

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN RISIKO BISNIS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

Krisna Suhartatik

krisnasuhartatik18@gmail.com

Anindhyta Budiarti

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is aimed to examine the influence of free cash flow, dividend policy, and business risk to the debt policy. This research has been conducted at State-Owned Enterprises (SOEs) which are listed in Indonesia Stock Exchange. The data is the secondary data which is in the form of annual financial statements. The population is 20 State-Owned Enterprises (SOEs) which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2012-2016 periods. The sample selection has been done by using purposive sampling technique and some specific criteria so that 8 companies which have met the criteria have been selected as samples. The data analysis has been done by using multiple linear regressions and the 20th version SPSS (Statistical Product and Service Solutions) software. The results showed that free cash flow has negative and significant influence on debt policy. While dividend policy variable have positively influence, but not significant to debt policy and business risk have negative influence, but not significant to debt policy. Simultaneously, free cash flow, dividend policy, and business risk have a significant influence on debt policy with a significance level of 0.005.

Keywords: *free cash flow, dividend policy, business risk and debt policy*

ABSTRAK

Penelitian bertujuan untuk menguji pengaruh free cash flow, kebijakan dividen, dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejumlah 20 perusahaan selama periode 2012-2016. Adapun pemilihan sampel dilakukan dengan teknik purposive sampling dengan menggunakan beberapa kriteria tertentu sehingga diperoleh sampel sejumlah 8 perusahaan yang sesuai dengan kriteria. Analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan menggunakan software SPSS (Statistical Product and Service Solutions) versi 20. Hasil penelitian menunjukkan bahwa free cash flow berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel kebijakan dividen dan risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Secara simultan, free cash flow, kebijakan dividen, dan risiko bisnis memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dengan tingkat signifikansi 0,005.

Kata Kunci: free cash flow, kebijakan dividen, risiko bisnis, kebijakan hutang

PENDAHULUAN

Perusahaan BUMN merupakan perusahaan dimana modal operasionalnya dimiliki seluruhnya atau sebagian oleh negara atau pemerintah. Keberadaan perusahaan BUMN diharapkan mampu berperan dalam mensejahterakan rakyat, melayani kepentingan rakyat, menjadi sumber pendapatan bagi negara dan mencegah terjadinya monopoli oleh pelaku ekonomi swasta. Namun seiring berkembangnya kemajuan teknologi, membuat persaingan di dalam dunia usaha semakin ketat. Banyaknya perusahaan baru yang memiliki prospek

dan tingkat pendapatan yang lebih tinggi membuat perusahaan BUMN diharuskan dapat melakukan penyesuaian usaha dengan melakukan ekspansi atau penambahan aset agar mampu bersaing dan memiliki keunggulan kompetitif untuk menguasai persaingan yang ada sesuai dengan tujuannya. Hal tersebut tentunya membutuhkan dana yang cukup besar, maka dari itu perusahaan BUMN memaksimalkan kebutuhan modalnya dengan menggunakan dana yang bersumber dari eksternal atau pihak ketiga, yaitu hutang.

Kondisi hutang perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dalam beberapa tahun terakhir semakin mengkhawatirkan. Hal ini dapat dilihat dari perkembangan hutang BUMN yang terus bertambah setiap tahunnya. Hutang perusahaan BUMN (*non-financial*) pada kuartal ke 2 tahun 2017 ini mencapai Rp. 595,60 triliun, nilai tersebut meningkat Rp. 30,11 triliun dari total hutang pada akhir kuartal tahun 2016 sebesar Rp. 565,49 triliun (Zuhriyah. 2017. <http://finansial.bisnis.com/read/20171009/9/697241/utang-bumn-non-keuangan-pada-kuartal-ii2017-naik-tipis>, 11 November 2017). Penggunaan hutang perusahaan BUMN yang terlalu tinggi dikhawatirkan menimbulkan adanya potensi gagal bayar (*default*) akibat besarnya kewajiban pembayaran pokok dan bunga pinjaman yang tidak didukung oleh pertumbuhan kas bersih operasi. Besarnya hutang dalam suatu perusahaan dapat mempengaruhi kinerja dan kegiatan operasional usaha. Kinerja perusahaan akan menjadi terbebani karena harus mengumpulkan laba sebanyak-banyaknya untuk dapat melunasi hutang yang dihadapi saat ini, meskipun penggunaan hutang yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan dan menarik minat investor akan tetapi risiko kebangkrutan yang dihadapi juga akan semakin tinggi.

