



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

(Studi empris pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar IDX)

¹Rachmat Kartolo, ² Sugiyanto

Universitas Pamulang

¹dosen01724@unpam.ac.id ²dosen00495@unpam.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap *dividend policy* dengan *debt policy* sebagai variabel mediasi. 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 2015-2019. 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.

1. Pendahuluan

Dividen permasalahan 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 (Sugiyanto, et al, 2019). 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.

Faktor lain 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).

Free cash flow dan kebijakan dividen, diantaranya *investment opportunity set* yaitu menjelaskan pengertian perusahaan sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi masa depan (Sugiyanto dan Ety, 2018). 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 (Sugiyanto dan Sumantri 2019).

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 nanti nya akan mengurangi keuntungan yang diperoleh. Menurunnya keuntungan yang didapat perusahaan akan menurunkan pembagian dividen kepada para pemegang saham.

2. Kajian Pustaka / Kajian teori

Agency Theory

Jensen and Mackling 1976 (Sugiyanto dan Etty 2018) menyatakan adanya konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen karena memiliki kepentingan yang bertentangan untuk keperluan pribadi. Para pemegang saham menunjuk manajer untuk mengelola perusahaan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan para pemegang saham. Kewenangan yang dimiliki manajer, bertindak bukan hanya untuk kepentingan para pemegang saham saja, namun juga mengutamakan kepentingan pribadi. Hal ini tidak disukai oleh para pemegang saham karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan sehingga menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen. Pemegang saham menginginkan kos tersebut dibiayai oleh hutang namun manajer tidak menyetujui karena hutang mengandung risiko yang terlalu tinggi.

Menurut Sari & Sudjarni (2015) pembagian dividen merupakan permasalahan yang rumit dalam perusahaan karena terjadinya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen perusahaan yang sering disebut masalah keagenan. Pemegang saham menginginkan agar dividen dibayarkan sebesar-besarnya sedangkan pihak manajemen perusahaan menginginkan laba perusahaan ditahan guna melakukan investasi kembali. Teori keagenan mengatakan sulit mempercayai bahwa manajemen (*agent*) akan bertindak berdasarkan kepentingan pemegang saham (*principal*), sehingga diperlukan monitoring dari pemegang saham. Oleh karena itu perlu ada pihak yang melakukan proses pemantauan dan pemeriksaan terhadap aktivitas yang dilakukan oleh pihak-pihak tersebut.

Signalling Theory

Signalling theory Bhattacharya (1979) dalam Sugiyanto, *at al* (2020). Teori ini mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan dimasa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga akan menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen maka akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif.

Pembayaran dividen dipakai oleh perusahaan sebagai *costly signal* untuk memberitahukan kepada investor publik mengenai prospek perusahaan. Dividen merupakan beban yang tidak ringan, dan hanya perusahaan yang kuat dan sehatlah yang mampu menanggung beban tersebut berdasarkan teori *signalling*, perusahaan yang kuat dan sehat

akan membagikan dividen kepada para pemegang saham untuk membedakan dirinya dari perusahaan lain yang biasa saja. Perusahaan lemah yang mencoba memberikan sinyal palsu dengan menggunakan dividen pasti akan bangkrut. Itulah sebabnya, penggunaan dividen dikatakan sebagai sinyal yang mahal.

Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Brigham dan Daves (2011) dalam Saputro (2019) mengungkapkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan (Hutasoir dan Diana, 2017). Dari pengertian-pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* merupakan kas yang berlebih diperusahaan yang seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Aliran kas positif perusahaan akan 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 (Permata et al, 2018).

Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set*)

Investment opportunity set (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi dimasa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas (Azmi dan Listiadi, 2016). Handrianti dan Irianti (2015) menjelaskan bahwa *investment opportunity set* (IOS) merupakan kombinasi antara asset yang dimiliki (asset in place) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *net present value* positif. Berdasarkan berbagai pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa kesempatan investasi merupakan pilihan investasi dimasa yang akan datang yang berakibat pada pertumbuhan asset dan ekuitas perusahaan dimasa yang akan datang. 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 (Rahmawati 2017).

Kebijakan Hutang (*Debt Policy*)

Financial Accounting Standards Board (FASB) mendefinisikan hutang atau kewajiban/liabilities sebagai kemungkinan pengorbanan masa depan atas manfaat ekonomi yang muncul dari kewajiban saat ini entitas tertentu untuk mentransfer aktiva atau menyediakan jasa kepada entitas lainnya dimasa depan sebagai hasil dari transaksi atas kejadian masa lalu. (Kieso et al, 2008). Kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibiayai oleh hutang. Penggunaan hutang akan memberi manfaat bagi perusahaan yaitu berupa biaya kebangkrutan apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutangnya (Herawati, 2013 dalam Inge Lengga Sari Munthe, 2019). Biaya kebangkrutan muncul akibat adanya kewajiban pembayaran angsuran dan bunga pinjaman dari kreditor. Pembayaran angsuran dan bunga hutang dapat menyebabkan *finansial distress* karena arus kas perusahaan tidak mampu menutupinya (Rahayu Setiani, 2016).

Pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengambilan bagi para pemegang saham biasa (Hermuningsih dan Wardani, 2009 dalam Putri Rahayu Sari, 2019). Aliran dana di perusahaan harus dikelola keseimbangannya antara dana masuk

dan dana keluar, sebab keseimbangan ini berdampak pada stabilitas operasi perusahaan. Kelebihan dana dapat berakibat pada penggunaan dana yang kurang efisien, sebaliknya kekurangan dana mengakibatkan terganggunya operasi perusahaan (Martono dan Agus, 2003 dalam Putri Rahayu Sari, 2019). Jadi, dalam menentukan kebijakan hutangnya, perusahaan harus mempertimbangkannya dengan lebih baik karena penggunaan hutang ini akan berdampak pada nilai perusahaan (Herawati, 2013).

Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Kebijakan dividen (*dividen policy*) merupakan suatu keputusan untuk menginvestasikan kembali laba yang diperoleh dari hasil operasional perusahaan untuk membagikannya kepada pemegang saham atau investor. Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan. Besar atau kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan. Menurut Sartono (2001) dalam Rizky Atinio Saputro (2019). Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Laba ditahan (*retained earnings*) merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan sehingga dapat mengurangi total keuangan internal. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh maka keuangan internal akan semakin besar yang nantinya dapat digunakan untuk investasi dimasa yang akan datang.

Hipotesis Penelitian

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Debt Policy*

Setiana dan Sibagariang (2013) mendefinisikan *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset. 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.

H1 : *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap *Debt Policy*

Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut pengalokasian dana berasal dari dalam dan luar perusahaan dalam berbagai investasi. Keputusan investasi ditentukan seberapa besar nilai *price earning ratio* (PER). Semakin besar PER suatu saham menyatakan saham tersebut semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya. Berdasarkan teori agensi, jika rasio hutang terhadap saham relatif tinggi, maka pemegang saham tergoda melakukan substitusi asset, dengan meningkat atau menguntungkan investor, sebaliknya risiko sangat dihindari oleh kreditur karena bunga yang diterima tetap sama besarnya, tidak peduli keuntungan dari perusahaan. Untuk mencegah hal ini, kreditur membebankan bunga yang semakin tinggi dengan meningkatkan jumlah hutang. Dengan demikian semakin besar nilai PER suatu perusahaan semakin tinggi jumlah hutang.

H2 : *Investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Policy*

Brigham dan Daves (2003) dalam Rizky Atinio Saputro (2019) mengungkapkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas yang sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada

pemegang saham dan kreditur setelah perusahaan menginvestasikan kedalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan. Dari definisi tersebut, peneliti dapat mengatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas yang berlebih diperusahaan yang seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Diana dan Hutasoit, 2017). 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).

H3 : *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap *Dividend Policy*

Menurut Keown, et al (2000) dalam Astuti dan Efni (2015) mendefinisikan *investment opportunity set* (IOS) sebagai besarnya kesempatan atau peluang untuk investasi yang dimiliki perusahaan. Subekti dan Kusuma (2001) dalam Pradana dan Sanjaya (2014) mengatakan perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi juga. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung akan menggunakan dananya untuk berinvestasi agar meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Mulyaningsih, 2016). 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).

H4 : *Investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend policy*

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

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. 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).

H5 : *Free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*.

Debt Policy* Memediasi Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Policy

Free cash flow yang tinggi akan memaksa manajemen untuk mendistribusikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembayaran dividen yang lebih tinggi inilah dapat memaksa manajemen perusahaan untuk mencari tambahan dana kepihak luar dalam bentuk

hutang agar manajemen tetap dapat merealisasikan rencana investasinya, melunasi hutang, membeli saham treasury dan menambah likuiditas karena dana internal sudah tidak mencukupi. *Free cash flow* yang tinggi sebagian besar merupakan hak dari pemegang saham atau investor yang disampaikan melalui pendistribusian dividen.

H6 : *Debt policy* memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*.

Debt Policy Memediasi Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Policy

Semakin besar *investment opportunity set* melalui *debt policy*, maka semakin rendah *dividend policy* sejalan dengan pendapat Munawir, (2010) yang menyatakan *underinvestment* terjadi apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi pada proyek yang positif, yang mensyaratkan penggunaan hutang dalam jumlah yang besar. Penggunaan sumber pendanaan eksternal untuk melakukan investasi dapat akan mengakibatkan bertambahnya kewajiban yang harus dibayarkan oleh perusahaan.

