



UPAJIWA

Jurnal Online Ekonomi, Bisnis dan Manajemen Daerah Rakyat

PRODI MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SARJANAWIYATA TAMANSISWA
upajiwa_mm@ustjogja.ac.id

jurnalfe.ustjogja.ac.id

ISSN 2614-0853 (cetak)
ISSN 2579-535X (online)

**ANALISIS *FREE CASH FLOW* DAN PROFITABILITAS TERHADAP
KEBIJAKAN HUTANG DENGAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*
(Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEI periode 2012 s/d 2016)**

Aditya Kurniawan
Kanwil Kemenag DIY
adityakurniawan@yahoo.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis free cash flow dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang dengan Investments Opportunity Set sebagai variabel intervening (studi empirik pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2012 sampai 2016). Populasi penelitian sebanyak 131 perusahaan manufaktur melalui Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dan jumlah sampel yaitu 30 perusahaan. Teknik analisis data menggunakan analisis deskriptif dan PLS. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa free cash flow tidak berdampak pada kebijakan hutang namun profitabilitas berdampak pada kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI periode 2012-2016. Free cash flow berdampak pada investment opportunity set sedangkan profitabilitas tidak berdampak. Investment opportunity set tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI periode 2012-2016.

Kata kunci: Komunikasi kepemimpinan, gaya kepemimpinan, motivasi karyawan dan kinerja karyawan

Abstract

This study aims to analyze the Free Cash Flow and Profitability toward debt policy with the Investments Opportunity Set as an Intervening variable (Empirical Study on Manufacturing Companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2012 to 2016). The population was 131 manufacturing companies through the sampling technique used was purposive sampling and obtained a sample of 30 companies. The data analysis technique used is Descriptive and Partial Least Square (PLS) analysis. The results of this study indicate: Free cash flow does not affect the debt policy but Profitability affects the debt policy of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2012-2016. Free cash flow has an effect but Profitability does not affect on the Investment Opportunity Set for manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2012-2016. The Investment Opportunity Set does not affect the debt policy of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2012-2016.

Keywords: Free Cash Flow, Return on Investment, Investment Opportunity Set and Debt to Equity Ratio.

PENDAHULUAN

Kebijakan Hutang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang berasal dari eksternal. Kebijakan Hutang ini dilakukan untuk menambah dana perusahaan yang akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Perusahaan yang menggunakan Hutang untuk mendanai perusahaan dan tidak mampu melunasi utangnya maka akan terancam likuiditasnya, sehingga manajemen harus mampu mengambil keputusan yang sesuai dan tepat untuk meminimalisir resiko yang akan ditanggung oleh perusahaan. Manajemen dalam mengambil keputusan pendanaan menggunakan kebijakan Hutang yang diukur melalui rasio *debt to Asset ratio*. Beberapa faktor yang mempengaruhi pengambilan kebijakan Hutang antara lain *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. *Free cash flow* akan berpengaruh terhadap masalah antara pemegang saham dengan manajer sehingga berpengaruh terhadap kebijakan Hutang perusahaan untuk mengurangi konflik keagenan. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atau laba sehingga berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dapat timbul jika manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri demi mendapatkan keuntungan yang sebesar-besarnya tanpa memperhatikan kepentingan para pemegang saham. Masalah keagenan dapat disebabkan oleh keberadaan aliran kas bebas. Hal tersebut dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya

sementara manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun investasi tersebut memberikan *net present value* negatif. Bagi pemegang saham, keputusan tersebut dinilai sebagai keputusan yang tidak berpihak kepada pemegang saham. Aliran kas bebas sebagai kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi utang, membeli saham treasury atau menambah likuiditas, sehingga aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk return yang tinggi melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan di masa depan. Jadi jika aliran kas bebas tinggi, maka nilai pemegang saham juga akan tinggi.. Sesuai dengan *Pecking Order Theory* perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya daripada harus menggunakan utang.

