

PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR ASET TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DENGAN PEMODERASI RISIKO BISNIS

Nur Ainiyah¹

Tatas Ridho Nugroho²

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Majapahit
nurainiyah0202@gmail.com

Abstract

Agency conflicts can be reduced by monitoring to align the interests of related parties. The existence of this supervision will lead to agency costs. To reduce agency costs, it can be done by increasing assets through debt. Business risk can be used as a foothold in making decisions regarding debt policies for companies. Business risk is influenced by the uncertainty of revenue acquisition for the company. Companies that have a business with business risk are more likely to reduce the amount of debt, because the company does not want to increase the risk of debt repayment difficulties. The greater the risk implies in the small debt for the company. This is certainly influenced by the company's ability to repay debt due to uncertainty (volatility) of income or profits that can be achieved by the company. The sample used was 70. The results of the study concluded that business risk variables could simultaneously be a moderating effect of free cash flow and asset structure on debt policy. this can be seen from an increase in influence of 0.013 or 1.3%. Partially business risk cannot be used as a moderating effect of free cash flow on debt policy. But business risk can be partially used as a moderating effect of asset structure on debt policy

Keywords:

free cash flow, Asset Structure, Debt Policy And Business Risk

Abstrak

“Konflik keagenanan dapat dikurangi dengan pengawasan untuk mensejajarkan kepentingan pihak terkait. Adanya pengawasan ini akan menimbulkan terjadinya *agency cost*”. Untuk mengurangi *agency cost*, bisa dilakukan dengan meningkatkan aktiva melalui hutang. risiko bisnis dapat digunakan sebagai pijakan dalam membuat keputusan terkait kebijakan hutang bagi perusahaan. risiko bisnis dipengaruhi adanya ketidak pastian perolehan pendapatan bagi perusahaan. Perusahaan yang memiliki usaha dengan risiko bisnis, lebih cenderung mengurangi besaran hutang, karena perusahaan tidak mau meningkatkan risiko kesulitan pengembalian hutang. Semakin besar risiko berimplikasi pada kecilnya hutang bagi perusahaan. Hal ini tentunya dipengaruhi adanya kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang karena ketidakpastian (*volatilitas*) pendapatan atau keuntungan yang dapat dicapai oleh perusahaan. Peneliti ini menggunakan analisa regresional dan pembahasannya menggunakan analisa jalur SEM (*Structural Equation Modelling*) yang bersumber pada data *time series*. Sampel yang digunakan sejumlah 70. Hasil penelitian diperoleh kesimpulan bahwa secara simultan variabel risiko bisnis mampu menjadi pemoderasi bagi pengaruh *free cash flow* dan struktur aset terhadap kebijakan hutang. hal ini dapat dilihat dari adanya peningkatan pengaruh sebesar 0,013 atau 1,3%. Secara parsial risiko bisnis tidak bisa dijadikan pemoderasi bagi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Tetapi risiko bisnis bisa secara parsial bisa digunakan sebagai pemoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang.

Kata Kunci:

free cash flow, “struktur aset”, kebijakan hutang, risiko bisnis

PENDAHULUAN

“Setiap perusahaan memiliki tujuan utama untuk meningkatkan nilai dari perusahaan dengan cara meningkatkan taraf kemakmuran sang pemilik atau para pemegang saham” (Brigham dan Gapenski, 1996). Untuk itu diperlukan pengelolaan perusahaan yang baik. adanya pemisahan antara Pengelolaan dan kepemilikan pada suatu perusahaan merupakan bentuk dari perekonomian modern. “Dalam perekonomian Modern pemilik perusahaan atau pemegang saham harus memiliki keberanian dalam mengambil suatu keputusan untuk mendelegasikan pengelolaan perusahaan kepada tenaga profesional (sering disebut sebagai manajemen atau agen) yang lebih mengerti dalam menjalankan bisnis (Harjito, 2006 dalam Setyawati, 2014)”.

Pemegang saham berfungsi sebagai penyandang dana dan fasilitas untuk operasional perusahaan. Manajer berfungsi sebagai pengelola dana serta fasilitas dari apa yang sudah disediakan *prinsipal* dengan kemampuan manajerial yang dilakukan secara profesional. Dengan adanya perbedaan posisi tersebut memungkinkan adanya potensi konflik kepentingan diantara kedua belah pihak. Konflik tersebut biasanya dipicu adanya kepentingan pemegang saham yang tentunya menginginkan dana yang diinvestasikan aman dan mendapatkan untung, sedangkan manajer memiliki kepentingan atas gaji dan pendapatan lainnya atas jasa pengelolaan perusahaan yang telah dilakukannya. Namun, pada kenyataannya manajer cenderung mengutamakan peningkatan gaji dan pendapatan lainnya dibanding mengoptimalkan kemakmuran prinsipal. Kondisi yang demikian disebut *agency conflict*.