H7 : *Debt policy* memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*

3. 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 dependen nya 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*).

Variabel Terikat

Dividend Policy (DPR)

Dividend payout ratio merupakan indikator dalam mengukur kebijakan dividen yang dinyatakan dalam persen (%).

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100 \% \dots\dots\dots(1)$$

Variabel Bebas

1. Free Cash Flow (FCF)

Arus kas bebas digambarkan dengan free cash flow yang dinyatakan dalam persen (100%)

$$\text{FCF} = \frac{\text{Arus Kas Bersih Operasi}-\text{Arus Kas Investasi Bersih}}{\text{Total Aktiva}} \times 100 \% \dots\dots\dots(2)$$

2. Investment Opportunity Set (IOS)

Kesempatan investasi diprosikan dengan Price Earning Ratio dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Price earning ratio} = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham Yang Beredar}}{\text{Harga Jual Saham Penutup}} \dots\dots\dots(3)$$

Variabel Intervening

Debt Policy

Debt equity ratio merupakan indikator dalam mengukur kebijakan hutang yang dinyatakan dalam persen (%)

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total kewajiban}}{\text{Total Modal}} \times 100 \% \dots\dots\dots(4)$$

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

Populasi dan Sampel Populasi sebanyak 52 perusahaan industry 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.

4. Hasil dan Pembahasan

Suatu penelitian dikatakan baik apabila hasil uji asumsi klasik dimana data berdistribusi normal, terbebas dari gejala multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Data pada hasil uji asumsi klasik 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 multikolinearitas 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. terakhir tidak terdapat gejala autokorelasi dalam penelitian ini dimana telah memenuhi persyaratan bebas autokorelasi yaitu $(4-dw) > dU$ maka tidak terdapat autokorelasi negatif.

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 menunjukan bahwa *free cash flow* memiliki nilai t hitung sebesar $2.567989 > t$ tabel 1.668 dengan nilai probabilitas $0.0122 < 0.05$. hal ini menunjukan 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*

Uji 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 $-0.503307 < t$ 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 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 4.2

Hasil Uji t- Statistik *Free Cash Flow* dan *Investment Opportunity* Terhadap *Debt Policy*

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 sebesar $4.780390 > t$ tabel 1.668 dengan 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 (Prasetyo 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 4.3
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 menunjukan bahwa hasil uji F hitung $10.97568 > F$ tabel 2.76 dan nilai Prob (F-statistic) sebesar $0.000005 < 0.05$. hal ini menunjukan bahwa H5 didukung sehingga hipotesis 5 diterima. Hasil penelitian ini menunjukan 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 4.4
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
---------	----------	----------	----------	--------	------------------

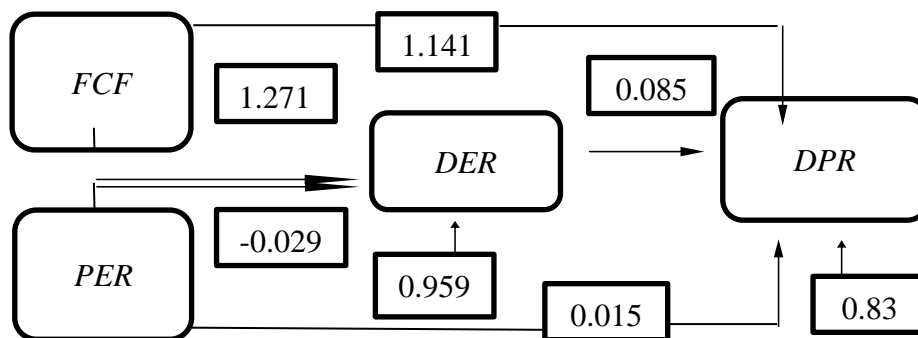
Sumber : Data diolah, 2020

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:

a. $DER = 1.271FCF + -0.029PER + 0.959$

b. $DPR = 1.141FCF + 0.015PER + 0.085DER + 0.835$

Berikut adalah hasil diagram jalur dari persamaan structural pada data penelitian ini menggunakan EvIEWS 9.0 yang ditampilkan pada gambar 4.2 sebagai berikut:



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

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

b. Perhitungan jalur 2

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

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 (H7) 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.