Menurut Julita (2012), kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan dalam menggunakan dana hutang dengan memaksimalkan hutang tersebut untuk mendapatkan tingkat pengembalian keuntungan yang setinggi-tingginya. Penggunaan hutang yang terus bertambah terkadang juga tidak buruk asalkan masih dalam batas wajar. Peran manajer disini sangat diperlukan untuk dapat mengelola semua risiko dari hutang yang akan timbul dikemudian hari, sehingga tidak berdampak buruk terhadap keuangan perusahaan.

Menurut Aziza (2010) *free cash flow* merupakan kas lebih suatu perusahaan yang dapat didistribusikan oleh manajer kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan lagi untuk operasi atau investasi pada asset tetap. *Free cash flow* menjadi penyebab konflik keagenan dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer menghendaki dana dari aliran kas yang ada digunakan untuk memperbesar perusahaan, sedangkan pemegang saham menghendaki agar dana aliran kas tersebut dibagikan dalam bentuk dividen untuk meningkatkan kesejahteraannya.

Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang dapat mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menggunakan pendanaan hutang. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil oleh manajemen untuk memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan dibagikan semua kepada pemegang saham atau dibagikan dalam bentuk laba ditahan (Julita, 2012). Jika perusahaan membagikan laba kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, maka cadangan laba ditahan untuk membiayai operasional usaha akan semakin berkurang, oleh karena itu pendanaan hutang seringkali menjadi alternatif bagi perusahaan disaat sumber pendanaan internal semakin menipis.

Hal lain yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang adalah risiko bisnis. Menurut Ghazali (2007), risiko bisnis berkaitan dengan ketidakpastian pendapatan yang diperoleh perusahaan. Perusahaan yang menghadapi risiko bisnis tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari untuk menggunakan hutang yang tinggi dalam mendanai aktivitya karena akan muncul beban biaya atas pinjaman yang dilakukan perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka rumusan masalah dari penelitian ini adalah 1) apakah *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang?; 2) apakah kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang?; 3) apakah risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang?. Berdasarkan rumusan masalah tersebut maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah 1) untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang; 2) untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang; 3) untuk mengetahui pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan hutang. Informasi mengenai *free cash flow*, kebijakan dividen, dan risiko bisnis yang mempengaruhi kebijakan hutang, diharapkan dapat dijadikan sebagai pertimbangan untuk pengambilan keputusan mengenai investasi dan penggunaan kebijakan hutang yang optimal agar tercapai tujuan perusahaan.

TINJAUAN TEORITIS

Trade-Off Theory

Trade-off theory merupakan keputusan perusahaan dalam menggunakan hutang berdasarkan pada keseimbangan antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan (Sudana, 2011: 153). Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat dari penggunaan hutang. Manajer akan berusaha meningkatkan tingkat hutang sampai pada suatu titik dimana nilai perlindungan pajak bunga tambahan benar-benar terimbangi oleh tambahan biaya masalah keuangan. Asalkan manfaat lebih besar, maka tambahan hutang masih diperkenankan. Jika pengorbanan dari penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperkenankan lagi (Hartono, 2003).

Pecking Order Theory

Pecking order theory merupakan penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Hanafi, 2013: 313). Secara spesifik, perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam menggunakan dana, yaitu sebagai berikut : 1) perusahaan memilih *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan; 2) perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis; 3) kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabungkan dengan fluktuasi keuntungan dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi (diprediksi), akan menyebabkan aliran kas internal yang diterima oleh perusahaan melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi; 4) apabila pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan hutang *convertible bond*, dan alternatif paling akhir adalah saham.

Signaling Theory

Menurut Brigham dan Houston (2011: 185) isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

Menurut Ross (1977) (dalam Hanafi, 2013: 316), struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan akan mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Salah satu sinyal yang dapat dipercaya oleh investor adalah jika manajer dapat menggunakan hutang dengan jumlah yang lebih besar. Peningkatan hutang tersebut dapat diartikan oleh pihak luar bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar kewajibannya di masa yang akan datang, sehingga penambahan hutang akan memberikan sinyal positif.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan mengenai keputusan yang diambil perusahaan untuk menjalankan operasionalnya dengan menggunakan hutang keuangan atau *financial leverage* (Brigham dan Houston, 2011: 78).

