

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*,
MANAGERIAL OWNERSHIP TERHADAP *DIVIDEN POLICY* MELALUI *DEBT
POLICY* SEBAGAI PEMEDIASI**

Luh Nik Oktarini⁽¹⁾

Putu Atim Purwaningrat⁽²⁾

Fakultas Ekonomi, Bisnis dan Pariwisata Universitas Hindu Indonesia, Denpasar, Bali

Email : nick.oktarini@yahoo.com

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the effect of free cash flow to debt policy to determine the influence of investment opportunity set against debt policy to determine the effect of managerial ownership on debt policy to determine the effect of free cash flow to the dividend policy to determine the effect of managerial ownership to dividend policy. This research was conducted on manufaktur companies listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2015 period. Methods of data collection is done by using the method of documentation. Data analysis with path analysis with AMOS program version 20. The results showed the effect of variable free cash flow to debt policy is significant, effect of variable investment opportunity set against debt policy is significant, the effect of managerial ownership variable against debt policy is not significantly, the effect of variable free cash flow toward dividend policy is not significant, the effect of managerial ownership variable to dividend policy is a significant and indirect influence of the variable investment opportunity set against the dividend policy through debt policy is significant.

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

Pendahuluan

Untuk dapat memenuhi kepentingannya, perusahaan memerlukan dana yang besar, selain dari laba ditahan, perusahaan juga dapat memenuhi keperluan dana tersebut dari sumber *ekstern*. Salah satu pendanaan yang bisa diambil untuk memenuhi kebutuhan dana adalah dengan hutang. Hutang merupakan semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum dipenuhi (Munawir, 2010). Besar kecilnya hutang yang akan digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh pihak perusahaan melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan

fasilitas pendanaan dari luar (hutang) agar jumlah penggunaannya dapat meminimalisir besarnya risiko yang harus ditanggung perusahaan. Di sisi lain salah satu tujuan perusahaan dilihat dari sudut pandang manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau stockholder melalui kebijakan dividen. Dalam kebijakan dividen ditentukan jumlah alokasi laba yang dapat dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan alokasi laba yang dapat ditahan perusahaan. Kebijakan dividen terkait dengan hubungan antara manajer dengan para pemegang saham. Kepentingan pemegang saham dan manajer bisa berbeda dan mungkin menimbulkan konflik kepentingan (*agency conflict*). Kebijakan hutang dan kebijakan dividen merupakan dua hal yang penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan dividen dan kebijakan hutang dapat ditentukan dengan mempertimbangkan beberapa hal antara lain *free cash flow*, *investment opportunity set* dan *managerial ownership*. Pembayaran dividen khususnya dividen tunai sangat bergantung pada posisi kas yang tersedia.

Free cash flow yang dimiliki perusahaan menunjukkan kas yang tersedia bagi investor. Aliran kas bebas sebagai kas yang tersedia setelah seluruh proyek yang menghasilkan profit dilakukan. Pembayaran dividen mengurangi aliran kas bebas yang tersedia bagi manajer untuk melakukan investasi. Perusahaan dengan tingkat aliran kas yang tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi pula. Selain digunakan untuk pembayaran dividen, *free cash flow* juga dapat digunakan untuk membayar hutang yang dimiliki perusahaan. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Penelitian sebelumnya oleh Kargar dan Ahmadi (2013), dan Lopolusi (2013) mengungkapkan bahwa dividen tidak dipengaruhi oleh *free cash flow*. Namun, Thanatawee (2011), Lucyanda dan Lilyana (2012) menunjukkan bahwa *free cash flow* mempengaruhi *dividend payout ratio* secara positif. Lain halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Taleb (2012) menunjukkan

bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap dividen. Hasil penelitian Makaryanawati dan Mamdy (2009) menunjukkan bahwa variabel *free cash flow*, berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel kebijakan hutang. Hal ini terjadi pada saat perusahaan dalam keadaan stabil, sehingga demi mengurangi risiko kebangkrutan yang diakibatkan oleh hutang, perusahaan akan berusaha menguranginya dengan dengan mengalokasikan *free cash flow* untuk membayar hutang.