“Konflik keagenan dapat dikurangi dengan pengawasan untuk mensejajarkan kepentingan pihak terkait. Adanya pengawasan ini akan menimbulkan terjadinya *agency cost*. Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang terkait dengan manajemen pengawasan guna memastikan bahwa manajer berperilaku dengan cara yang konsisten dengan perjanjian kontrak perusahaan dengan pemegang saham dan kreditur” (Van Horne dan Wachowics, 2014).

Upaya menurunkan *agency cost*, dapat ditempuh melalui upaya peningkatan aktiva melalui hutang. dengan adanya hutang yang tinggi, secara penghitungan finansial pihak manajer cenderung meningkatkan cadangan kas untuk membayar hutang beserta bunganya. Hal yang demikian tentunya dapat mengurangi/membatasi tindakan manajer dalam mengelola *free cash flow* untuk pembiayaan kegiatan dinilai kurang efektif (Yeniatie dan Destriana, 2010).

Hutang merupakan instrumen sensitif dan berdampak pada nilai perusahaan, yang mana salah satu penentunya adalah struktur modal (Mogdilianski dan Miller, 1963). Tingginya beban atas hutang dapat mempengaruhi nilai dari perusahaan. Tetapi perusahaan yang memiliki tingkat hutang rendah/kecil bahkan tidak ada hutang dapat dikatakan bahwa perusahaan tidak dapat menggunakan kesempatan menambah modal eksternal untuk peningkatan operasional perusahaan.

Hal utama terkait kebijakan hutang salah satunya adalah *free cash flow*. *free cash flow theory* mengatakan bahwa tingkat hutang yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Arus kas bebas merupakan arus kas yang tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik hutang). Arus kas bebas berpeluang memunculkan konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Karena hal itu, manajer lebih condong memanfaatkan/menggunakan kas untuk pendanaan proyek berisiko tinggi atau untuk fasilitas yang sebenarnya tidak diperlukan dan tidak ada keterkaitannya dengan nilai saham perusahaan dengan harapan mereka akan menerima insentif tambahan kelak dikemudian hari.

Selain *free cash flow*, “struktur aset” juga merupakan hal penting yang berkaitan dengan kebijakan hutang. struktur aset” dapat digunakan sebagai penentu besaran alokasi dana untuk setiap komponen aktiva, baik itu berupa aktiva lancar maupun aktiva tetap. Besaran aktiva tetap dalam perusahaan dapat digunakan untuk menentukan besaran penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki Aktiva tetap yang berjumlah besar memungkinkan perusahaan untuk berhutang dengan jumlah yang besar pula, karena aktiva tetap bisa diperuntukkan sebagai jaminan pinjaman” (Mamduh, 2004).

risiko bisnis dapat digunakan sebagai pijakan dalam membuat keputusan terkait kebijakan hutang bagi perusahaan. risiko bisnis dipengaruhi adanya ketidakpastian perolehan pendapatan bagi perusahaan (Iman, 2007). Perusahaan yang memiliki usaha dengan risiko bisnis, lebih cenderung mengurangi besaran hutang, karena perusahaan tidak mau meningkatkan risiko kesulitan pengembalian hutang (Mamduh, 2004). Semakin besar risiko berimplikasi pada kecilnya hutang bagi perusahaan. Hal ini tentunya dipengaruhi adanya kemampuan perusahaan dalam

mengembalikan hutang karena ketidakpastian (*volatilitas*) pendapatan atau keuntungan yang dapat dicapai oleh perusahaan. Oleh sebab inilah peneliti akan menganalisa “Pengaruh *free cash flow* Dan struktur aset” Terhadap kebijakan hutang Dengan Pemoderasi risiko bisnis”

Rumusan Masalah

Perumusan masalahnya adalah apakah *free cash flow*, struktur aset”berpengaruh langsung terhadap kebijakan hutang dan dan apakah risiko bisnis bisa menjadi pemoderasi bagi pengaruh *free cash flow*, struktur aset”berpengaruh langsung terhadap kebijakan hutang?

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan membahas perihal dua aktor ekonomi yang saling bertentangan yaitu *prinsipal* dan *agent*. Hubungan keagenan adalah merupakan hubungan yang didasarkan atas suatu kontrak antara *prinsipal* yang bisa terdiri dari satu orang atau lebih untuk memberi perintah kepada (*agent*) agar melaksanakan kegiatan untuk dan atas nama prinsipal beserta kewenangan dalam hal memutuskan tindakan terbaik bagi prinsipal (Ichsan, 2013). Apabila mereka memiliki tujuan yang sama, maka akan tercipta hubungan mutualisme untuk mencapai tujuan bersama..

Teori ini juga menjelaskan tentang adanya potensi konflik antara *prinsipal* dan *agent*. “Untuk mengurangi konflik ini, diperlukan sistim pengawasan untuk menjaga menyelaraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Mekanisme pengawasan tersebut diperlukan biaya keagenan atau sering disebut dengan *agency cost*. Biaya keagenan adalah biaya yang terkait dengan manajemen pengawasan guna memastikan bahwa manajer berperilaku dengan cara yang konsisten dengan perjanjian kontrak perusahaan dengan pemegang saham dan kreditur (Van Home dan Wachowics, 2013)”.