Dalam melakukan kegiatan ekspansinya, perusahaan cenderung membutuhkan sumber dana yang besar dalam membiayai kegiatan ekspansinya. Dimana dana internal tidak akan mencukupi dalam membiayai kegiatan ekspansinya, sehingga perusahaan lebih memilih dana dari sumber eksternal yang besar. Dalam rangka memenuhi

kebutuhan dana tersebut perusahaan cenderung menggunakan utang. Variabel berikutnya yang diduga memengaruhi kebijakan hutang perusahaan adalah profitabilitas. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atau laba selama periode tertentu. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi berarti akan menahan labanya, sehingga manajer tidak memerlukan tambahan sumber dana eksternal. Sebaliknya, apabila perusahaan memiliki profitabilitas yang rendah kemungkinan besar perusahaan akan memilih tambahan sumber dana eksternal yaitu hutang dalam pemenuhan biaya operasional perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan menahan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif mengurangi penggunaan utang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyebutkan bahwa perusahaan akan lebih memilih memprioritaskan penggunaan sumber dana internal.

Profitabilitas suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan para investor atas investasi yang dilakukan. Hal tersebut akan dijadikan dasar dalam memberikan pinjaman modal. Selain itu kebijakan hutang juga sangat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Semakin besar perusahaan, maka semakin mudah pula perusahaan tersebut mendapatkan akses ke pasar modal yang memudahkan perusahaan tersebut mendapatkan dana eksternal yang berupa Hutang dalam memenuhi sumber dana perusahaan. Semakin besar total asset maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. tujuan penelitian yang kan dilakukan

peneliti adalah: Untuk mengetahui pengaruh *Free cash flow*, Profitabilitas, Investment Opportunity Set terhadap kebijakan hutang. Untuk mengetahui pengaruh *Free cash flow* terhadap *Investment Opportunity Set*. Untuk mengetahui pengaruh Profitabilitas terhadap *Investment Opportunity Set* padan untuk mengetahui pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016.

LANDASAN TEORI

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang 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 atas hutang. Menurut Agus Sartono (2000:218) dalam Syailendra (2002) menyatakan hutang adalah semua kewajiban perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Pembiayaan dengan hutang memiliki tiga implikasi penting (1) memperoleh dana melalui hutang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas, (2) kreditor melihat ekuitas atau dana yang disetor pemilik untuk memberikan margin pengaman, sehingga jika pemegang saham hanya memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan maka resiko perusahaan sebagian besar ada pada

kreditur, (3) Jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibanding dengan pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar.

Teori Kebijakan Hutang

Agency theory

Dalam *agency theory*, mengatur hubungan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dengan *principal*, dimana manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Agen diberikan mandat oleh pemegang saham (*principal*) untuk menjalankan bisnis demi kepentingan prinsipal, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham. Sedangkan Manajer memiliki kepentingan sendiri yaitu bertambahnya kesejahteraan para manajer dengan berorientasi pada gaji dan komisi. Dalam kondisi ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory*, yaitu adanya konflik kepentingan. *Agency theory* menyebutkan bahwa sebagai agen dari pemegang saham, manager tidak selalu bertindak demi kepentingan pemegang saham. Untuk itu, diperlukan biaya pengawasan yang dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap pengambilan keputusan oleh manajemen.

Kegiatan pengawasan yang dilakukan memerlukan biaya keagenan. Biaya keagenan digunakan untuk mengontrol semua aktivitas yang dilakukan manajer sehingga manajer dapat bertindak konsisten sesuai dengan

perjanjian kontraktual antara kreditor dan pemegang saham (dalam Sofiana, 2009). Ada beberapa alternatif dalam mengurangi *agency cost* yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemilik saham. Kedua, meningkatkan pendanaan dengan Hutang (Wahidahwati, 2002). *Debt holders* yang sudah menanamkan dananya diperusahaan dengan sendirinya akan melakukan pengawasan akan penggunaan dana tersebut. Ketiga, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari dana dari luar untuk membiayai kegiatan investasinya.