Investment Opportunity Set atau adalah pilihan penanaman modal di masa mendatang IOS adalah beban yang dikeluarkan oleh pihak manajemen yang mencerminkan nilai perusahaan sesuai dengan kebijakan dari manajemen itu sendiri. Perusahaan yang berada dalam posisi yang sangat baik akan melakukan penanaman modal baru sehingga membayar dividen yang tinggi tidak perlu dilakukan. Dana yang semestinya dapat diberikan sebagai dividen kepada para investor cenderung digunakan dalam melakukan penanaman modal yang lebih mendatangkan keuntungan bagi perusahaannya. Set kesempatan investasi dipengaruhi oleh seberapa besar hutang yang digunakan dalam struktur modal. Karena penggunaan modal saham atau hutang memiliki konsekuensi masing-masing. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Haryetti dan Ekayanti (2012) serta Lucyanda dan Lilyana (2012) menyatakan IOS tidak mempengaruhi dividen. Namun, penelitian lain dilakukan oleh Sari (2010), Darabi et al. (2012) menunjukkan bahwa IOS memiliki hubungan yang positif dengan dividen. Berbeda dengan Abor dan Bokpin (2010), Nugroho (2010), Subramaniam et al. (2011), Kangarlouei et al. (2012) yang menyatakan bahwa IOS memiliki pengaruh negatif dengan dividen.

Managerial ownership merupakan salah satu mekanisme yang digunakan untuk meminimalkan terjadinya konflik keagenan (*agency conflict*). Semakin besar managerial ownership dalam suatu badan usaha, maka manajemen akan meningkatkan kinerjanya untuk mencapai kepentingan pemegang saham dan kepentingannya sendiri. Dengan kata

lain, managerial ownership menyebabkan kekayaan manajerial semakin terikat dengan nilai badan usaha sehingga manajerial akan berusaha menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2013), menemukan bahwa *managerial ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Ifada dan Murotun (2009) menguji pengaruh kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Dari hasil penelitian terdahulu yang telah diuraikan diatas, terdapat ketidakkonsistenan hasil yang diperoleh sehingga peneliti tertarik untuk menguji kembali beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen untuk mengetahui seberapa besar pengaruh faktor – faktor tersebut terhadap kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Penelitian yang akan diteliti adalah pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity*, *managerial ownership* terhadap *dividen policy* melalui *debt Policy* sebagai pemidiasi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Berdasarkan pembahasan diatas, maka permasalahan yang dapat dirumuskan dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity*, *managerial ownership* terhadap *dividen policy* melalui *debt Policy* sebagai pemidiasi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Berdasarkan perumusan masalah yang telah di sebutkan, adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity*, *managerial ownership* terhadap *dividen policy* melalui *Debt Policy* sebagai pemidiasi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Pengertian Dividen

Dividen merupakan pembayaran yang diberikan kepada pemilik perusahaan atau pemegang saham atas modal yang mereka tanamkan di dalam perusahaan. Dalam

hubungannya dengan jumlah pajak yang dibayarkan, maka pembayaran dividen berbeda dengan pembayaran bunga karena dividen tidak dapat mengurangi jumlah pajak yang dibayar oleh perusahaan (Syamsuddin, 2011). Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen pengganti dari investasi yang ditanamkan dan berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali didalam perusahaan. Kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan.

Pengertian Hutang

Hutang adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan yang pada saatnya harus di bayar kembali. Menurut Munawir (2007:18) Hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditur. Mengenai penggolongan hutang, ada yang hanya membaginya dalam 2 golongan, yaitu hutang jangka pendek (yaitu kurang dari satu tahun) dan hutang jangka panjang (lebih dari satu tahun).

Kebijakan Hutang (*Debt policy*)

Kebijakan utang merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar, kebijakan utang dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi kurva penawaran hutang pada perusahaan atau permintaan perusahaan atas utang. Menurut Hanafi, et.al, (2005) kebijakan hutang diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER), yaitu dengan membagi total utang dengan total

ekuitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang.

Pengertian *Free Cash Flow*

Arus kas bebas atau *free cash flow* sangat penting bagi perusahaan karena memungkinkan perusahaan memanfaatkan peluang yang bisa meningkatkan nilai pemegang saham (Guinan, 2010 : 131).

Keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan berpotensi untuk menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan agar sisa dana dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Sedangkan manajer lebih menyukai untuk menginvestasikan dana yang tersedia pada proyek-proyek yang menguntungkan dengan harapan dapat menambah insentif bagi manajer di masa yang akan datang (Fury K Fitriyah dan Dina Hidayat:2011).

Pengertian Investasi

Istilah investasi mempunyai beberapa pengertian yang berhubungan dengan keuangan dan ekonomi. Teori ekonomi mengartikan investasi sebagai pengeluaran untuk pembelian modal atau barang – barang yang tidak dikonsumsi saat ini, namun digunakan untuk kegiatan produksi guna menghasilkan barang atau jasa dimasa yang akan datang. Investasi dapat juga dikatakan sebagai penanaman modal.

Managerial Ownership

Kepemilikan manajerial adalah kondisi yang menunjukkan bahwa manajer memiliki saham dalam perusahaan atau manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan. Keberadaan manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Kepemilikan

manajerial juga dapat diartikan sebagai persentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan pada akhir tahun untuk masing-masing periode.

