tahap *mature*, sehingga fokus perusahaan terletak pada upaya untuk menghasilkan laba dan mendistribusikannya kepada para pemegang saham. Dengan kata lain perusahaan tidak fokus dalam memanfaatkan peluang investasinya dan pada tahap *mature* perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus menggunakan hutang untuk menjalankan kegiatan operasionalnya.
3. Berdasarkan uji t, *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh I Gst.Ngr. Putu Adi Suartawan dan Gerianta Wirawan Yasa (2016) yang menjelaskan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio*, berarti semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran dividen.
4. Berdasarkan uji t, *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mila Fatmawati (2016), Raida Fuadi dan Ainul Julia Satini (2015) yang juga menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel telah berada pada tahap *mature*, sehingga fokus perusahaan terletak pada upaya untuk menghasilkan laba dan mendistribusikannya kepada para pemegang saham. Pada tahap *mature* ini, perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus mengurangi proposi dividen bagi pemegang saham.
5. Berdasarkan uji F, *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wiby Aqlia Ramadhan (2016) dan Luh Nik Oktarini dan Putu Atim Purwaningrat (2017) yang juga menyatakan bahwa *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa Semakin tinggi *free cash*

flow suatu perusahaan menandakan perusahaan tersebut sehat karena memiliki kas yang dapat digunakan untuk pertumbuhan investasi maupun membagikan dividen. Sedangkan *investment opportunity set* (IOS) yang tinggi berpeluang untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan diimbangi dengan pembagian dividen yang menurun. Hal tersebut dikarenakan perusahaan memiliki anggapan bahwa dana yang tersedia akan lebih baik diinvestasikan dan ditahan sebagai laba ditahan.

6. Berdasarkan uji *Sobel test* menyatakan bahwa *debt policy* tidak memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Luh Nik Oktarini & Putu Atim Purwaningrat (2017) yang menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang cukup tersedia untuk di distribusikan kepada para pemegang saham sehingga perusahaan tidak perlu lagi memanfaatkan kebijakan hutang untuk menutupi kewajibannya. Aliran kas positif perusahaan mencerminkan tingkat kinerja operasional perusahaan yang baik. Dari sudut pandang peluang investasi tersebut, pemanfaatan sumber dana internal untuk keperluan investasi dapat memberikan dampak yang lebih baik dari pada sumber dana eksternal karena hal ini akan mengurangi beban bunga yang harus dibayarkan.
7. Berdasarkan uji *Sobel test* menyatakan bahwa *debt policy* tidak memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Luh Nik Oktarini & Putu Atim Purwaningrat (2017) yang menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa pada tahap *mature* ini, perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus mengurangi proporsi dividen bagi pemegang saham dengan kata lain perusahaan tidak perlu untuk mencari tambahan dana ke pihak luar dalam bentuk hutang, sehingga kebijakan hutang tidak menjadi acuan bagi perusahaan untuk melakukan investasi.

Penelitian ini memiliki keterbatasan dan kekurangan yaitu jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini masih berjumlah sedikit yaitu 16 sampel perusahaan sehingga sampel yang dihasilkan belum mewakili keseluruhan kondisi perusahaan.

Berdasarkan pembahasan dan hasil penelitian, saran-saran yang dapat penulis berikan adalah sebagai berikut:

1. Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat dijadikan informasi tambahan dan pertimbangan bagi investor bahwa pada umumnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian. Investor tidak tahu dengan pasti hal yang akan diperolehnya dari investasi yang beresiko maka pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan saja tetapi investor harus bersedia menanggung risiko

atas investasinya. Oleh karena itu dalam melakukan investasi, investor seharusnya mempertimbangkan secara matang mengenai beberapa hal yang sangat penting dalam pengambilan keputusan investasi yang dilakukannya, sehingga menghasilkan keuntungan yang lebih baik lagi dan untuk mengetahui perubahan-perubahan sehingga tidak salah dalam melakukan investasi.

2. Bagi Perusahaan

Hasil penelitian ini dapat dijadikan informasi tambahan dan pertimbangan bagi perusahaan dalam melakukan kebijakan yang berhubungan dengan investasi dan juga bagi perusahaan agar selalu menjaga stabilitas tingkat pembagian dividen, menjaga arus kas bebas, memanfaatkan peluang investasi yang positif dan meminimalkan penggunaan hutang dengan tujuan agar perusahaan mampu menjaga kinerja keuangannya dan memaksimalkan laba guna dapat menambah nilai perusahaan di mata para investor untuk tertarik menanamkan modalnya.

3. Bagi Akademisi

Penilaian pengaruh *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap *dividend policy* dengan *debt policy* sebagai variabel *intervening* dapat dijadikan tambahan pengetahuan bagi peneliti selanjutnya dan melakukan penelitian yang lebih baik serta menambah jumlah variabel dan periode penelitian agar menghasilkan data yang lebih baik lagi karena masih 30.23% variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Fatmawati, M. (2018). "Pengaruh *Investment Opportunity Set (Ios)*, *Free Cash Flow (Fcf)*, dan *Profitabilitas (Roa)* Terhadap *Dividend Payout Ratio (Dpr)* Pada Perusahaan Lq 45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013". *Saintifik@*, 1(1), 1-9.
- Fuadi, R., & Satini, A. J. (2015). "Pengaruh *Investment Opportunity Set*, *Total Asset Turn Over*, dan *Earning per Share* dengan *Dividen Tunai (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI periode 2009-2013)*". *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*, 2(1), 70-81.
- Oktarini, Luh Nik; Purwaningrat, Putu Atim. "Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, *Managerial Ownership* Terhadap *Dividen Policy Melalui Debt Policy Sebagai Pemediasi*". *Widya Manajemen*, 2019, 1.2: 40-59.
- Putri, P. A. D., & Putra, I. N. W. A. (2017). "Pengaruh *Free Cash Flow* Perusahaan Di Tahap *Growth* dan *Mature* Pada Kebijakan *Dividen*". *E-Jurnal Akuntansi*, 87-115.
- Ramadhan, Wiby Aqlia. "Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, dan *Sales Growth* Terhadap *Dividend Policy* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia (JMBI)*, 2016, 5.2: 112-119.

- Sari, N. K. A. P., & Budiasih, I. G. A. N. (2016). "*Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen*". E-Jurnal Akuntansi, 2439-2466.
- Sari, N. M. D. P., & Wiksuana, I. G. B. (2018). "*Peran Profitabilitas Dalam Memediasi Pengaruh Financial Leverage dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen di Bursa Efek Indonesia*". E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, 143-176.
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2016). "*Pengaruh investment opportunity set dan free cash flow pada kebijakan dividen dan nilai perusahaan*". E-Jurnal Akuntansi, 2014-2044.