Untuk mengurangi biaya keagenan, maka perusahaan biasanya mengalokasikan dana yang diperoleh melalui hutang. “Peningkatan pendanaan dengan hutang dapat menurunkan masalah keagenan dalam perusahaan dan pada akhirnya mampu mereduksi pemborosan oleh manajemen”. (Wahidahwati, 2002).

Pecking Order Theory

Pecking Order Theory menurut Myers (1984) merupakan “penetapan urutan dalam membuat suatu keputusan terkait pendanaan yang mana manajer hendaknya lebih mengutamakan menggunakan laba yang ditahan, hutang serta penjualan saham sebagai alternatif terakhir”. Teori ini memperjelas alasan perusahaan-perusahaan yang berpotensi menghasilkan keuntungan agar memiliki pinjaman yang sedikit. Kondisi ini bukan disebabkan mereka memiliki tingkatan target *debt ratio* yang rendah, namun karena dengan hanya menggunakan pendanaan *external* yang sedikit. Pada perusahaan yang yang berpotensi menghasilkan keuntungan lebih cenderung mempunyai hutang lebih besar karena dan pendanaan internalnya kurang mencukupi dalam menutup biaya operasional perusahaan sehingga hutang merupakan alternatif yang lebih disukai (Hidayat, 2013).

Trade Off Theory

Trade off theory memberi paparan terkait struktur modal yang optimal berdasarkan keseimbangan manfaat (*tax shields*) atau penghematan pajak dengan biaya kebangkrutan akibat adanya hutang. “Semakin tinggi hutang berarti pula tingginya beban atau risiko yang ditanggung seperti biaya kebangkrutan, beban bunga yang besar dan ditolaknya pinjaman oleh kreditur”” (Hastalona, 2013). Dalam *trade off theory* juga menjelaskan bahwa perusahaan cenderung berhutang sampai level tertentu, karena *tax shields* tidak berjalan dan adanya tambahan hutang yang berarti adanya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya tersebut adalah dikategorikan sebagai kebangkrutan dan biaya keagenan yang jumlahnya meningkat menurunnya nilai/kredibilitas suatu perusahaan. Teori ini juga menjelaskan sebelum hutang mencapai pada titik maksimum, hutang memiliki nilai yang relatif lebih murah berbanding penerbitan saham yang disebabkan adanya *tax shield*. “Demikian pula sebaliknya, apabila hutang sudah pada nilai tertinggi, hutang tidak lagi menarik bagi perusahaan, karena penambahan keuntungan dari hasil produksi tidak berimbang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan” (Atmaja, 2008:359).

kebijakan hutang

Kebijakan ini merupakan sebuah “kebijakan manajerial yang dilakukan pihak manajemen untuk memperoleh pendanaan eksternal (pihak ketiga) yang sedianya akan digunakan untuk pembiayaan operasional bagi perusahaan. kebijakan ini merupakan perimbangan modal eksternal/asing ataupun hutang dengan modal sendiri” (Setiana, 2013). kebijakan hutang dapat diukur dengan *debt to equity ratio*/DER. *Debt to equity ratio* terdiri dari total keseluruhan dari kewajiban perusahaan baik kewajiban lancar ataupun kewajiban jangka panjang yang dibagi total ekuitas. DER merupakan gambaran kemampuan suatu perusahaan dalam mengalokasikan dana untuk biaya operasionalnya yang bersumber dari hutang. Apabila DER semakin rendah, maka hal yang akan terjadi adalah :

1. Kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya semakin tinggi.
2. Perusahaan menggunakan sedikit hutang dalam mendanai operasinya.
3. meminimalisir kebangkrutan dan *financial distress*.

free cash flow

Menurut Murhadi (2013) bahwa “*free cash flow* merupakan kas yang memang disediakan oleh perusahaan untuk pembiayaan berbagai aktivitas. *free cash flow* dikonsentrasikan pada kas yang berasal dari aktivitas operasi setelah digunakan untuk investasi ulang. Konflik yang terjadi antara *principal* dan *agent* pada perusahaan yang memunculkan *free cash flow* biasanya memanfaatkan hutang untuk mengurangi biaya agensi akibat adanya konflik tersebut”. Menurut “Rose et al (2000) dalam Naini dan Wahidahwati (2014)” bahwa *free cash flow* merupakan “ arus kas yang bebas didistribusikan oleh perusahaan kepada kreditur dan pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi aset tetap”. Rumus hitung *free cash flow* sebagaimana berikut :

$$FCF = \frac{AKOit - PMit - MKBit}{Total Asset}$$

Keterangan :

- “FCFit” = free cash flow
“AKOit” = “aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t”
“PMit” = “pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t”
“NWCit” = “modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t = aset lancar – kewajiban lancar”

Rumus lain yang dikemukakan Penman (2007) yaitu :

$$“FCF = CFO - CFI”$$

Keterangan :

- “FCF” = “*free cash flow*”
“CFO” = “ arus kas operasi”
“CFI” = “ arus kas investasi”

Dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* merupakan kas bebas dan tersedia setelah biaya operasional dan investasi terpenuhi.