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, maka hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

H1 : Semakin besar jumlah *free cash flow*, maka semakin tinggi *debt policy*.

H2 : Semakin besar *investment opportunity set*, maka semakin kecil *debt policy*.

H3: Semakin besar jumlah *managerial ownership*, maka semakin kecil *debt policy*.

H4: Semakin besar jumlah *free cash flow*, maka semakin tinggi *dividen policy*

H5: Semakin besar jumlah *managerial ownership*, maka semakin tinggi *dividen policy*.

H6: Semakin besar *Investment Opportunity Set* melalui *Debt Policy*, maka semakin rendah *Dividen Policy*.

Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan beberapa kontribusi sebagai berikut

1. Kontribusi Teoritis

Kontribusi teoritis memberikan gambaran sebuah perbandingan mengenai rujukan – rujukan yang digunakan dalam penelitian ini. Perbandingan ini dapat ditunjukkan dari rujukan penelitian terdahulu dari temuan penelitian yang saat ini dianalisis. Implikasi teoritis ini dikembangkan untuk memperkuat dukungan atas penelitian terdahulu yang menjadi rujukan penelitian saat ini

2. Kontribusi Praktis

Dalam menghadapi perkembangan dalam bisnis khususnya sektor manufaktur, maka sekiranya memperhatikan *Free Cash Flow* terhadap, *Investment Opportunity Set*, dan *Managerial Ownership*, karena terbukti dalam penelitian ini ketiga variabel tersebut memiliki terhadap *Debt Policy* dan *dividen policy*.

Metode Penelitian

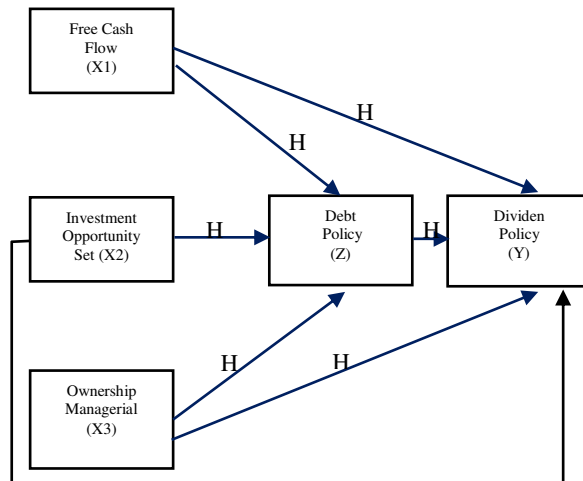
Dalam penelitian ini digunakan desain penelitian studi deskriptif dan verifikatif. Penelitian deskriptif merupakan penelitian yang mencoba memberikan gambaran tentang masalah yang diteliti. Sedangkan penelitian verifikatif bertujuan untuk menguji kebenaran sesuatu (pengetahuan) dalam bidang yang ada. Penelitian verifikatif juga untuk mengecek kebenaran hasil penelitian yang dilakukan terdahulu/sebelumnya. Metode penelitian verifikatif bertujuan untuk menguji hubungan – hubungan variabel dari hipotesis – hipotesis yang disertai data empiris.

Data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Data kuantitatif berfungsi untuk mengetahui jumlah atau besaran dari sebuah objek yang akan diteliti. Data kuantitatif yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data-data keuangan yang terkait dengan objek yang diteliti.

Populasi dalam penelitian ini semua perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode pengumpulan sampel (*sampling method*) yaitu kriteria *nonprobability sampling*.

Untuk pengumpulan data yang diperlukan dalam penelitian ini, metode yang digunakan adalah studi dokumentasi. Studi dokumentasi merupakan teknik pengumpulan data yang tidak langsung ditujukan kepada subjek penelitian, melainkan kepada dokumen-dokumen tertentu. Terdapat dua macam dokumen, yakni dokumen primer dan dokumen sekunder.

Kerangka pemikiran memberikan dasar konseptual bagi penelitian yang mengidentifikasi jaringan hubungan antara variabel yang dianggap penting bagi penelitian yang akan dilakukan.



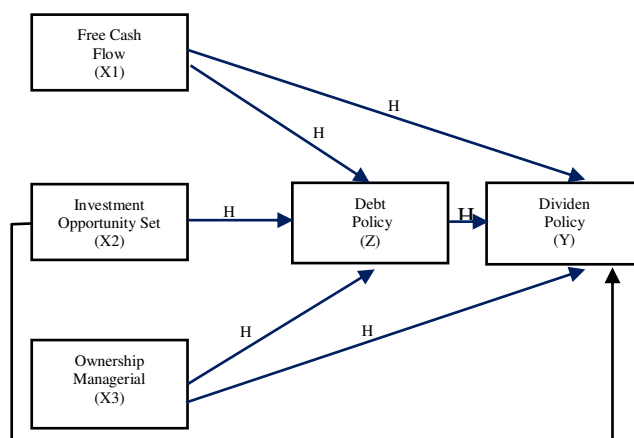
Gambar 1
Kerangka Pemikiran

Teknik Analisis Data

Data dikumpulkan dari 42 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Data yang telah terkumpulan dianalisis dengan teknik analisis data *path analysis* dengan program AMOS Versi 20.

