BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Dalam penelitian ini, perusahaan yang menjadi obyek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data diakses di *website* BEI yang resmi dari tahun 2014-2016. Pengambilan sampel dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Pengambilan sampel dapat dilihat secara rinci pada Tabel 4.1.

Tabel 4.1 Rincian Pemilihan Sampel Tahun 2014-2016

No	Keterangan	2014	2015	2016
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	144	143	144
2.	Perusahaan manufaktur dengan data tidak lengkap secara berkesinambungan pada tahun 2014-2016	(10)	(9)	(10)
	Total perusahaan	134	134	134
3.	Data tidak sesuai kriteria	(79)	(79)	(79)
4.	4. Data outlier		(19)	(19)
5. Perusahaan yang memenuhi ktiteria menjadi sampel penelitian		36	36	36
	Total sampel perusahaan		108	3

B. Uji Kualitas Instrumen dan Data

1. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dengan mengambil data sebanyak 108. Data yang diambil pada tahun 2014, 2015, dan 2016. Analisis desktirptif untuk memberikan penjelasan tentang deskripsi data berkenaan dengan kebijakan

hutang, kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set*. Deskripsi data diperoleh gambaran seperti disajikan pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2 Hasil Analisis Deskriptif

Variabel penelitian	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KHU	-1,95	2,95	0,79	0,91
INS	0,01	0,95	0,55	0,27
FCF	-0,69	0,46	-0,17	0,22
IOS	-1,22	7,07	1,29	1,43

Tampak pada Tabel 4.2 menunjukkan dari 108 data variabel kebijakan hutang (KHU) nilai minimum sebesar -1,95 dan nilai maksimum sebesar 2,95. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya kebijakan hutang pada sampel penelitian ini berkisar antara -1,95 sampai 2,95 dengan nilai ratarata (*mean*) sebesar 0,79. Nilai rata-rata lebih kecil dari standar deviasi yaitu 0,79 < 0,91 yang artinya bahwa sebaran nilai kebijakan hutang tidak baik. Nilai kebijakan hutang tertinggi pada Eratex Djaja Tbk dengan nilai total hutang sebesar Rp 34.808.645 dan total ekuitas sebesar Rp 11.791.557. Nilai terendah pada Primarindo Asia Insfrastructure Tbk dengan nilai total hutang sebesar Rp 189.216.746.183 dan total ekuitas sebesar (Rp 97.175.471.622)

Variabel kepemilikan institusional (INS) memiliki nilai minimum sebesar 0,01 nilai maksimum sebesar 0,95, nilai rata-rata sebesar 0,55 dan stndar deviasi sebesar 0,27. Nilai rata-rata lebih besar dari standar deviasi yaitu 0,55 > 0,27. Hal tersebut menunjukkan penyebaran data yang baik.

Nilai kepemilikan institusional tertinggi terjadi pada Eratex Djaja Tbk sedangkan nilai kepemilikan institusional terendah terjadi pada KMI Wire and Cable Tbk.

Variabel *Free Cash Flow* (FCF) memiliki nilai minimum sebesar - 0,69, nilai maksimum sebesar 0,46. Hal ini menujukkan bahwa besarnya arus kas bebas pada sampel penelitian ini berkisar antara -0,69 sampai 0,46 dengan nilai rata-rata sebesar -0,17. Nilai rata-rata lebih kecil dari standar deviasi yaitu -0,17 < 0,22 yang artinya bahwa sebaran nilai arus kas bebas tidak baik. Nilai kebijakan hutang tertinggi pada Primarindo Asia Insfrastructure Tbk dengan aliran kas operasi sebesar Rp 17.103.256.597, pengeluaran modal sebesar Rp -1.577.689.571 modal kerja bersih sebesar Rp 10.138.795.002 dan total aset sebesar Rp 92.041.274.561. Nilai terendah pada Intanwijaya Internasional Tbk dengan dengan aliran kas operasi sebesar Rp -8.289.910.044, pengeluaran modal sebesar Rp 80.055513.846, modal kerja bersih sebesar Rp 98.323.329.846 dan total aset sebesar Rp 269.351.381.344.

Variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) diketahui nilai minimum sebesar -1,22, nilai maksimum sebesar 7,07.Hal ini menunjukkan bahwa besarnya kebijakan hutang pada sampel penelitian ini berkisar antara -1,22 sampai 7,07 dengan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 1,29. Nilai rata-rata lebih kecil dari standar deviasi yaitu 1,29 < 1,43 yang artinya bahwa sebaran nilai set kesempatan investasi tidak baik. Nilai set kesempatan investasi tertinggi pada Merck Tbk dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar

Rp 4.121.600.000.000 dan total ekuitas sebesar Rp 582.672.469.000. Nilai terendah pada Primarindo Asia Insfrastruktur Tbk dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 118.594.264.620 dan total ekuitas sebesar Rp -97.175.471.622.

2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan analisis data untuk mencari pengaruh antar variabel yang dipakai untuk penelitian, dilakukan uji asumsi yaitu uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi, dan heterokedastisitas.

a. Uji Normalitas

Uji asumsi normalitas residual dilakukan dengan mengunakan uji *Kolmogorov Smirnov*. Kriteria penerimaan normalitas residual adalah jika nilai signifikansi hasil perhitungan lebih besar dari $\alpha = 0,05$ maka distribusinya dinyatakan normal, sebaliknya jika lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ maka distribusi dinyatakan tidak normal (Ghozali, 2013). Hasil uji normalitas dapat dilihat pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Hasil Uji Normalitas

Variabel	KSZ	Sig.	Keterangan
Unstandardized Residual	1,179	0,124	Normal

Tampak pada Tabel 4.3 nilai *Kolmogorov-Smirnov* pada variabel penelitian, dengan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 sehingga dapat dikatakan berdistribusi normal.

b. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Berdasarkan aturan *Variance Inflation Faktor* (VIF) dan *tolerance*, maka apabila VIF melebihi angka 10 atau *tolerance* kurang dari 0,10 maka dinyatakan terjadi gejala multikolinearitas. Sebaliknya apabila nilai VIF kurang dari 10 atau *tolerance* lebih dari 0,10 maka dinyatakan tidak terjadi gejala multikolinearitas. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
INS	0,829	1,206	Tidak terjadi
1110	0,027	1,200	multikolinieritas
FCF	0,943	1,061	Tidak terjadi
rcr			multikolinieritas
IOS	0.962	1,159	Tidak terjadi
103	0,863		multikolinieritas

Tampak pada Tabel 4.4 bahwa hasil uji multikolineritas masing-masing variabel independen diperoleh Tolerance > 0,1 dan nilai VIF < 10 nilai maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas.

c. Uji Autokorelasi

Uji *autokorelasi* bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Autokorelasi dapat diukur dengan menggunakan *Durbin Watson Test*

yaitu untuk menentukan apakah persamaan regresi linier terdapat autokorelasi atau tidak. Hasil uji autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 4.5.

Tabel 4.5 Hasil Uji Autokorelasi

Jumlah Variabel Bebas	DU	Nilai Durbin Watson	4- DU	Keterangan
3	1,604	1,754	2,396	Tidak terjadi autokorelasi

Tampak pada Tabel 4.5 bahwa hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa nilai du < DW< (4-du) atau 1,604 < 1,754 < 2,396 artinya model regresi bebas dari masalah autokorelasi atau tidak ada autokorelasi antara kesalahan penggangu.

d. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residu autokorelasial satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskesdasititas. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada Tabel 4.6.

Tabel 4.6 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Thitung	Sig.	Keterangan	
INS	-1,318	0,190	Tidak terjadi heteroskedastisitas	
FCF	0,807	0,421	Tidak terjadi heteroskedastisitas	
IOS	-1,494	0,138	Tidak terjadi heteroskedastisitas	

Tampak pada Tabel 4.6 heteroskedasitas dengan metode *glejser*, jika hasil analisis absolut variabel independen tidak signifikan secara statistik tidak berpengaruh terhadap variabel terikat maka tidak terjadi Heteroskedasitas, menunjukkan bahwa nilai signifikan masingmasing variabel independen (signifikansi > 0,05) sehingga dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas.

3. Analisis Regresi Linier Berganda

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang. Guna menjawab hipotesis penelitian dilakukan uji statistik regresi linear ganda. Hasil uji regresi linear berganda dapat dilihat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7 Hasil Uji Regresi Linear Ganda

Variabel	Unstandardized Coefficients	Sig.	Keterangan
INS	0,401	0,240	Ditolak
FCF	0,867	0,030*	Diterima
IOS	0,055	0,392	Ditolak
Konstanta	0,650		
F _{hitung}	3,166		
Sig. F 0,028			
R Square 0,0			
Variabel dependen	KHU (Kebijakan Hutang)		