“struktur aset”

struktur aset”(FAR) merupakan pijakan dalam menentukan besaran alokasi dana untuk setiap komponen aktiva. Perusahaan yang mempunyai aset tetap yang besar memiliki kesempatan untuk menggunakannya sebagai jaminan sehingga mereka cenderung memilih untuk menggunakan hutang yang lebih besar. Pengukuran struktur aset”lebih banyak menggunakan aset tetap. Karena aset tetap dapat dikatakan sebagai salah satu unsur yang penting dan dibutuhkan perusahaan dalam menghasilkan produk. Sehingga variabelnya secara umum diukur dengan menghitung total aset tetap yang dibandingkan dengan total aset keseluruhan dalam satuan risiko atau persen. Maka dari itu, struktur aset”dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$FAR = \frac{Aset Tetap}{Total Aset} \times 100\%$$

risiko bisnis

risiko bisnis merupakan ketidakpastian pendapatan yang dapat diperoleh dari operasional perusahaan. risiko bisnis bisa menjadi tinggi apabila perusahaan mempunyai hutang yang banyak yang tentunya mereka gunakan untuk pendanaannya. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung membuat tingkat kepemilikan saham manajemen rendah, karena manajemen cenderung membatasi diri untuk menjadi pemilik perusahaan setelah mengetahui bahwa perusahaan menghadapi risiko bisnis yang tinggi (Erkaningrum, 2013).

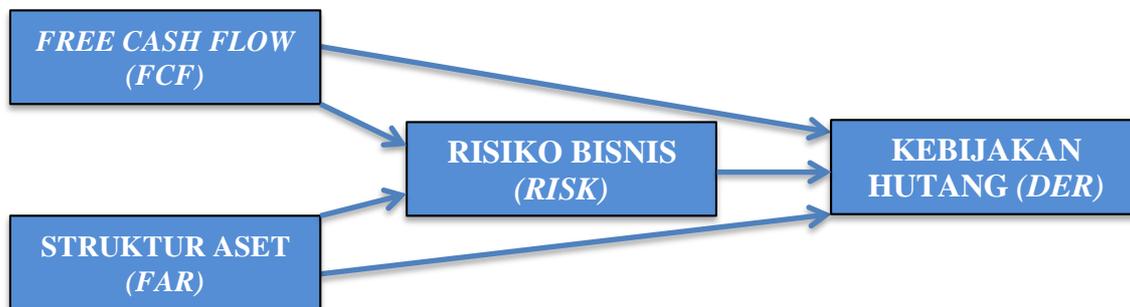
risiko bisnis dapat dijadikan indikator penting oleh perusahaan dalam sistem pendanaannya untuk menentukan kebijakan hutang. Perusahaan tentunya akan memiliki risiko bisnis yang kecil jika perusahaan mampu menjaga stabilitas permintaan akan barang produksi, menjaga harga input maupun produk secara konstan, menjaga fleksibilitas harga produk yang sesuai dengan kenaikan biaya dan selalu berupaya menurunkan biaya variabel. Rumus untuk menghitung risiko bisnis adalah:

$$\text{Risk} = \frac{EBIT}{\text{Total Assets}}$$

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan analisa regresional dan pembahasannya menggunakan analisa jalur SEM (*Structural Equation Modelling*) yang bersumber pada data *time series*. Populasi penelitian merupakan “perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2018”. Sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Sampel yang digunakan sejumlah 70 perusahaan dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015 sampai dengan periode 2018.
2. Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan periode 2015 sampai dengan periode 2018
3. Perusahaan yang melaporkan data keuangan dengan lengkap dan didalamnya termuat informasi sesuai kebutuhan untuk pengukuran dalam rentang periode 2015 sampai dengan periode 2018.



Gambar 1. Rancangan Penelitian

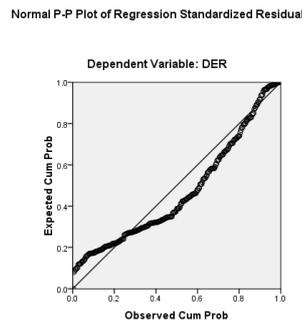
HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi yang menjadi obyek adalah perusahaan manufaktur yang listing di IDX selama periode 2015-2018. Dari hasil sampling di peroleh sampel sebanyak 70 perusahaan manufaktur berdasarkan kriteria yang ditetapkan

Uji Normalitas

“Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel bebas dan variabel terikat keduanya memiliki distribusi normal atau tidak” (Ghozali, 2009). Normalitas diukur dengan Probability Plot. “Data dapat dikatakan terdistribusi normal, jika data atau titik menyebar disekitar garis diagonal dan data dikatakan tidak terdistribusi normal, jika data atau titik menyebar jauh dari arah garis atau tidak mengikuti diagonal” (Ghozali, 2009). Berdasarkan hasil uji *Probability Plot* gambar 2 menunjukkan dataterdistribusi normal

Gambar 2. Hasil Uji Grafik Histogram P-P Plot



Uji Multikolinearitas

“Uji multikolinearitas tujuannya untuk mengetahui ada tidaknya hubungan antara variabel bebas. Uji multikolinieritas dilakukan dengan melihat nilai *tolerance* dan uji multikolinieritas VIF. Jika nilai *tolerance* maupun nilai VIF mendekati atau berada disekitar angka satu, maka antar variabel bebas tidak terjadi multikolinieritas. Nilai yang menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *Tolerance* $\geq 0,1$ dan nilai *VIF* ≤ 10 (Ghozali, 2009)”.