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Sesuai dengan tujuan penelitian untuk mengetahui pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan *Managerial Ownership* terhadap *Debt Policy* dan *Dividen Policy*, maka analisis data dilakukan dengan menggunakan *Path Analysis*.



Gambar 2
Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Managerial Ownership, Debt Policy Dan Dividen Policy

Dari Gambar 2 di atas, dapat dibuat model persamaan strukturalnya sebagai berikut :

$$Z = \gamma_{z.x1} X_1 + \xi_1, \rightarrow \text{pengaruh langsung (Direct Effects) } X_1 \text{ terhadap } Z$$

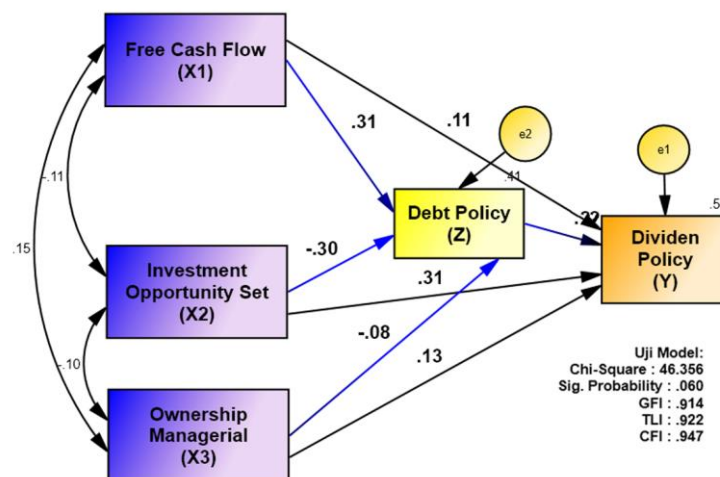
$$Z = \gamma_{z.x2} X_2 + \xi_1, \rightarrow \text{pengaruh langsung (Direct Effects) } X_2 \text{ terhadap } Z$$

$$Z = \gamma_{z.x3} X_3 + \xi_1, \rightarrow \text{pengaruh langsung (Direct Effects) } X_3 \text{ terhadap } Z$$

$$Y = \gamma_{y.x1} X_1 + \xi_2, \rightarrow \text{pengaruh langsung (Direct Effects) } X_1 \text{ terhadap } Y$$

$$Y = \gamma_{y.x3} X_3 + \xi_2, \rightarrow \text{pengaruh langsung (Direct Effects) } X_3 \text{ terhadap } Y$$

Berdasarkan gambar di atas dapat dilakukan analisis jalur variabel pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, *Managerial Ownership*, *Debt Policy* dan *Dividen Policy* dengan menggunakan *path analysis*. Hasil dari analisis data dengan *path analysis* ditampilkan seperti gambar berikut ini.



Gambar 3

Path Analysis Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Managerial Ownership, Debt Policy Dan Dividen Policy

Pengujian model dilakukan menggunakan koefisien regresi (*regression weight*) untuk variabel *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, *Managerial Ownership*, *Debt Policy* dan *Dividen Policy* melalui tabel *output* seperti yang disajikan pada Lampiran 6. Berdasarkan hasil perhitungan koefisien regresi (*standardized regression weight*) yang

dapat dilihat pada Lampiran 5 dapat dibuat tabel output seperti disajikan dalam Tabel 5.6 berikut.

Tabel 1. Model Pengukuran Struktural *Unstandardized* dan *Standardized Regression Weight*

			Unstandardized Estimate	Standardized Estimate	S.E.	C.R.	P	Ket
Z	<---	X2	-.030	-.297	.010	-2.473	.031	Sig
Z	<---	X1	4.623	.308	.994	4.652	***	Sig
Z	<---	X3	-.019	-.082	.015	-1.240	.215	Tidak Sig
Y	<---	Z	-.006	-.219	.003	-2.718	.016	Sig
Y	<---	X2	.000	.309	.000	4.675	***	Sig
Y	<---	X3	.002	.132	.001	2.004	.046	Sig
Y	<---	X1	.078	.107	.051	1.532	.126	Tidak Sig

Sumber : data diolah

Berdasarkan hasil analisis dengan *path analysis* seperti pada tabel 1.1 di atas, maka diuraikan seperti berikut ini.