^{*} Nilai signifikan <5%

Hasil analisis regresi berganda tampak pada Tabel 4.7 dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

Kebijakan Hutang = 0.650+0.401 INS + 0.867 FCF + 0.055 IOS + e

Keterangan:

KHU = Kebijakan Hutang

INS = Kepemilikan institusional

 $FCF = Free \ Cash \ Flow$

MVE = Insvestment Opportunity Set

e = error

- a. Nilai konstanta sebesar 0,650 menunjukkan bahwa jika Variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, *investment opportunity set* perusahaan tidak mengalami perubahan, maka kebijakan hutang memiliki nilai sebesar 0,650.
- b. Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif. Artinya jika Variabel independen lain konstan, maka setiap kenaikan kepemilikan institusional sebesar 1 satuan maka akan naik kebijakan hutang sebesar 0,401 satuan dan juga sebaliknya.
- c. Variabel *free cash flow* memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif. Artinya jika Variabel independen lain konstan, maka setipa kenaikan kepemilikan institusional sebesar 1 satuan maka akan naik kebijakan hutang sebesar 0,867 satuan dan juga sebaliknya.
- d. Variabel *investment opportunity set* memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif. Artinya jika Variabel independen lain konstan, maka setipa kenaikan kepemilikan institusional sebesar 1 satuan maka akan naik kebijakan hutang sebesar 0,055 satuan dan juga sebaliknya.

C. Hasil Penelitian

1. Koefisien Determinasi ($Adjusted R^2$)

Tabel 4.8 Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,289	0,084	0,057	0,88664

Tampak pada Tabel 4.8 nilai *adjusted R square* adalah sebesar 0,057 atau 5,7%. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan variabel bebas yaitu kepemilikan institusioanal, *Free Cash Flow* (FCF) dan *Investment Opportunity Set* (IOS) dapat menjelaskan variabel terikat sebesar 5,7% sedangkan sisanya dijelaskan faktor lain yang tidak terdapat dalam penelitian ini.

2. Pengujian hipotesis (uji nilai t)

Uji nilai t digunakan guna menentukan apakah terdapat pengaruh secara individu (*parsial*) variabel *independent* yakni variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* secara parsial terhadap variabel *dependent* yakni kebijakan hutang. Hasil uji nilai t dapat dilihat pada Tabel 4.9.

Tabel 4.9 Hasil Uji Nilai t Statistik

Variabel	Koefisioen	Sig.t	Keterangan			
	Regresi					
INS	0,401	0,240	Ditolak			
FCF	0,867	0,030	Diterima			
IOS	0,055	0,392	Ditolak			
Variabel dependen : KHU						

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis (uji nilai t) yang tampak pada Tabel 4.9, maka dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Hipotesis Satu (H₁)

Pengujian pertama dalam penelitian ini untuk menguji dan memperoleh bukti empiris apakah kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Tampak pada Tabel 4.9 dapat diketahui pada variabel kepemilikan institusional bahwa koefisien regresi kepemilikan institusional sebesar 0,401 yang memiliki arah positif dengan tingkat signifikansi sebesar 0,240 > α (0,05) sehingga H_1 ditolak. Hasil ini tidak mendukung hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

b. Hipotesis Dua (H₂)

Pengujian kedua dalam penelitian ini untuk menguji dan memperoleh bukti empiris apakah $free\ cash\ flow$ berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Tampak pada Tabel 4.9 dapat diketahui pada variabel $free\ cash\ flow$ bahwa koefisien regresi $free\ cash\ flow$ sebesar 0,867 yang memiliki arah positif dengan tingkat signifikansi sebesar 0,030 < α (0,05) sehingga H_2 diterima. Hasil ini mendukung hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini. Sehingga dapat disimpulkan bahwa $free\ cash\ flow$ berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

c. Hipotesis Tiga (H₃)

Pengujian ketiga dalam penelitian ini untuk menguji dan memperoleh bukti empiris apakah *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Tampak pada Tabel 4.9 dapat diketahui pada variabel *investment opportunity set* bahwa koefisien regresi *investment opportunity set* sebesar 0,055 yang memiliki arah positif dengan tingkat signifikansi sebesar 0,392 $> \alpha$ (0,05) sehingga H₃ ditolak. Hasil ini tidak mendukung hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

D. Pembahasan

Penelitian ini dilakukan bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang. Pembahasan untuk masing-masing hipotesis diuraikan sebagai berikut:

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang tampak pada Tabel 4.9 dapat diketahui bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dibuktikan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,401 yang memiliki arah positif dengan tingkat signifikansi sebesar 0,240 > α (0,05), hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis pertama ditolak. Hasil penelitian yang

dilakukan sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Safitri dan Asyik (2015), Ariyanti (2013), Murtiningtyas (2012), serta Setiana dan Sibagariang (2013) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010), Indahningrum dan Handayani (2013), serta Bernice (2015) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut dikarenakan kepemilikan institusional berlaku sebagai pengawas terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan institusional merupakan perihal kepemilikan saham yang dimiliki suatu lembaga maupun instansi perusahaan seperti bank, investasi, asuransi, dan institusi lainnya. Pembagian saham antara stakeholder dari luar seperti investor institusional bisa mengurangi anggaran agensi (Wahidahwati, 2002). Besar kecilnya kepemilikan institusional tidak akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kebijakan hutang, karena Manajer merupakan pengelola perusahaan yang lebih mengetahui keadaan perusahaan sehingga dalam menentukan hutang akan mempertimbangkan segala risiko atas penggunaan hutang sebagai pendanaan dengan mempertimbangkan faktor lain secara internal maupun eksternal untuk memenuhi kebutuhan perusahaan yang akan digunakan untuk menentukan berapa besar hutang yang akan diambil (Safitri dan Asyik, 2015).

Hasil penelitian juga menunjukkan nilai koefisien regresi dengan arah positif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang, yang berarti semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka kebijakan hutang akan ikut mangalami kenaikan. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan. Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat yang rendah serta akan mendorong peningkatan pengawasan agar lebih optimal dalam kinerja manajemen suatu perusahaan.

Menurut Crutchley dan Hansen (1989) pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan institusional dapat bernilai positif jika kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak debtholders. Karena monitoring dalam perusahaan yang ketat tadi menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan debtholders dan shareholders, sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepemilikan institusional (Putri dan Nasir, 2006). Sedangkan kepemilikan institusional bernilai negatif atau tidak berpengaruh jika manajer bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen. Sehingga manajemen akan berperan aktif dalam pengelolaan perusahaan dan bekerja lebih giat untuk memperoleh keuntungan.

Hal tersebut dapat membuktikan bahwa manajemen merupakan pihak yang lebih mengerti terhadap kebutuhan pendanaan di dalam perusahaan pasti akan lebih berhati-hati dengan mempertimbangkan faktor internal maupun eksternal, dan kepemilikan institusional merupakan pihak yang mengikuti keputusan manajemen dalam mengambil keputusan kinerja keuangan termasuk pengambilan kebijakan hutang, dengan

demikian kepemilikan institusional berlaku sebagai pengawas terhadap kinerja manajemen dalam memanfaatkan dana didalam perusahaan (Safitri dan Asyik, 2015).

2. Pengaruh Free Cash Flow (FCF) terhadap Kebijakan hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang tampak pada Tabel 4.9 dapat diketahui bahwa variabel *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dibuktikan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,867 yang memiliki arah positif dengan tingkat signifikansi sebesar 0,030 < α (0,05), hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang sehingga hipotesis kedua diterima. Hasil penelitian yang dilakukan sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiana dan Sibagariang (2013), Indahningrum dan Handayani (2013), Ariyanti (2013), Syafi'i (2011) yang menyatakan bahwa variabel *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Trisnawati (2016) yang menyatakan bahwa variabel *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. *Free cash flow* merupakan kas berlebih pada perusahaan, yang dibutuhkan untuk mendanai semua kegiatan yang mempunyai NPV positif sesudah dibagi deviden (Sonjaya, 2015). *Cash flow* merupakan adanya dana berlebihan, yang semestinya dialokasikan pada pemegang saham. *Free cash flow* menggambarkan kebebasan perusahaan untuk melakukan penanaman modal tambahan, menambah likuiditas, membeli saham dan melunasi hutang (Arieska dan Gunawan, 2011).

Kebijakan hutang perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan (dana) dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan dan memiliki pengaruh terhadap pendisiplinan perilaku manajer. Hutang akan mengurangi konflik agensi dan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang meningkatkan leverage sehingga meningkatkan kemungkinan kesulitan-kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Kekhawatiran akan kebangkrutan mendorong manajer agar efisien, sehingga memperbaiki biaya agensi (agency cost). Hutang memaksa perusahaan membayar pokok hutang dan bunga sehingga mengurangi free cash flow dan menurunkan insentif manajer untuk berperilaku memuaskan diri sendiri (Setiana dan Sibagariang, 2013).