Tabel 1 Uji Multikolinieritas

“Model”		“Unstandardized Coefficients”		“Standardized Coefficients”	“Collinearity Statistics”	
		“B”	“Std. Error”	“Beta”	“Tolerance”	“VIF”
1	“(Constant)”	.932	.095			
	FCF	.645	.077	.454	.947	1.056
	FAR	.334	.196	.092	.933	1.071
	RIS	-.366	.167	-.116	.971	1.030

“a. Dependent Variable: DER”

Sumber : Data Penelitian Diolah, 2019

Pada tabel 1 diatas nilai *tolerance* variable FCF, FAR dan RIS tidak mengalami multikolenieritas sehingga semua dapat digunakan atau dipakai dalam menentukan keberpengaruhannya terhadap kebijakan hutang pada perusahaan.

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk mengetahui bahwa pengamatan dari data residual saling berkorelasi atau tidak. Dan untuk mengetahui ada atau tidaknya autokorelasi maka alat ukur yang digunakan adalah tes *Durbin Watson* (DW).

Tabel 2 Uji Autokorelasi

Durbin-Watson	dU	4-Du	Interpretasi
2,049	1,81846	2,1815	Tidak terjadi autokorelasi

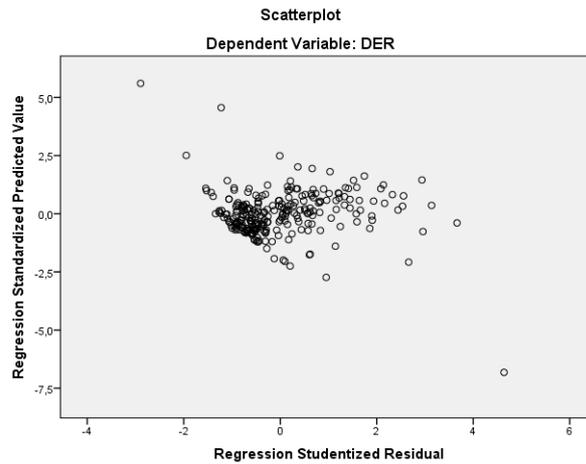
Sumber : Data Penelitian Diolah, 2019

Tidak ada autokorlasi jika nilai *Durbin Watson* (DW) berada pada $dU < DW < (4-dU)$. data menunjukkan nilai DW sebesar 2,049. berada pada $1,81846 < 2,049 < 2,1815$. Dengan demikian dinyatakan tidak saling berkorelasi atau berhubungan.

Uji Heteroskedastisitas

“Tujuan dari uji heteroskedastisitas adalah untuk menguji apakah dalam model regresi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain” (Ghozali, 2011). Uji yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode scatterplots.

Gambar 3 : Hasil Uji Scatterplot



Berdasarkan hasil uji heterokedastisitas metode scatterplots diketahui bahwa titik-titik data menyebar dan penyebaran titik-titik data tidak berpola menunjukkan tidak terjadi gejala heterokedastisitas

Uji Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis antara variabel FCF, FAR dan Risk terhadap DER dapat ditunjukkan dengan menggunakan uji simultan (uji F), koefisien determinasi (R²), dan uji parsial (uji t).

Uji Simultan (Pengaruh dengan Pemoderasi)

Untuk mengetahui adanya pengaruh simultan maka digunakan uji F. Jika nilai dari F hitungnya lebih besar dari F tabel atau signifikansinya kurang dari 5%, maka variabel bebas berpengaruh pada variabel terikat dan demikian sebaliknya.

Untuk mengetahui nilai F tabel adalah dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$F \text{ tabel} = F (k:n-k)$$

$$F (3 : 277)$$

$$\text{Nilai } F \text{ tabel} = 2,636$$

Hasil pengujian pengaruh antara FCF, FAR dan Risk terhadap DER secara simultan dengan menggunakan uji F adalah sebagai berikut :

Tabel 3 Hasil Uji Simultan (Pengaruh dengan Pemoderasi)

“Model”	“Sum of Squares”	“df”	“Mean Square”	“F”	“Sig.”	
1	Regression	35.549	3	11.850	29.278	.000 ^a
	Residual	111.705	276	.405		
	Total	147.254	279			

“a. Predictors: (Constant), RIS, FCF, FAR”

“b. Dependent Variable: DER”

Sumber : Data Penelitian Diolah, 2019

Hasil pengujian secara simutan dengan uji F didapatkan nilai F hitung adalah 29,278 dan signifikansi menunjukkan nilai 0,00. F_{hitung} sebesar 29,278 lebih besar dari F_{tabel} 2,636 dan signifikansinya juga lebih kecil dari 0,05. oleh karenanya *free cash flow*, struktur aset” dan risiko bisnis berpengaruh simultan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2018

Uji Simultan (Pengaruh Langsung)

Hasil pengujian secara simultan dengan uji F didapatkan nilai F hitung adalah 40,968 dan signifikansi menunjukkan nilai 0,00. F_{hitung} sebesar 40,968 lebih besar dari F_{tabel} 2,636 dan signifikansinya juga lebih kecil dari 0,05. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh simultan *free cash flow*, struktur aset terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2018.