1. Pengaruh variabel X1 (*Free Cash Flow*) terhadap Z (*Debt Policy*) memiliki *standardized estimate (regression weight)* sebesar 0,308, dengan CR (*Critical Ratio = identik dengan nilai t-hitung*) sebesar 4,652 pada *probability* *** (<0,001). Nilai CR 4,652 > 2,000 dan *probability* *** < 0,05 menunjukkan bahwa pengaruh variabel X1 (*Free Cash Flow*) terhadap Z (*Debt Policy*) adalah signifikan.
2. Pengaruh variabel X2 (*Investment Opportunity Set*) terhadap Z (*Debt Policy*) memiliki *standardized estimate (regression weight)* sebesar -0,030, dengan CR (*Critical Ratio = identik dengan nilai t-hitung*) sebesar -2,473 pada *probability* 0,031. Nilai CR -2,473 < -2,000 dan *probability* 0,031 < 0,05 menunjukkan bahwa pengaruh variabel X2 (*Investment Opportunity Set*) terhadap Z (*Debt Policy*) adalah signifikan.
3. Pengaruh variabel X3 (*Managerial Ownership*) terhadap Z (*Debt Policy*) memiliki *standardized estimate (regression weight)* sebesar -0,019, dengan CR (*Critical Ratio = identik dengan nilai t-hitung*) sebesar -1,240 pada *probability* 0,215. Nilai CR -1,240 >

- 2,000 dan *probability* 0,215 > 0,05 menunjukkan bahwa pengaruh variabel X3 (*Managerial Ownership*) terhadap Z (*Debt Policy*) tidak signifikan.
4. Pengaruh variabel X1 (*Free Cash Flow*) terhadap Y (*Dividen Policy*) memiliki *standardized estimate (regression weight)* sebesar 0,107, dengan CR (*Critical Ratio = identik dengan nilai t-hitung*) sebesar 1,532 pada *probability* 0,126. Nilai CR 1,532 < 2,000 dan *probability* 0,126 > 0,05 menunjukkan bahwa pengaruh variabel X1 (*Free Cash Flow*) terhadap Y (*Dividen Policy*) tidak signifikan.
5. Pengaruh variabel X3 (*Managerial Ownership*) terhadap Y (*Dividen Policy*) memiliki *standardized estimate (regression weight)* sebesar -0,132, dengan CR (*Critical Ratio = identik dengan nilai t-hitung*) sebesar 2,004 pada *probability* 0,046. Nilai CR 2,004 > 2,000 dan *probability* 0,046 < 0,05 menunjukkan bahwa pengaruh variabel X3 (*Managerial Ownership*) terhadap Y (*Dividen Policy*) adalah signifikan.
6. Pengaruh tidak langsung variabel X2 (*Investment Opportunity Set*) terhadap *Dividen Policy* (Y) melalui Z (*Debt Policy*) memiliki *standardized estimate (regression weight)* sebesar -0,212. Pengaruh langsung X2 (*Investment Opportunity Set*) terhadap Z (*Debt Policy*) signifikan dan pengaruh langsung X2 (*Investment Opportunity Set*) terhadap *Dividen Policy* (Y) signifikan. Sehingga pengaruh tidak langsung variabel X2 (*Investment Opportunity Set*) terhadap *Dividen Policy* (Y) melalui Z (*Debt Policy*) adalah signifikan.

Memperhatikan *standardized estimate* dan koefisien *standardized direct effects* untuk variabel *Free Cash Flow* (X₁), *Investment Opportunity Set* (X₂), *Managerial Ownership* (X₃), *Debt Policy* (Z) terhadap *Dividen Policy* (Y) maka dapat dibuat model persamaan struktural sebagai berikut:

$$Z = \gamma_{z.x1} X_1 + \xi_1, = 0,308X_1 + \xi_1$$

$$Z = \gamma_{z.x2} X_2 + \xi_1, = -0,297X_2 + \xi_1$$

$$Z = \gamma_{Z.X_3} X_3 + \xi_1, = -0,082X_3 + \xi_1$$

$$Y = \gamma_{Y.X_1} X_1 + \xi_2, = 0,107X_1 + \xi_2$$

$$Y = \gamma_{Y.X_3} X_3 + \xi_2, = 0,132X_3 + \xi_2$$

Berdasarkan persamaan di atas, dapat dinyatakan terdapat pola pengaruh positif *Free Cash Flow* (X_1) terhadap *Debt Policy* (Z) sebesar -0,308. Terdapat pola pengaruh negatif *Investment Opportunity Set* (X_2) terhadap *Debt Policy* (Z) sebesar -0,297. Terdapat pola pengaruh negatif *Managerial Ownership* (X_3) terhadap *Debt Policy* (Z) sebesar -0,082.