Variabel free cash flow memiliki koefisien yang positif, yang mengindikasikan bahwa apabila nilai free cash flow mengalami penambahan maka kemungkinan kebijakan hutang pun akan mengalami penambahan nilai. Hal ini berarti bahwa perusahaan tidak mempunyai kesempatan untuk bertumbuh sehingga manajer sudah tidak mempunyai kesempatan untuk berinvestasi. Manajer cenderung akan berperilaku serta bertujuan kepentingan pribadinya. untuk memuaskan Dengan meningkatkan hutang maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokoknya secara periodik sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Hal ini dapat mengurangi kontrol manajer terhadap aliran kas perusahaan (Safitri dan Asyik, 2015)

Free cash flow sebagai aliran kas yang tersedia bagi perusahaan dapat digunakan untuk penggunaan pembelanjaan perusahaan seperti

akusisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan, pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin besar *Free cash flow* yang tersedia dalam satu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan dividen (Setiana dan Sibagariang, 2013). *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang, pembelian kembali saham, pembayaran dividen atau disimpan untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan masa mendatang

3. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang tampak pada Tabel 4.9 dapat diketahui bahwa variabel *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dibuktikan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,055 yang memiliki arah positif dengan tingkat signifikansi sebesar 0,392 > α (0,05), hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis ketiga ditolak. Hal ini disesabkan karena *investment opportunity set* bagi perusahaan sudah cukup serta berfungsi untuk meningkatkan produktivitas perusahaan, karena sumber dana perusahaan dapat dicukupi dengan besarnya *investment opportunity set* yang dilakukan perusahaan, sehingga dengan menggunakan sumber pendanaan internal untuk kegiatan operasional perusahaan lebih menguntungkan.

Dalam melakukan suatu investasi mungkin saja perusahaan sebelumnya sudah memprediksi atau sudah menyiapkan dana serta modal untuk melakukan investasi. Maka tinggi rendahnya *investment opportunity* set tidak akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kebijakan

hutang. *Investment opportunity set* juga merupakan karateristik yang digunakan perusahaan dalam menentukan cara pandang manajer, pemilik, investor, maupun kreditor terhadap keputusan pendanaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tinggi rendahnya *investment opportunity set* tidak akan menentukan apakah kebijakan hutang perusahaan akan tinggi atau rendah (Andriella, 2015).

Hasil penelitian yang dilakukan sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andriella (2015) yang menyatakan bahwa variabel *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Chabachib (2013) serta Fitriyah dan Hidayat (2011) yang menyatakan bahwa variabel *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian juga menunjukkan nilai koefisien regresi dengan arah positif antara *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang, yang artinya semakin tinggi *investment opportunity set* maka kebijakan dalam melakukan hutang juga akan semakin tinggi. Dengan adanya *investment opportunity set* yang tinggi perusahaan akan melakukan investasi yang akan menambah keuntungan perusahaan dibandingkan harus melakukan hutang.

Arieska dan Gunawan (2011) menjelaskan *investment opportunity* set merupakan adanya pilihan lain penanaman modal bagi perusahaan pada masa mendatang yang merupakan kombinasi antara assets in place (aktiva riil yang dimiliki) yang sifatnya tangible dengan investment opportunity atau growth option yang sifatnya intangible dimana keduanya akan sangat

menentukan keputusan pendanaan di masa depan. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar, memiliki alternatif-alternatif investasi dengan *net present value* (NPV) positif. Set kesempatan investasi memiliki peranan penting dalam keuangan perusahaan karena gabungan *asset in place* dan kesempatan investasi mampu memengaruhi struktur modal, kematangan dan kontrak hutang, kebijakan dividen, kontrak kompensasi, dan kebijakan akuntansi perusahaan yang berkaitan erat dengan kebijakan hutang perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan tidak ada pengaruh positif antara investment opportunity set terhadap kebijakan hutang. Brigham dan Houston (2010) juga menyatakan bahwa selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan mungkin membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak uang (Putri, 2014).

Perlunya melakukan penanaman modal bagi perusahaan pada masa mendatang untuk menghindari masalah piutang yang kemungkinan menghambat pertumbuhan perusahaan. Mengingat esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan juga merupakan kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan. Dengan demikian semakin tinggi perusahaan melakukan penanaman modal semakin rendah resiko perusahaan mengalami masalah hutang (Fitriyah dan Hidayat, 2011).