Tabel 4 Uji Simultan (Pengaruh Langsung)

“Model”	“Sum of Squares”	“df”	“Mean Square”	“F”	“Sig.”
1 “Regression”	33.615	2	16.807	40.968	.000 ^a
“Residual”	113.639	277	.410		
“Total”	147.254	279			

“a. Predictors: (Constant), FAR, FCF”

“b. Dependent Variable: DER”

Sumber : Data Penelitian Diolah, 2019

Uji Koefisiensi Determinasi (Besar Pengaruh dengan Pemoderasi)

Hasil uji koefisiensi determinasi adalah sebagai berikut :

Tabel 5 Hasil Koefisiensi Determinasi (Pengaruh dengan Pemoderasi)

“Model”	“R”	“R Square”	“Adjusted R Square”	“Std. Error of the Estimate”
1	.491 ^a	.241	.233	.636182

Sumber : Data Penelitian Diolah, 2019

Dari tabel di atas dapat disimpulkan bahwa dalam pengujian regresi berganda didapatkan nilai koefisiensi determinasi (R^2) sebesar 0,241 yang artinya *free cash flow*, struktur aset dan risiko bisnis berpengaruh simultan sebesar 24,1% terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2018 sedangkan 75,9% dipengaruhi faktor lain yang tidak masuk dalam penelitian.

Uji Koefisiensi Determinasi (Besar Pengaruh Langsung)

Dari tabel 6 dapat disimpulkan bahwa dalam pengujian regresi berganda didapatkan nilai koefisiensi determinasi (R^2) sebesar 0,228 yang artinya *free cash flow*, struktur aset dan risiko bisnis berpengaruh simultan sebesar 22,8 % terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2018 sedangkan 77,2% dipengaruhi dan dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Data sebagaimana tabel 5 dan 6 menunjukkan perbedaan hasil R Square. nilai pengaruh langsung sebesar sebesar 0,228 dan pengaruh tidak langsung 0,241. Dari hasil uji tersebut ada perbedaan sebesar 0,013. Dari perbandingan hasil keduanya menegaskan variabel RISK bisa dijadikan pemoderasi karena ada peningkatan pengaruh sebesar 0,013 atau 1,3%.

Tabel 6 Hasil Koefisiensi Determinasi (Pengaruh Langsung)

“Model”	“R”	“R Square”	“Adjusted R Square”	“Std. Error of the Estimate”
1	.478 ^a	.228	.223	.640508

Sumber : Data Penelitian Diolah, 2019

Uji Parsial (Pengaruh dengan Pemoderasi)

perbandingan nilai t hitung dengan nilai t tabel pada level ketepatan 5% dimana nilai t hitung > t tabel dan nilai signifikansi atas ketepatan hitung dibawah 0,05 H0 ditolak dan Ha diterima. Hasil uji statistik t yang digunakan untuk menguji pengaruh antara variabel FCF, FAR, dan Risk terhadap DER dapat dilihat dalam tabel berikut :

Tabel 7 Hasil Uji Parsial (Pengaruh dengan Pemoderasi)

"Model"	"Unstandardized Coefficients"		"Standardized Coefficients"		"t"	"Sig."
	"B"	"Std. Error"	"Beta"	"t"		
1	"(Constant)"	.932	.095		9.849	.000
	FCF	.645	.077	.454	8.434	.000
	FAR	.334	.196	.092	1.699	.090
	RIS	-.366	.167	-.116	-2.186	.030

Sumber : Data Penelitian Diolah, 2019

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 7 di atas, oleh karena itu signifikansi dari FCF dan RISK < 0,005. Sedangkan FAR > 0,05. Nilai t hitung FCF > t table yakni 8,434 > 1,969 sedangkan nilai FAR < t table yakni 1,699 < 1,969 dan RISK -2,186 < -1,969. oleh karenanya variable FCF dan RISK berpengaruh parsial terhadap DER dan Hanya variable FAR yang tidak berpengaruh.

Uji Parsial (Pengaruh Langsung ke variabel pemoderasi)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 8, dapat disimpulkan bahwa signifikansi dari variable FCF lebih besar dari 0,005. Nilai t hitung FCF lebih kecil dari t table yakni 1,712 < 1,969 sedangkan nilai FAR lebih kecil dari -t table yakni -2,646 < -1,969 dan signifikansinya 0,009 < 0,05. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan variable FCF secara parsial tidak berpengaruh terhadap RISK. sedangkan variable FAR yang berpengaruh negatif terhadap risiko bisnis berpengaruh negative.