Terdapat pola pengaruh positif *Free Cash Flow* (X_1) terhadap *Dividen Policy* (Y) sebesar 0,107. Terdapat pola pengaruh positif *Managerial Ownership* (X_3) terhadap *Dividen Policy* (Y) sebesar 0,132.

Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan :

1. Hipotesis pertama (H_1) :Semakin besar jumlah *free cash flow*, maka semakin tinggi *debt policy* **adalah teruji kebenarannya.**
2. Hipotesis kedua (H_2) :Semakin besar *investment opportunity set*, maka semakin kecil *debt policy* **adalah teruji kebenarannya..**
3. Hipotesis ketiga (H_3) :Semakin besar jumlah *managerial ownership*, maka semakin kecil *debt policy* **adalah teruji kebenarannya.**
4. Hipotesis keempat (H_4) :Semakin besar jumlah *free cash flow*, maka semakin tinggi *dividen policy* **adalah teruji kebenarannya.**
5. Hipotesis kelima (H_5) :Semakin besar jumlah *managerial ownership*, maka semakin tinggi *dividen policy* **adalah teruji kebenarannya.**
6. Hipotesis keenam (H_6) :Semakin besar *Investment Opportunity Set* melalui *Debt Policy*, maka semakin rendah *Dividen Policy* **adalah teruji kebenarannya.**

Analisis Goodness of Fit

Berdasarkan hasil uji model dengan kriteria uji, *Chi-square*, *Sig. Probability*, GFI, TLI, hasil pengolahan AMOS versi 20 yang ditampilkan pada gambar 1.1, maka dapat dibuat rangkuman hasil uji model seperti tabel berikut ini.

Tabel 2. Evaluasi *Goodness of Fit*

<i>Goodness of Fit Index</i>	<i>Cut-of Value</i>	Hasil Model	<i>Keterangan</i>
<i>Chi-square</i>	Kecil \leq 67,505	46,356	Baik
<i>Sig. Probability</i>	> 0,05	0,060	Baik
GFI	\geq 0,90	0,914	Baik
CFI	\geq 0,90	0,947	Baik
TLI	\geq 0,90	0,922	Baik

Sumber : Ferdinand (2006) dan data diolah

Hasil *Goodness of Fit* di atas menunjukkan bahwa model dapat diterima dengan baik, karena memiliki uji model yang baik. Oleh karena itu pengujian hipotesis kausalitas dapat dilakukan model ini.

Analisis Model Pengukuran dengan Determinasi

Analisis Model Pengukuran dengan Determinasi pengaruh *Free Cash Flow* (X_1), *Investment Opportunity Set* (X_2), *Managerial Ownership* (X_3), terhadap *Debt Policy* (Z), dan pengaruh *Free Cash Flow* (X_1), *Investment Opportunity Set* (X_2), *Managerial Ownership* (X_3), dan *Debt Policy* (Z) terhadap *Dividen Policy* (Y). Untuk itu, digunakan *Square Multiple Correlation* seperti pada tabel berikut ini.

Tabel 3. *Squared Multiple Correlations:(Group number 1 – Default model)*

	Estimate
Z	.411
Y	.512

Sumber : data diolah

Square Multiple Correlation Free Cash Flow (X_1), *Investment Opportunity Set* (X_2), *Managerial Ownership* (X_3), terhadap *Debt Policy* (Z) serta pengaruh *Free Cash Flow* (X_1), *Investment Opportunity Set* (X_2), *Managerial Ownership* (X_3), dan *Debt Policy*

(Z) terhadap *Dividen Policy* (Y) sebesar 0,411 dan 0,512 sebagaimana terlihat pada Tabel 5.8 di atas. Menurut Ferdinand (2006:114) nilai *square multiple correlation* identik dengan R^2 pada SPSS. Besarnya koefisien determinasi (D) adalah nilai *square multiple correlation* kali 100% = $0,411 \times 100\% = 41,1\%$ dan $0,512 \times 100\% = 51,2\%$.

Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa perubahan *Debt Policy* (Z) dipengaruhi oleh *Free Cash Flow* (X_1), *Investment Opportunity Set* (X_2) dan *Managerial Ownership* (X_3) sebesar 41,1%. Sedangkan perubahan *Dividen Policy* (Y) dipengaruhi oleh *Free Cash Flow* (X_1), *Investment Opportunity Set* (X_2), *Managerial Ownership* (X_3), dan *Debt Policy* (Z) sebesar 51,2%.