5. Kesimpulan dan Saran

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 operasional nya.
 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 kewajiban lancar nya. 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 kepihak luar dalam bentuk hutang, sehingga kebijakan hutang tidak menjadi acuan bagi perusahaan untuk melakukan investasi

Saran

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 keuangan nya 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

- Ali, Egi Fajar Nur. (2016). *"Panel data Analysis Using Eviews"*. Selft Published Ebook
- Budi Mardasari, R. I. Z. K. Y. (2015). *"Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen"*. Jurnal Ilmu Manajemen (Jim), 2(4).
- Diana, N., & Hutasoit, H. (2017). *"Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen dengan Profitabilitas sebagai Variabel Moderating"*. Jurnal Akuntansi Manajerial, 2(2), 77-89.
- 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.
- Febrianti, F. D., Sugiyanto, S., & Fitria, J. R. (2020). Green Intellectual Capital Conservatism Earning Management, To Future Stock Return As Moderating Stock Return (Study Of Mining Companies In Indonesia Listed On Idx For The Period Of 2014-2019). *The Accounting Journal Of Binaniaga*, 5(2), 141-154.
- Gio, P. U. (2016). *"Belajar Olah Data dengan SPSS, Minitab, R, Microsoft Excel, EViews, LISREL, AMOS, dan SmartPLS"*.
- Harun, S., & Jeandry, G. (2018). *"Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Leverage, Likuiditas dan Size Terhadap Dividen Payout Ratio (DPR) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia"*. Jurnal Trust, 5(2).
- Hidayat, W. W. (2018). *"Dasar-Dasar Analisa Laporan Keuangan"*. Uwais Inspirasi Indonesia.
- Jensen, M. C. (1986). *"Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers"*. The American economic review, 76(2), 323-329.
- Kasmir (2016). *"Pengantar manajemen keuangan Edisi Kedua"*. Jakarta :Kencana
- Kadir, A. (2016). *"Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan Credit Agencies Go Public di Bursa efek Indonesia"*. Jurnal Manajemen dan Akuntansi, 11(1).
- Kholmi, M. (2017). *"Akuntabilitas dalam Perspektif Teori Agensi"*. Journal of Innovation in Business and Economics, 2(02).
- Lestari, R. P. (2016). *"Analisis Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Utang melalui Kebijakan Dividen: Perspektif Teroi Agensi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang listing di BEI Tahun 2014)"*. Skripsi Jurusan Manajemen-Fakultas Ekonomi UM, 2015(2015).
- Murhadi, W. R. (2013). *"Analisis Laporan Keuangan": Proyeksi dan Valuasi Saham*.
- Nasarudin, M. I. (2014). *"Aspek hukum pasar modal Indonesia"*. Kencana.
- 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.
- Pardade, R., & Manurung, R. (2014). *"Analisis Jalur (Path Analysis) Teori Dan Aplikasi Dalam Riset Bisnis"*. Jakarta : Rineka Cipta.
- Purnami, K. D. A., & Artini, L. G. S. (2016). *"Pengaruh Investment Opportunity Set, Total Asset Turn Over Dan Sales Growth Terhadap Kebijakan Dividen"*. E-Jurnal Manajemen, 5(2).
- 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. 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.
- Sarwono, J. (2016). *“Prosedur-Prosedur Analisis Populer Aplikasi Riset Skripsi Dan Tesis Dengan EvIEWS”*. Yogyakarta: Gava Media
- Sugiyanto, S., & Sumantri, I. I. (2019). *“Peran Audit Internal Dan Sistem Pengendalian Internal Atas Pengajuan Kredit Tanpa Agunan Pada Perusahaan Perbankan Di Indonesia”*. Jurnal Akuntansi, 13(2), 27-27.
- Sugiyanto, S., Putri, A., & Kartolo, R. (2021). Potensi Kekayaan Intelektual Pada Pemberdayaan Umkm Dan Koperasi Kota Tangerang Selatan. *Proceedings Universitas Pamulang*, 1(1).
- S Sugiyanto, Fd Febrianti - The Indonesian Accounting Review, 2021the Effect Of Green Intellectual Capital, Conservatism, Earning Management, To Future Stock Return And Its Implications On Stock Return
- Sugiyanto, Sugiyanto And Febrianti, Fitri Dwi And Maddinsyah, Ali And Sarwani, Sarwani And Pranoto, Pranoto (2021) *The Influence Of Intellectual Capital, Conservatism, Earning Management, To Future Stock Return And Its Implications On Stock Return (Case Study Of Mining Companies In Indonesia Listed On Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2013-2018)*. In: Inceess 2020, 17-18 July 2020, Bekasi, Indonesia.
- Sugiyanto, S. (2021). Intellectual Capital And Earning Management, To Future Stock Return. *Proceedings Universitas Pamulang*, 1(1), 558-567.
- 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.
- Susilo, H., Paramita, P. D., & Andini, R. (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)”*. Journal Of Accounting, 4(4).
- Sugiyono. (2015). *“Metode Penelitian Manajemen”*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. 2013. *“Metodologi Penelitian Bisnis”*. CV. Bandung: Alfabet.
- Trisnawati, I. (2016). *“Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia”*. Jurnal bisnis dan akuntansi, 18(1), 33-42.