Signaling Theory

Isyarat atau *signal* menurut Brigham dan Houston (2006), adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Dalam Brigham dan Houston (2006), perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan Hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen

memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

Static Trade Off Theory

Teori ini dikemukakan oleh Stiglitz (1969) dalam Sulistyowati (2008). Menurut Brealey dan Myers (1991) dalam Sulistyowati (2008) model Trade off menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Model ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Struktur modal yang optimal akan dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan dari penggunaan hutang, biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai pada titik tertentu, setelah titik tersebut penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya financial distress dan agency problem. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal, menunjukkan jumlah hutang perusahaan yang optimal. Penggunaan hutang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungan penggunaan hutang adalah biaya bunga mengurangi

penghasilan kena pajak sehingga biaya hutang relatif menjadi lebih rendah, kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan. Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan. Kelemahan penggunaan hutang adalah karena semakin tinggi penggunaan hutang akan meningkatkan technical insolvency, sehingga bila bisnis perusahaan tidak dalam keadaan yang baik, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi yang sangat ekstrim, perusahaan akan terancam kebangkrutan.

Pecking Order Theory

Teori *pecking order* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, Hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Penggunaan Hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan penerbitan saham.

Free Cash Flow (Aliran Kas Bebas)

Aliran kas adalah suatu hal yang dipakai dalam setiap kegiatan ekonomi. Hipotesis Jensen (1986) dalam *penelitian*

Masdupi (2005) mendefinisikan mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. *Free cash flow* atau aliran kas bebas merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross et al, 2010). White et al (2008) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. Ross et al (2008) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Sementara bagi perusahaan yang mengeluarkan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan dimasa depan atau tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada *free cash flow* yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan dividen dimasa depan.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Secara keseluruhan ketiga pengukuran ini akan memungkinkan seorang penganalisa untuk mengevaluasi tingkat *earnings*

dalam hubungannya dengan volume penjualan, jumlah aktiva dan investasi tertentu dari pemilik perusahaan. Profitabilitas adalah keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Perusahaan dengan laba ditahan yang besar, akan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu sebelum memutuskan untuk menggunakan utang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, Hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004).

Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set*)

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut mempengaruhi nilai suatu perusahaan dan berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dengan kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*). Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya. Selanjutnya IOS dijadikan dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan

masuk dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Faisal (2004) menjelaskan pada penelitiannya bahwa perusahaan yang memiliki free cash flow yang tinggi cenderung memiliki tingkat Hutang yang lebih tinggi. Hal tersebut dikarenakan penggunaan Hutang dapat menekan asimetris information antara para pemegang saham dan para manajer. Selain itu perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung memiliki tingkat Hutang yang tinggi dikarenakan para pemegang saham mengkhawatirkan dengan adanya *free cash flow* yang besar akan mendorong manajer menggunakan dana tersebut untuk membiayai kegiatan perusahaan yang tidak memberikan nilai tambah bagi perusahaan dan pemegang saham. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi akan memiliki tingkat Hutang yang tinggi khususnya ketika perusahaan memiliki *investment opportunity set* (IOS) rendah. Dengan adanya Hutang maka *free cash flow* yang tersedia akan berkurang, sehingga mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham. Penggunaan Hutang memungkinkan manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan guna membayar kewajiban atas biaya pokok dan beban bunga dari utang. Hutang dapat merupakan suatu substitusi yang efektif untuk dividen yang mampu menekan beban pajak perusahaan. Hal ini telah dibuktikan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003),

Indahningrum dan Handayani (2009) dan Wihananto (2009) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang
H1 : Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atau seberapa efektif pengelolaan perusahaan oleh manajemen (Syahyunan, 2015). Dalam hal ini profitabilitas akan menambahkan dana bagi perusahaan yang kemudian akan digunakan untuk investasi maupun laba ditahan. Menurut Myers (1984) dalam Husnan (2013), menyarankan kepada manajer untuk menggunakan *Pecking Order Theory* dalam melakukan keputusan pendanaan. *Pecking Order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai urutan pertama, kemudian diikuti oleh Hutang dan ekuitas. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki nominal dana internal yang tinggi pula. Semakin tinggi nominal dana internal perusahaan berdasarkan pada *Pecking Order Theory*, maka perusahaan akan menggunakan dana internal/ laba ditahan dalam memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa profitabilitas akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Jadi semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan mengakibatkan semakin rendah Hutang yang akan digunakan.