Pengaruh *free cash flow* terhadap *debt policy*

Diterimanya hipotesis pertama yang menyatakan Semakin besar jumlah *free cash flow*, maka semakin tinggi *debt policy* sejalan dengan pendapat White et al (2003) dalam Rahmawati (2012) bahwa semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia sehingga akan mempengaruhi bagi perusahaan dalam memanfaatkan kebijakan hutang. Hal tersebut juga dapat terjadi bahwa dengan tingginya *free cash flow* juga karena perusahaan kurang *survive*, artinya bahwa perusahaan kurang aktif dalam memanfaatkan *free cash flow* dengan maksimal. Keadaan ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan semakin baik karena *free cash flow* mencerminkan kemampuan di masa depan. Hal ini didukung oleh penelitian terdahulu Indahningrum dan Handayani (2009) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *investment opportunity set* terhadap *debt policy*

Diterimanya hipotesis kedua yang menyatakan bahwa semakin besar *investment opportunity set*, maka semakin kecil *debt policy* sejalan dengan pendapat Fury dan Dina (2011) yang menyatakan *underinvestment* terjadi apabila perusahaan menghadapi

kesempatan investasi pada proyek yang positif, yang mensyaratkan penggunaan utang dalam jumlah yang besar, tanpa adanya jaminan pembayaran utang yang mencukupi *underinvestment* problem kemudian memprediksikan bahwa perusahaan yang kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal sebagai alternatif pendanaan sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa terdapat urutan pendanaan dalam suatu perusahaan dimana sebagai pilihan pertama perusahaan akan menggunakan pendanaan internal perusahaan sehingga hutang akan menurun (Mamduh,2004).

Pengaruh *managerial ownership* terhadap *debt policy*

Diterimanya hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah *managerial ownership*, maka semakin kecil *debt policy* sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menyatakan *managerial ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dan yang dilakukan oleh Eva Larasati (2011) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Dari hasil analisis data yang telah dilakukan terdapat pengaruh negatif tidak signifikan antara *managerial ownership* dengan *debt policy*. Kepemilikan manajerial yang meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen terikat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha mengurangi risiko perusahaan melalui penurunan tingkat hutang. Dari tahun 2011 rata-rata kepemilikan manajerial sebesar 4.76%, kemudian meningkat menjadi 5.12% pada tahun 2012. Tahun 2013 meningkat lagi menjadi 5.34% dan pada tahun 2014 dan 2015 mengalami peningkatan berturut-turut 5.81% dan 6.27%.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividen Policy*

Diterimanya hipotesis keempat yang menyatakan bahwa Semakin besar jumlah *free cash flow*, maka semakin tinggi *dividen policy* dimana dari hasil analisis data yang telah dilakukan terdapat pengaruh positif tidak signifikan antara *free cash flow* dengan *dividen policy*. Beberapa faktor yang mempengaruhi *free cash flow* kemungkinan penyebab yang terjadi adalah faktor perusahaan dan faktor ekonomi makro. Faktor perusahaan akan berdampak pada investor dalam memilih perusahaan untuk menginvestasikan dananya.

Pengaruh *managerial ownership* terhadap *Dividen Policy*

Diterimanya hipotesis kelima yang menyatakan bahwa Semakin besar jumlah *managerial ownership*, maka semakin tinggi *dividen policy* sejalan dengan pendapat Munawir (2010) yang menyatakan Pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring untuk mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham. Kepemilikan manajerial menginginkan dividen yang besar maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham, sehingga pembayaran dividen menunjukkan *prorate payout* yaitu adanya keadilan antara pemegang saham besar dan kecil.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividen Policy* melalui *Debt Policy*

Diterimanya hipotesis keenam yang menyatakan bahwa Semakin besar *Investment Opportunity Set* melalui *Debt Policy*, maka semakin rendah *Dividen Policy* sejalan dengan pendapat Munawir, (2010) yang menyatakan *underinvestment* terjadi apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi pada proyek yang positif, yang mensyaratkan penggunaan utang dalam jumlah yang besar. Penggunaan sumber pendanaan eksternal untuk melakukan investasi dapat akan mengakibatkan bertambahnya kewajiban yang harus dibayarkan oleh perusahaan.

Simpulan

1. Pengaruh variabel *free cash flow* terhadap *debt policy* adalah signifikan.
2. Pengaruh variabel *investment opportunity set* terhadap *debt policy* adalah signifikan.
3. Pengaruh variabel *managerial ownership* terhadap *debt policy* tidak signifikan.
4. Pengaruh variabel *free cash flow* terhadap *dividen policy* tidak signifikan
5. Pengaruh variabel *managerial ownership* terhadap *dividen policy* adalah signifikan.
6. Pengaruh tidak langsung variabel *investment opportunity set* terhadap *dividen policy* melalui *debt policy* adalah signifikan.