Tabel 8 Hasil Uji Parsial (Pengaruh Langsung ke variabel pemoderasi)

"Model"	"Unstandardized Coefficients"		"Standardized Coefficients"		"t"	"Sig."
	"B"	"Std. Error"	"Beta"	"t"		
1	(Constant)	.172	.032		5.309	.000
	FCF	.047	.027	.104	1.712	.088
	FAR	-.184	.070	-.160	-2.646	.009

a. Dependent Variable: RIS

Sumber : Data Penelitian Diolah, 2019

Model Regresi

Dari hasil penghitungan statistik diperoleh model regresi sebagai berikut :

1. Model regresi pengaruh *free cash flow* dan struktur aset terhadap kebijakan hutang dengan pemoderasi risiko bisnis dapat dibentuk dengan melihat hasil olah data sebagaimana tabel 7. Pada tabel 7 variabel struktur aset (FAR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DER). oleh karena itu persamaan yang diperoleh sebagaimana berikut:

$$DER = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_3 RISK + e$$

$$DER = 0,932 + 0,645 FCF + -0,681 RISK + e$$

Dalam rumus regresi ini hanya dimasukkan variable FCF dan RISK saja karena FAR tidak signifikan.

2. Model regresi pengaruh *free cash flow* dan struktur aset terhadap risiko bisnis dapat dibentuk dengan melihat hasil olah data sebagaimana tabel 9. Pada tabel 9 variabel struktur aset (FAR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DER). oleh karena itu persamaan yang diperoleh sebagaimana berikut:

$$DER = \alpha - \beta_2 FAR + e$$

$$DER = 0,172 - 0,184 FAR + e$$

Dalam rumus regresi ini dimasukkan hanya FAR saja karena FCF tidak signifikan.

Analisis Jalur

Dari pembahasan dan olah data tersebut dapat diuraikan menggunakan analisa jalur adanya pengaruh langsung ataupun pengaruh dengan pemoderasi secara terperinci sebagaimana berikut:

1. Hasil penghitungan menegaskan bahwa pengaruh *free cash flow* (FCF) terhadap kebijakan hutang (DER) memperoleh nilai signifikansi $0,000 < 0,05$. Hal tersebut menandakan *free cash flow* (FCF) berpengaruh secara langsung signifikan terhadap kebijakan hutang (DER).
2. Hasil penghitungan menegaskan bahwa pengaruh struktur aset (FAR) terhadap kebijakan hutang (DER) memperoleh nilai signifikansi $0,090 > 0,05$. Hal tersebut menandakan struktur aset (FAR) tidak berpengaruh secara langsung signifikan terhadap kebijakan hutang (DER).
3. Hasil penghitungan menegaskan bahwa pengaruh *free cash flow* (FCF) terhadap risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi sebesar $0,088 > 0,05$. Hal tersebut menandakan *free cash flow* (FCF) tidak berpengaruh secara langsung signifikan terhadap risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi.
4. Hasil penghitungan menegaskan bahwa pengaruh struktur aset (FAR) terhadap risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi sebesar $0,009 < 0,05$. Hal tersebut menandakan struktur aset (FAR) berpengaruh secara langsung signifikan terhadap risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi.
5. Hasil penghitungan menegaskan bahwa pengaruh risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi terhadap kebijakan hutang (DER) sebesar $0,030 < 0,05$. Hal tersebut menandakan risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi berpengaruh secara langsung signifikan terhadap kebijakan hutang (DER).
6. Hasil penghitungan menegaskan bahwa pengaruh *free cash flow* (FCF) dengan risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi terhadap kebijakan hutang (DER) sebesar 0,628. Pengaruh tidak langsung *free cash flow* (FCF) dengan pemoderasi risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi terhadap kebijakan hutang (DER) adalah hasil perkalian nilai β *free cash flow* (FCF) terhadap risiko bisnis (RISK) yang (nilainya dianggap 0 karena tidak signifikan) dengan nilai β risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi terhadap kebijakan hutang (DER) yakni $0 \times - 0,366 = 0$. Hal tersebut menandakan pengaruh total yang diberikan *free cash flow* (FCF) terhadap kebijakan hutang (DER) adalah hasil penjumlahan pengaruh langsung dengan pengaruh tidak langsung yakni $0,628 - 0 = 0,628$. Oleh karena nilai hasil penjumlahan tersebut adalah sama besar dengan pengaruh langsung *free cash flow* (FCF) terhadap kebijakan hutang (DER) maka risiko bisnis (RISK) tidak memoderasi pengaruh *free cash flow* (FCF) terhadap kebijakan hutang (DER).
7. Hasil penghitungan menegaskan bahwa pengaruh struktur aset (FAR) dengan risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi terhadap kebijakan hutang (DER) sebesar 0 karena tidak signifikan. Pengaruh tidak langsung struktur aset (FAR) dengan pemoderasi risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi terhadap kebijakan hutang (DER) adalah hasil perkalian