H2 : Profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *Free cash flow* terhadap *Investment Opportunity Set*

Warner R Murhadi (2013:48). Free Cash flow merupakan kas yang tersedia di perusahaan yang dapat digunakan untuk berbagai aktivitas. Aliran kas bebas ini sering penyebab timbulnya konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Jensen (1986) dalam Rahadyan (2015:30) Karsana dan Supriyadi (2005) menyimpulkan aliran kas bebas memiliki hubungan yang positif dengan *IOS*. Hubungan tersebut semakin kuat ketika set kesempatan investasi perusahaan semakin rendah. menyatakan utang dapat mengurangi keleluasaan manajemen menggunakan aliran kas bebas untuk kegiatan yang bersifat *non maximize value*. Dengan adanya utang menyebabkan manajer harus membayar pokok dan bunga pinjaman secara periodik dan harus mematuhi ketentuan-ketentuan dalam perjanjian utang. Jensen juga menyatakan kecenderungan manajer melakukan pemborosan pada aliran kas bebas lebih besar terjadi pada perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah. Oleh karena itu, pengawasan lebih dibutuhkan pada perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tinggi dengan set kesempatan investasi rendah.

H3 : *Free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap *investment opportunity set* (*IOS*)

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Investment Opportunity Set*

Sebagian besar investor dan kreditor menggunakan profitabilitas sebagai tolak

ukur dalam menilai seberapa efektif perusahaan mengelola sumber-sumber yang dimilikinya. Profitabilitas juga menjadi dasar pertimbangan bagi para investor dan kreditor dalam mengambil keputusan untuk menginvestasikan dana yang dimilikinya. Profitabilitas merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Rasio profitabilitas adalah rasio yang menghubungkan laba dengan penjualan dan investasi. *James C. Van Horne dan John M. Wachowicz, Jr.* (2012:180) Profitabilitas merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar peluang investasi yang bisa dijalankan Irham Fahmi (2015:135) Hal tersebut menunjukkan terdapat hubungan positif antara set kesempatan investasi dengan profitabilitas, yang mendukung teori sinyal yaitu profitabilitas perusahaan merupakan sinyal pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang, yang berarti semakin tinggi profitabilitas maka makin tinggi pertumbuhan perusahaan tersebut yang salah satunya ditunjukkan dengan makin tingginya investasi perusahaan.

H4 : Profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap *investment opportunity set* (*IOS*).

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan hutang

Menurut Brigham dan Houston (2011:189) perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi pada umumnya lebih bergantung pada modal eksternal. Menurut Firnanti (2011), pertumbuhan

perusahaan dapat mempengaruhi kepercayaan kreditur terhadap perusahaan dan kesediaan pemodal untuk memberikan pendanaan melalui utang jangka panjang. Jika pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan tingkat penjualan semakin meningkat, maka struktur modal perusahaan juga meningkat signifikan. Dalam masalah underinvestment, manajer lebih cenderung tidak melakukan investasi pada proyek yang memiliki net present value positif, yang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena debtholders merupakan pihak yang memiliki klaim yang pertama terhadap aliran kas yang diperoleh dari proyek tersebut. Selanjutnya dengan menambah utang, aktiva yang dimiliki digunakan sebagai jaminan. Masalah asset substitution terjadi saat manajer yang oportunistik mengganti higher variance assets dengan lower variance asset, sekali utang dikeluarkan. Fijrijanti dan dan Hartono (2002) melakukan analisis korelasi IOS dengan realisasi pertumbuhan, kebijakan pendanaan dan dividen. Hasil Penelitian menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap kebijakan pendanaan. Hal ini dapat dimaknai bahwa semakin tinggi IOS maka semakin rendah rasio hutang perusahaan atau semakin rendah IOS, maka semakin tinggi rasio hutang perusahaan.

H5 : *Investment opportunity set* (IOS) berpengaruh Positif terhadap kebijakan hutang .

METODOLOGI PENELITIAN

Subjek dan Objek Penelitian

Objek pada penelitian ini yaitu laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2012-2016. Penulis menggunakan sampel yang relatif baru karena diharapkan hasil penelitian akan lebih relevan untuk memahami kondisi yang aktual di Indonesia.