Menurut Brigham dan Houston (2006: 101) terdapat 3 implikasi penting mengapa perusahaan mendanai perusahaannya dengan hutang (*financial leverage*), antara lain yaitu : 1) dengan memperoleh dana melalui hutang, para pemegang saham dapat mempertahankan kendali mereka atas perusahaan tersebut tanpa harus menambah investasi; 2) kreditur melihat ekuitas atau dana yang disetor pemilik untuk memberikan margin pengaman, sehingga jika pemegang saham hanya memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan, maka risiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditur; 3) Jika perusahaan menghasilkan laba lebih banyak pada investasi yang didanai dengan hutang dibanding jumlah yang harus dikembalikan maka tingkat laba yang diperoleh pemegang saham akan menjadi lebih besar atau *leverage* meskipun tidak menambah penanaman modal.

Free Cash Flow

Ross *et al.* (2008: 35) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada asset tetap.

Keberadaan *free cash flow* dalam suatu perusahaan dapat menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan manajer. Hal tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak, yaitu pemegang saham menginginkan dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya. Sedangkan disisi lain dikarenakan adanya kas yang berlebih dalam perusahaan, akan membuat manajer cenderung menggunakan kas tersebut untuk mendanai proyek berisiko tinggi atau untuk fasilitas yang berlebihan yang tidak ada hubungannya dengan nilai saham perusahaan dengan harapan akan menambah insetif bagi manajer dimasa yang akan datang (Fadhilla dan Jubaedah, 2015).

Kebijakan Dividen

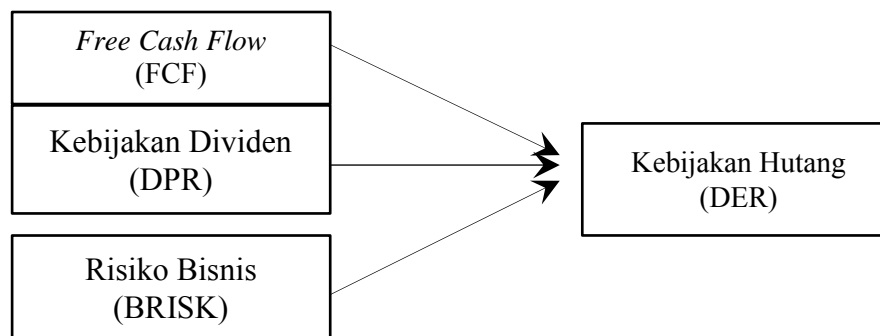
Menurut Harjito dan Martono (2014: 270), kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Dalam menentukan besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan, perusahaan sudah merencanakan dengan menetapkan target *Dividen Payout Ratio* didasarkan atas perhitungan keuntungan yang diperoleh setelah dikurangi pajak. Setiap menentukan besarnya *dividen payout ratio* akan menentukan pula besar kecilnya laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan. *Dividen Payout Ratio* menunjukkan presentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas, sedangkan setiap adanya penanaman laba yang ditahan berarti menunjukkan ada penambahan modal sendiri dalam perusahaan yang diperoleh dengan biaya yang murah.

Risiko Bisnis

Risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan terjadinya akibat buruk atau kerugian yang tidak diinginkan (Ghozali, 2007). Semakin tinggi risiko bisnis suatu perusahaan, maka semakin rendah rasio hutang optimalnya (Brigham dan Houston, 2013: 7)

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian mengenai proyeksi pengembalian atas aktiva di masa mendatang. Risiko bisnis antar perusahaan dalam industri yang sama tentu berbeda-beda, serta dapat berubah sewaktu-waktu. Suatu perusahaan dikatakan memiliki risiko bisnis yang tinggi apabila perusahaan tersebut memiliki volatilitas pendapatan yang tinggi sehingga mempunyai probabilitas kebangkrutan yang tinggi.



Gambar 1
Rerangka Konseptual

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow atau arus kas bebas adalah arus kas perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi, dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Makaryanawati dan Mamdy (2009) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa dengan adanya *free cash flow* yang tinggi dapat digunakan oleh manajer untuk membayar hutang, membagikan dividen kepada pemegang saham, dan untuk membiayai operasional perusahaan serta dapat di investasikan kembali. Sehingga dengan adanya *free cash flow* yang tinggi, perusahaan tidak perlu mencari lagi dana eksternal tambahan yang berasal dari hutang.