nilai β struktur aset²(FAR) terhadap risiko bisnis (RISK) yang (nilainya dianggap 0 karena tidak signifikan) dengan nilai β risiko bisnis (RISK) selaku pemoderasi terhadap kebijakan hutang (DER) - 0,184 x - 0,366 = 0,067. Hal tersebut menandakan pengaruh total yang diberikan struktur aset²(FAR) terhadap kebijakan hutang (DER) adalah hasil penjumlahan pengaruh langsung dengan pengaruh tidak langsung yakni $0 + 0,067 = 0,067$. Data menunjukkan nilai pengaruh langsung sebesar 0 dan pengaruh tidak langsung sebesar 0,067. Oleh karena nilai hasil penjumlahan tersebut lebih besar dengan pengaruh langsung struktur aset²(FAR) terhadap kebijakan hutang (DER) maka risiko bisnis (RISK) memoderasi pengaruh struktur aset²(FAR) terhadap kebijakan hutang (DER).

KESIMPULAN

Dari hasil olah data dan pembahasan diperoleh kesimpulan bahwa secara simultan variabel risiko bisnis mampu menjadi pemoderasi bagi pengaruh *free cash flow* dan struktur aset² terhadap kebijakan hutang. hal ini dapat dilihat dari adanya peningkatan pengaruh sebesar 0,013 atau 1,3%. Secara parsial risiko bisnis tidak bisa dijadikan pemoderasi bagi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Tetapi risiko bisnis bisa secara parsial bisa digunakan sebagai pemoderasi pengaruh struktur aset² terhadap kebijakan hutang.

SARAN

saran yang dapat diberikan dari hasil penelitian ini adalah perusahaan hendaknya lebih bijaksana dalam menentukan kebijakan hutang. mereka harus mempertimbangkan nilai perusahaan dan profitabilitas usaha agar tidak menjadi pailit atau mengalami *financial distress*. dengan demikian laba perusahaan dapat terjaga bahkan dapat dimaksimalkan agar para prinsipal merasa aman atas dana mereka yang diinvestasikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Atmaja, Lukas Setia.2008.”*Teori & Praktik Manajemen Keuangan.Yogyakarta*”: Andi Offset
- Brigham, E.F.dan Gapenski, LouisC. 1996. “*Intermediate finance management*” (5th ed.). *Harbor Drive: The Dryden Press*.
- Erkaningrum Indri, F. 2013.” *Interactions Among Insider Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Investment Decision, And Business Risk*”. *Journal of Indonesian Economy and Business* Volume 28, Number 1, 2013, 132 – 148
- Ghozali, Imam. 2009. “*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS* “.Semarang : UNDIP
- Ghozali, Iman. 2007. “*Teori akuntansi*”. Cetakan III. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, Mamduh. (2004). “*Manajemen Keuangan*”, BPFE, Yogyakarta
- Hastalona, Dina. 2013. “*Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi kebijakan hutang*”. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*. Vol 5. No. 1 :60-72.
- Hidayat, Muhammad, Arif. 2013. “*Prediksi Financial DistressPerusahaan Manufaktur di Indonesia*”. Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Ichsan. 2013. “Teori Keagenan (Agency Theory) “ (<https://bungrandhy.wordpress.com/2013/01/12/teori-keagenan-agency-theory/>)
- Modigliani, Franco and Miller, Merton H. 1963. “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963), Published by: American Economic URL: <http://www.jstor.org/stable/1809167>

- Murhadi, Werner R. 2013. "*Analisis Laporan Keuangan, Proyeksi dan Valuasi Saham*". Jakarta: Salemba Empat
- Myers, S.C. (1984). "*Capital Structure Puzzle*". *Journal of Finance*39, 1-33.
- Naini, D. I., dan Wahidahwati. 2014. "*Pengaruh free cash flow dan Kepemilikan Institusional Terhadap kebijakan hutang dan Nilai Perusahaan*". *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, Vol 3(4), Pp 1-17
- Penman, Stephen H. 2007. "*Financial Statement analysis and Security Valuation*" .3rd Edition: McGraw-Hill.
- Setiana, Esa. 2013. "*Pengaruh free cash flow Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap kebijakan hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)*". *Jurnal Telaah Akuntansi*, 15 (01). pp. 16-33. ISSN 1693-6760
- Setyawati. 2014."Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Dividen, struktur aset"Dan Profitabilitas Terhadap kebijakan hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012)".SkripsiUniversitas Diponegoro.
- Van Horne, James C dan Wachowicz, John M. Jr. 2013. "*Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*". Edisi Indonesia. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Van Horne, James C. dan Wachowicz, John M. Jr. 2014. "*Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan (Fundamentals of Financial Management)*". Edisi 13 Buku 2. Jakarta: Salemba Empat
- Wahidahwati. 2002. "*Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan KepemilikanInstitusional Pada kebijakan hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency* ", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No.1, Januari:Hal 1-16.
- Yeniatie dan Destriana, Nicken. 2010. "*Faktor-Faktor yang Mempengaruhi kebijakan hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.Vol. 12. No. 1. April. hlm. 1-16