Variabel Penelitian

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen pada penelitian ini adalah kebijakan hutang. Secara matematis *Debt to Equity Ratio* dirumuskan sebagai berikut (J. John et al, 2005):

$$DER = \frac{\text{total liabilities}}{\text{total shareholder's equity}}$$

Keterangan:

DER : Rasio yang membandingkan jumlah Hutang terhadap ekuitas
total shareholder's equity :
Total Liabilites : Total Hutang
total shareholder's equity : kepemilikan perusahaan oleh publik.

Variabel Independen (X)

Yang menjadi variable independen pada penelitian ini adalah *free cash flow* (X1), Profitabilitas (X2), dan IOS (X3) sebagai variable intervening

Free Cash Flow (X1)

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja

atau investasi pada asset tetap (Ross et al, 2010) yang dikutip dari Tarjo dan Jogiyanto (2008). *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross et al (2010) yaitu:

$$FCF \text{ Ratio} = \frac{AKO - PM - MKB}{\text{Total asset}}$$

Keterangan:

$$FCF = \text{Free Cash flow}$$

AKO = Aliran kas operasi pada tahun t

PM = Pengeluaran modal pada tahun t

MKB = Modal kerja bersih pada tahun t

Profitabilitas (X2)

Profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Variabel ini diukur dengan *Return On Assets* (ROA), dengan rumus sebagai berikut (Sartono, 2009) :

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Asset}}$$

Investment Opportunity Set (X3)

Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi IOS yang telah banyak diuji dan diteliti pada berbagai penelitian. Adapun proksi yang dipakai dalam penelitian ini adalah *rasio market to book value of asset* (MBVA). Proksi ini secara signifikan berhubungan dengan nilai peluang tumbuh investasi perusahaan. *Market to bookvalue of asset* (MBVA) menunjukkan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dengan harga pasar. Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$MBVA = \frac{\text{Asset} - \text{Ekuitas} + (\text{Lbr saham beredar} \times \text{Closing price})}{\text{Total Asset}}$$

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2012 –2016 dengan jumlah populasi sebanyak 131 perusahaan. Pemilihan sampel yang akan dilakukan dengan teknik purposive sampling, yaitu pemilihan sampel yang didasarkan pada suatu kriteria tertentu yaitu berjumlah 30 perusahaan.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperoleh merupakan data sekunder, yaitu data yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara atau dicatat atau diperoleh dari pihak lain, berupa bukti catatan yang dipublikasikan. Pada penelitian ini data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 5 tahun berupa laporan keuangan yang dipublikasikan secara berturut turut periode tahun 2012-2016 dan laporan keuangan yang telah di audit periode tahun 2012-2016.

Analisis Data

Partial Least Square (PLS)

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Partial Least Square (PLS) yang pertama kali dikembangkan oleh Herman Wold (1985). Program PLS yang digunakan dalam penelitian ini adalah program SmartPLS versi 3.0. Partial Least Square (PLS) merupakan salah satu metode untuk melaksanakan model Structural

Equation Modelling (SEM). Partial Least Square 38 (PLS) dapat digunakan dengan jumlah sampel yang tidak besar dan dapat diterapkan pada semua skala data (Ghozali, 2008). Estimasi parameter yang didapat dengan PLS dapat dikategorikan menjadi tiga. Estimasi yang pertama disebut dengan *weight estimate* yang digunakan untuk menciptakan skor variabel laten. Estimasi yang kedua menggambarkan estimasi jalur (*path estimate*) yang menghubungkan variabel laten dan antar variabel laten dengan indikatornya (loading). Estimasi yang terakhir berkaitan dengan means dan lokasi parameter (nilai konstanta regresi) untuk indikator dan variabel laten. Untuk mendapatkan ketiga estimasi ini, PLS menggunakan proses iterasi 3 tahap dan setiap tahap iterasi menghasilkan estimasi. Tahap pertama menghasilkan *weight estimate*, tahap kedua menghasilkan estimasi untuk inner model dan outer model, dan tahap yang ketiga menghasilkan *estimasi means* dan lokasi.