H1: *Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham sesuai dengan jumlah lembar saham yang dimiliki. *Pecking order theory* menyatakan bahwa dalam mengambil keputusan pendanaan, pertama kali perusahaan akan memanfaatkan laba ditahan, kemudian apabila tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan hutang. Ketika sebagian besar keuntungan perusahaan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil, sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer lebih cenderung menggunakan hutang yang relatif besar. Oleh karena itu, semakin besar dividen yang dibayarkan pada para pemegang saham maka semakin besar pula penggunaan hutang dalam perusahaan.

H2: Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang

Risiko bisnis mewakili tingkat risiko dari operasi perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Perusahaan yang memiliki risiko tinggi cenderung kurang dapat menggunakan hutang yang besar, seperti yang telah dijelaskan dalam *trade-off theory* yang pada intinya menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan hutang, bahwa semakin banyak hutang semakin tinggi beban biaya kebangkrutan atau risiko yang ditanggung perusahaan. Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka.

H3: Risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian kausal komparatif (*causal comparative research*), yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan sebab-akibat serta pengaruh antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, yaitu penelitian yang memfokuskan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran variabel-variabel penelitian dengan data berbentuk angka dan data-data sekunder yang ditunjukkan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan serta melakukan analisis data dengan prosedur statistik.

Menurut Sugiyono (2014: 115) populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kuantitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh penelitian untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menggunakan periode pengamatan pada tahun 2012-2016.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Menurut Sugiyono (2014: 122) *purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Dari beberapa kriteria yang ditentukan oleh peneliti, maka rincian pengambilan sampel untuk penelitian yaitu, sebagai berikut :

Tabel 1
Proses Pemilihan Sampel

No.	Kriteria Pengambilan Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2012 - 2016	20
2.	Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang mempublikasikan laporan keuangannya secara lengkap dan berturut-turut dari tahun 2012 - 2016 untuk tahun yang berakhir 31 Desember.	(1)
3.	Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang tidak termasuk perusahaan <i>non-financial</i> selama tahun 2012-2016	(4)
4.	Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang tidak membagikan dividen selama tahun 2012-2016	(7)
Perusahaan BUMN yang memenuhi kriteria sampel		8

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2018

Berdasarkan pada kriteria pemilihan sampel tersebut, peneliti memperoleh hasil sebanyak 8 perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang akan diteliti dan dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini jenis data yang digunakan adalah jenis data dokumenter yang berupa laporan keuangan perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara, baik yang dipublikasikan dan tidak dipublikasikan. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa laporan keuangan

perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2016.

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi, yaitu teknik pengambilan data dengan cara mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji laporan keuangan perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) atau akses internet melalui www.idx.co.id.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini terdiri dari variabel dependen yaitu kebijakan hutang dan variabel independen atau variabel bebas berupa *free cash flow*, kebijakan dividen, dan risiko bisnis.

Kebijakan hutang adalah keputusan yang diambil oleh manajemen untuk menentukan besarnya hutang dalam sumber pendanaannya yang berguna untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran kebijakan hutang diukur menggunakan *proxy Debt Equity Ratio* (DER). Menurut Kasmir (2017:157), DER (*debt equity ratio*) dipergunakan untuk mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap seluruh ekuitas yang dimiliki perusahaan dan dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}}$$

Free cash flow atau arus kas bebas merupakan arus kas aktual yang didistribusikan kepada investor sesudah perusahaan melakukan semua investasi dan modal kerja yang diperlukan untuk menjaga kelangsungan operasionalnya. Menurut Penman (2007) arus kas bebas dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$FCF = CFO - CFI$$

Keterangan:

FCF = *free cash flow* (arus kas bebas)

CFO = *cash flow from operations* (arus kas operasi)

CFI = *cash flow from investasion* (arus kas investasi)