Saran

1. Berhubung pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *managerial ownership*, terhadap *debt policy*, dan pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity set*, *managerial ownership*, dan *debt policy* terhadap *dividen policy* masih di bawah 100% yaitu 41,1% dan 52,1%, maka disarankan untuk memperhatikan faktor lain selain variabel *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *managerial ownership*.
2. Dari hal tersebut maka rekomendasi kebijakan yang dapat disampaikan kepada perusahaan khususnya perusahaan manufaktur adalah dengan mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi peningkatan *Debt Policy* dan *Dividen Policy* yang salah satunya adalah menjaga pertumbuhan dana pihak ketiga (DPK) yang dilakukan baik dengan strategi pemasaran yang baik maupun peningkatan kualitas produ

Daftar Pustaka

- Abor, Joshua dan Godfred A. Bokpin. 2010. "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy: Evidence from Emerging Markets". *Studies in Economics and Finance*, 27(3): pp:180 – 194
- Augusty, Ferdinand. 2006. Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Skripsi, Tesis dan Disertasi Ilmu Manajeme. Semarang: Universitas Diponegoro
- Durabi, et al. 2012. "The Relationship of Disclose of Intellectual Capital Component on Financial Reporting Quality". *Interdisiciplinary Journal of Contamporary Research in Business*. 4 (2). 1016-1026

- Fitri Mega. 2010. “ Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan”. *Tesis Universitas Diponegoro*, Semarang
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Haryetti dan Ekayanti. 2012. “Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunity Set, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan LQ-45 yang Terdaftar di BEI”. *Jurnal Ekonomi*. Vol.20 No. 3, Hal 1-18
- Hartono, Jogiyanto. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 7. BPFE: Yogyakarta
- Ifida, Luluk M dan Siti Murotun. 2009. “Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set (IOS), dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Study Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)”. *JAI*. Vol. 5 No. 2. Juli 2009. Hal 189-208
- Imanda Putri dan Nasir Mohammad. 2006. “Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Resiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan”. *Simposium Nasional Akuntansi*. Padang, 23-26 Agustus 2006
- Ismayanti dan Hanafi. 2013. “ Persamaan Simultan antara Kepemilikan Manjerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen”. *Simposium Akuntansi Nasional*. Surabaya
- Kangarlouei, Saeid Jabbarzadeh., Morteza Motavassel, Asghar Azizi, dan Mahdi Sarbandi Farahani. 2012. “The Investigation of the Relationship between Dividend Policies, Cash-Flow Uncertainty, Contributed Capital Mix, and Investment Opportunities: The Case of Emerging Markets (Tehran Stock Exchange)”. *International Journal of Business and Social Science*, 3(2): pp:172-181
- Kargar, E.F., Ahmadi, G.H. 2013. “The Relationship between Free Cash Flows and Agency Cost Levels : Evidence from Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting* Vol. 4, No 14, pp. 51-65
- Lopolusi, Ita. 2013. “Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011”. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1): h:1-18
- Lucyanda, Jurica dan Lilyana. 2012. “Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio”. *Jurnal Dinamika AKuntansi*, 4(2): pp: 129-138
- Mamduh. 2004. “Manajemen Keuangan”. Edisi 1. Bpfe : Yogyakarta
- Mamduh M, Hanafi. 2011. *Manajemen* Edisi ketiga. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan STI manajemen YKPN p.62
- Munawir. 2010. “Analisis Laporan Keuangan. Edisi 4. Yogyakarta. Liberty
- Makaryanawati, dan Bagus Adela Mamdy. 2009. “Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Struktur Ativa dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”. *Jurnal Akuntansi, Bisnis dan Manajemen*. Vol.16. No 3. Desember 2009. Hal 57-69
- Nugroho, Fajar R. 2010. “Analisis Pengaruh Return On Equity, Insider Ownership, Investment Opportunity Set, Firm Size, dan Debt Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur di BEI Periode 2004-2007)”. *Skripsi Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro*, Semarang
- Rahmawati, Apriliana Nuzul. 2012. “Analisis Faktor Kebijakan Hutang Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan. Skripsi: Universitas Diponegoro
- Sari, Ratih Fitria. 2010. “Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan

- Dividen”. *Skripsi* Sarjana Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret, Surakarta
- Subramaniam, Ravichandran, Susela Devi, dan Maran Marimuthu. 2011. Investment Opportunity Set and Dividend Policy in Malaysia. *African Journal of Business Management*. 5(24): pp: 10128-10143
- Sugiyono.2013.*Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D)*.Bandung: CV Alfabeta.
- Taleb, Ghassan Al. 2012. Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10): pp: 234-243
- Thanatawee, Y. 2011. Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*. 2(2)
- Wahidahwati.2002.”Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Konstitusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”.Simposium Nasional Akuntansi IV IAI. 1804-1107.
- White, Gerald I et al. 2003. “The Analisis and Use of Financial Statement. John Wiley and Sons, Inc: New York