Inner Model (Model Struktural)

Model struktural (structural model) atau sering disebut inner model menunjukkan kekuatan estimasi antar variabel laten dan konstruk. Model struktural dievaluasi dengan menggunakan R-square untuk konstruk dependen, Stone-Geisser Q-square test untuk predictive relevance dan uji t

serta signifikansi dari koefisien parameter jalur struktural. Dalam menilai model dengan PLS dimulai dengan melihat R-square untuk setiap variabel laten dependen yang interpretasinya sama dengan regresi. Disamping melihat nilai R-square, model PLS juga diuji dengan melihat Q-square prediktif relevansi untuk model konstruktif. Q-square mengukur seberapa baik nilai observasi yang dihasilkan oleh model juga estimasi parameternya namun hanya sebatas untuk konstruk endogen dengan indikator reflektif. Inner model juga dapat digunakan untuk melihat hasil uji t serta signifikansi dari koefisien parameter jalur struktural. a.R-square Dalam menilai model dengan PLS dimulai dengan melihat R-square untuk setiap variabel dependen. Interpretasinya sama dengan interpretasi pada regresi. Perubahan nilai pada R-square dapat digunakan untuk menilai pengaruh variabel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini, uji hipotesis menggunakan *Inner Model* atau *structural model*, yang menggambarkan hubungan dan pengaruh antar variabel laten berdasarkan pada *substantive theory*, juga dilakukan uji signifikansi pengaruh antar konstruk dengan melihat nilai koefisien parameter dan nilai signifikansi *P Valuenya*

Tabel 1. Hasil analisis deskriptif statistik

	N	Mini mum	maxi mum	Mean	Std. Deviation
Kebijakan ruang	150	-8.34	19.47	9255	2.27663
FCF	150	-1.17	2.1168	0.19255	0.33038

Profitabilitas	150	-2.2	2.35	1147	22242
OS	150	18	4.29	9998	77694
Valid N (listwise)	150				

Sumber: Data diolah dengan SPSS, 2018

Kebijakan Hutang (Y) dari hasil pengujian statistik deskriptif pada tabel 4 di atas, dapat diketahui bahwa nilai minimum Kebijakan Hutang sebesar -8,34 dan nilai maksimum 19,47. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya Kebijakan Hutang pada sampel penelitian ini berkisar antara -8,34 sampai 19,47 dengan rata-rata (mean) 0,9255 pada standar deviasi sebesar 2,27663. Free Cash Flow (X1) dari hasil pengujian statistik deskriptif pada tabel 4 di atas, dapat diketahui bahwa nilai minimum Free Cash Flow sebesar -1,17 dan nilai maksimum 2.1168. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya Free Cash Flow pada sampel penelitian ini berkisar antara -1,17 sampai 2.1168 dengan rata-rata (mean) 0.19255 pada standar deviasi sebesar 0.33038. Profitabilitas (X2) dari hasil pengujian statistik deskriptif pada tabel 4 di atas, dapat diketahui bahwa nilai minimum Profitabilitas sebesar -0,22 dan nilai maksimum 2,35. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya Profitabilitas pada sampel penelitian ini berkisar antara -0,22 sampai 2,35 dengan rata-rata (mean) 0,1147 pada standar deviasi sebesar 0,22242. Investmen Opportunity Set (IOS) dari hasil pengujian statistik deskriptif pada tabel 4 di atas, dapat diketahui bahwa nilai minimum Investmen Opportunity Set (IOS) sebesar 0,18 dan nilai maksimum 4,29. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya Investmen Opportunity Set (IOS) pada sampel penelitian ini berkisar antara 0,18 sampai 4,29 dengan rata-rata

(mean) 0,9998 pada standar deviasi sebesar 0,77694.

Uji Inner Model

Pengujian inner model atau model struktural dilakukan untuk melihat hubungan antar konstruk, nilai signifikansi dan R-square dari model penelitian. Model struktural dievaluasi dengan menggunakan R-square dan uji t serta signifikansi koefisien parameter jalur struktural.