Kebijakan dividen merupakan kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen kepada pemilik saham dalam bentuk kas. Keputusan untuk membagikan keuntungan yang diperoleh dalam bentuk dividen ditentukan oleh tingkat keuntungan yang diharapkan atas kesempatan investasi. Menurut Horne dan Wachowicz (2009: 11) menyatakan "kebijakan dividen (*dividend pay out ratio*) menggambarkan jumlah dividen per lembar saham yang dibagikan kepada para pemegang saham terhadap laba per lembar saham". Kebijakan dividen dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Risiko Bisnis adalah ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva masa depan. Dalam perusahaan risiko bisnis akan meningkat jika menggunakan hutang yang tinggi. Hal ini juga akan meningkatkan kemungkinan kebangkrutan. Menurut Rupianti (2013) risiko bukanlah suatu rasio, sehingga satuan ukurannya bukanlah persen. Risiko bisnis pada penelitian ini diproksikan dengan standar deviasi dari EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) dibagi dengan total aset. *Proxy* ini diukur selama 3 tahun terakhir mulai periode (t-2) hingga periode (t). Risiko bisnis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{BRISK} = \frac{\sigma \text{ EBIT}}{\text{Total Aset}}$$

Teknik Analisis Data

Analisis statistik deskriptif

Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui gambaran umum terhadap objek yang diteliti, memberikan informasi untuk mendeskripsikan suatu data yang menunjukkan hasil pengukuran nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (*standar deviation*) dari sampel.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian ini dilakukan untuk memperoleh persamaan yang baik dan mampu memberikan estimasi yang handal. Pengujian ini dilakukan untuk menguji empat asumsi klasik, yaitu: normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Semua pengujian diolah dengan menggunakan komputer program *Statistical Product and Service Solution* (SPSS) versi 2.0.

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal atau tidak dimana model regresi yang baik adalah yang memiliki distribusi normal atau mendekati normal. Menurut Ghozali (2016: 154) untuk mengetahui normalitas data dapat dilakukan dengan dua cara yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik non parametik Kolmogorov Smirnov.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2016: 103). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi diantara variabel bebas. Jika variabel independen saling berkorelasi maka variabel-variabel ini tidak orgonal. Variabel orgonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol. Untuk menguji ada tidaknya multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF).

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain (Ghozali, 2016: 134). Uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas nilai prediksi variabel dependen dengan nilai residualnya. Model yang baik adalah yang homokedastisitas. Uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan uji grafik plot. Untuk menguji ada dan tidak adanya heteroskedastisitas adalah dengan cara melihat grafik *scatterplot* yang berasal dari *output* program SPSS.

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 atau periode sebelumnya (Ghozali, 2016: 107). Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak terjadi autokorelasi didalamnya. Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dalam penelitian ini digunakan uji *Durbin-Watson* (DW Test).

Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh variabel bebas yaitu *free cash flow*, kebijakan dividen, dan risiko bisnis terhadap variabel terikat yaitu kebijakan hutang. Persamaan fungsinya dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{KH} = \alpha + \beta_1\text{FCF} + \beta_2\text{KD} + \beta_3\text{BRISK} + \epsilon_i$$

Keterangan :

- KH = Kebijakan Hutang
- α = Konstanta
- FCF = *Free Cash Flow*
- KD = Kebijakan Dividen
- BRISK = Risiko Bisnis
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien regresi
- ε = Standar Error

Uji Kelayakan Model

Koefisien Determinasi Multiple (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2016: 95). Dalam output atau hasil SPSS, koefisien determinasi (R^2) dapat diinterpretasikan sebagai berikut: 1) jika nilai (R^2) mendekati 1, menunjukkan bahwa kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan semakin kuat; 2) Jika nilai (R^2) mendekati 0, menunjukkan bahwa kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan semakin melemah.

Uji Signifikan Simultan (Uji F) digunakan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen mempunyai pengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependen (Ghozali, 2016: 96). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha = 5\%$). Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis dalam Uji F adalah sebagai berikut: 1) jika nilai signifikan F > 0,05, maka secara simultan variabel independen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen, artinya model yang digunakan dalam penelitian tidak layak dan tidak dapat dipergunakan analisis berikutnya; 2) jika nilai signifikan F \leq 0,05, maka secara simultan variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen, artinya model yang digunakan dalam penelitian layak dan dapat dipergunakan analisis berikutnya.