Tabel 2. Hasil Nilai R Square

Original Sampl...	Sample Mean (...)	Standard Devia...	T Statistics (O...	P Values	
IOS	0.307	0.338	0.106	2.885	0.004
Kebijakan hutang	0.463	0.410	0.263	1.759	0.079

Berdasarkan Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai R-square variabel IOS besar 0,307. Nilai R-square sebesar 0,307 memiliki arti bahwa variabilitas konstruk IOS yang dapat di jelaskan oleh variabilitas konstruk FCF dan Profitabilitas sebesar 30,7% sedangkan sisanya 69,3% dijelaskan oleh variabel lain di luar yang diteliti. Nilai R-square variabel Kebijakan hutang sebesar 0,463. Nilai R-square sebesar 0,463 memiliki arti bahwa variabilitas konstruk Kebijakan hutang yang dapat di jelaskan oleh variabilitas konstruk FCF, Profitabilitas, dan IOS sebesar 46,3% sedangkan sisanya 53,7% dijelaskan oleh variabel lain di luar yang diteliti. Semakin besar angka R-square menunjukkan semakin besar variabel independen tersebut dapat menjelaskan variabel dependen sehingga semakin baik persamaan strukturalnya.

Pengujian Hipotesis (Pengaruh antar variabel)

Pengujian hipotesis yang diajukan dilakukan dengan melihat path coefficients yang menunjukkan koefisien parameter dan nilai signifikansi t-statistik. Signifikansi parameter yang diestimasi dapat memberikan informasi mengenai hubungan antar variabel-variabel penelitian. Batas untuk menolak dan menerima hipotesis yang diajukan yaitu menggunakan probabilitas 0,05.

PEMBAHASAN

Free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. Hal ini karena nilai t hitung $< t$ tabel ($0,126 < 1,96$) atau P values $< 0,05$. ($0,900 > 0,05$), sehingga H_0 diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yulianto (2010) yang menyatakan tidak adanya hubungan pengaruh antara free cash flow dengan kebijakan hutang. Senada dengan hasil tersebut penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menunjukkan bahwa free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Jensen (1986) yang menemukan bahwa pemegang saham mengharapkan free cash flow dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan pemegang saham. Pengaruh free cash flow terhadap kebijakan utang perusahaan adalah positif.

Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016.

Hal ini karena nilai t hitung $> t$ tabel ($2,253 > 1,96$) atau P values $< 0,05$ ($0,025 < 0,05$), sehingga H_0 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai profitabilitas maka akan semakin rendah kebijakan hutang. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Andhikha Ivona Murtinis (2012) murtiningtyas (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini menunjukkan apabila profitabilitas meningkat, perusahaan cenderung akan mengurangi hutang. Dengan tingkat profit yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian kebutuhan pendanaan dengan dana yang di peroleh secara internal sehingga perusahaan tidak memerlukan sumber eksternal. Perusahaan akan menggunakan laba dari dalam perusahaan untuk mencukupi kebutuhan operasionalnya sebelum memutuskan untuk menggunakan dana dari luar perusahaan. Sesuai dengan teori pecking order theory (Myers dan Brealey.2001) menyatakan bahwa Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah

Free cash flow berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012- 2016. Hal ini karena nilai t hitung $> t$ tabel ($4,879 > 1,96$) atau P values $< 0,05$ ($0,000 < 0,05$), sehingga H_0 ditolak. Hal ini berarti perusahaan yang memiliki free cash flow yang memadai cenderung untuk tidak menggunakan

hutang dalam mendanai perusahaannya saat kesempatan untuk berinvestasi tinggi. Karena perusahaan yang mempunyai kesempatan berinvestasi yang tinggi memiliki pertumbuhan yang tinggi. Manajer lebih memilih untuk berinvestasi karena memiliki kesempatan yang tinggi dan tidak ingin menyiapkan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang besar dalam berinvestasi. Jadi free cash flow yang dimiliki perusahaan akan menjadi lebih kecil karena kas yang tersedia lebih dimanfaatkan untuk berinvestasi.

Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. Hal ini karena nilai t hitung $< t$ tabel ($0,040 < 1,96$) atau P values $> 0,05$ ($0,968 > 0,05$), sehingga H_0 diterima. Pertumbuhan laba atas peningkatan investasi saat ini akan diperoleh perusahaan dimasa yang akan datang. Penelitian ini mendukung penelitian Soejono (2010), serta penelitian Sudiyatno dan Puspitasari (2010) yang memperoleh hasil bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap kinerja yang diproksi oleh rasio profitabilitas.

Investment Opportunity Set tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. Hal ini karena nilai t hitung $< t$ tabel ($0,397 < 1,96$) atau P values $> 0,05$ ($0,692 > 0,05$), sehingga H_0 diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Yendrawati dan Adhianza (2013), Ratmawati dan Amanah (2013),

meyatakan bahwa kebijakan hutang yang diproksikan dengan Debt to Equity Ratio tidak berpengaruh signifikan terhadap

Investment Opportunity Set. Dari hasil pengujian hipotesis menemukan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS). Hal ini disebabkan karena dari sudut pandang investor tidak mempermasalahkan besar kecilnya rasio hutang terhadap modal, sehingga besar kecilnya Debt to Equity Ratio tidak akan mempengaruhi keputusan investasi. Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan membayar kewajibannya dimasa depan sehingga hal tersebut direspon positif oleh pasar. Sedangkan dari sudut pandang internal perusahaan, tingginya hutang tidak mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Hal ini disebabkan karena hutang bagi perusahaan dapat berfungsi untuk meningkatkan produktivitas perusahaan, karena sumber dana perusahaan dapat dicukupi dari besarnya hutang. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Saputro dan Hindasah (2007), Lestari (2004), dan Subchan dan Sudarman (2010), yang menunjukkan hasil bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap investment opportunity set.

SIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur sedangkan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut

dikarenakan Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang besar menitikberatkan pada penggunaan dana yang berasal dari dalam perusahaan (dana internal) yang berguna sebagai biaya investasi sehingga perusahaan mampu terhindar dari resiko pailit (kebangkrutan). Akan tetapi, Free cash flow berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set karena perusahaan yang memiliki free cash flow yang memadai cenderung untuk tidak menggunakan hutang dalam mendanai perusahaannya saat kesempatan untuk berinvestasi tinggi. Karena perusahaan yang mempunyai kesempatan berinvestasi yang tinggi memiliki pertumbuhan yang tinggi. Manajer lebih memilih untuk berinvestasi karena memiliki kesempatan yang tinggi dan tidak ingin menyalakan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang besar dalam berinvestasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Aziz, Reza Z. 2010. Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, Size dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Masuk Di Jakarta Islamic Index (JII). Skripsi, Yogyakarta.
- Affandi, Chafidz. 2015, " Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia", Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
- Beny. 2013, "Pengaruh Dividend Payout, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Hutang", Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Volume 15, Nomor 2, Desember 2013.
- Brigham, E. F dan Houston, 2013. Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Edisi Sepuluh, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Penerbit Salemba Empat, Jilid II, Jakarta.
- Damayanti, Istrina. 2006. Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. Skripsi UII, Yogyakarta.
- Damayanti, Dinar dan Titin Hartini. 2013, "Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Sektor Consumer Goods di BEI Periode 2008- 2012. STIE MDP.
- Fitriyah, Furi K. dan Dina Hidayat. 2011, "Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang", MediaRiset Akuntansi. Vol. 1, No. 1, ISSN: 2008-2016, Februari, Hal. 31- 56.
- Indahningrum, R. Putri dan Handayani, Ratih. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, 11(3):189-207

- Ismiwatis Naini, Dwi. 2014. Pengaruh Free Cash Flow Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi, Vol 3 No 4
- Mulianti, Fitri M. 2010. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. Tesis. Semarang: Pascasarjana Universitas Diponegoro
- Syafi'I, Imam. 2011. Managerial Ownership, Free Cash Flow dan Growth Opportunity Terhadap Kebijakan Utang. Media Mahardhika. 10(1):1-21 Utama, Made Suyana. 2012. Aplikasi Analisis Kuantitatif. Edisi Keenam. Denpasar, Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo dan Wibawa, Anas Budi. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Symposium Nasional Akuntansi XIII, Padang.