Pengujian Hipotesis (Uji t)

Uji statistik t (*t-test*) dikenal dengan uji parsial, yaitu untuk menguji seberapa jauh pengaruh masing-masing variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2016: 97). Adapun kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis dalam uji statistik t dengan tingkat signifikansi 0,05 ($\alpha = 5\%$) adalah sebagai berikut : a) jika nilai signifikansi t > 0,05 maka H_1 ditolak dan H_0 diterima, berarti secara parsial variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen; b) jika nilai signifikansi t \leq 0,05 maka H_1 diterima dan H_0 ditolak, berarti secara parsial variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	40	,3449	5,6661	1,860877	1,5813126
FCF	40	-,0699	,4633	,158860	,1376747
KD	40	,1042	,8632	,334728	,1832317
BRISK	40	,0035	,1072	,022958	,0197540
Valid N (listwise)	40				

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Pada variabel kebijakan hutang dapat diketahui nilai minimum dan maksimum DER menunjukkan bahwa besarnya kebijakan hutang pada sampel penelitian ini berkisar antara 0,3449 sampai 5,6661 dengan rata-rata (*mean*) 1,860877 pada standar deviasi sebesar 1,5813126. Nilai standar deviasi DER 1,5813126 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran nilai rasio DER pada perusahaan BUMN relatif kecil dan lebih homogen.

Pada variabel *free cash flow* atau arus kas bebas dapat diketahui bahwa besarnya *free cash flow* pada sampel penelitian ini berkisar antara -0,0699 sampai 0,4633 dengan rata-rata (*mean*) 0,158860 pada standar deviasi 0,1376747. Nilai standar deviasi *free cash flow* 0,1376747 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran nilai *free cash flow* pada perusahaan BUMN relatif kecil dan lebih homogen.

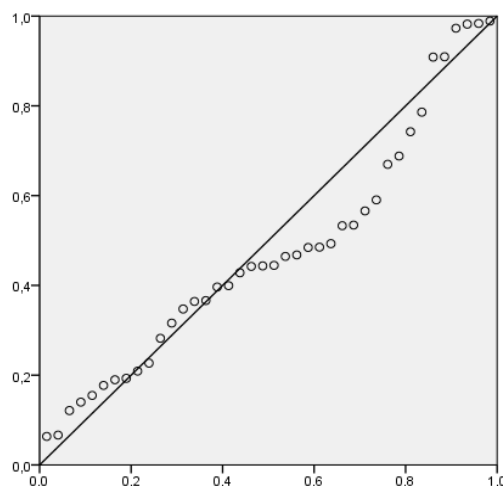
Pada variabel kebijakan dividen dapat diketahui bahwa besarnya kebijakan dividen pada sampel penelitian ini berkisar antara 0,1042 sampai 0,8632 dengan rata-rata (*mean*) 0,334728 pada standar deviasi 0,1832317. Nilai standar deviasi kebijakan dividen 0,1832317 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran nilai kebijakan dividen pada perusahaan BUMN relatif kecil dan lebih homogen.

Pada variabel risiko bisnis dapat diketahui bahwa besarnya risiko bisnis pada sampel penelitian ini berkisar antara 0,0035 sampai 0,1072 dengan rata-rata (*mean*) 0,022958 pada standar deviasi 0,0197540. Nilai standar deviasi risiko bisnis 0,0197540 menunjukkan bahwa ukuran penyebaran nilai risiko bisnis pada perusahaan BUMN relatif kecil dan lebih homogen.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Berdasarkan gambar P-Plot di bawah ini dapat dilihat bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini terdistribusi secara normal. Disamping menggunakan uji analisis grafik Normal P-Plot penelitian ini juga menggunakan uji statistik non- parametik Kolmogorov-Smirnov (*l- sampel K-S*). Jika hasil *l-sampel K-S* diatas tingkat signifikansi 0,05 menunjukkan pola distribusi normal, maka regresi tersebut memenuhi asumsi normalitas.



Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Gambar 2

Grafik Normal Probability Plot (P-Plot)

Berdasarkan Tabel 3 di bawah ini terlihat bahwa nilai signifikansi (*Asymp. Sig. 2 – tailed*) sebesar 0,231. Hal itu menunjukkan bahwa variabel penelitian terdistribusi normal karena tingkat signifikansi lebih dari 0,05 ($0,231 > 0,05$), sehingga *free cash flow*, kebijakan dividen, risiko bisnis, dan kebijakan hutang terdistribusi normal.

Tabel 3
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

		<i>Unstandardized Residual</i>
<i>N</i>		40
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>	0E-7
	<i>Std. Deviation</i>	1,32477183
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	,164
	<i>Positive</i>	,164
	<i>Negative</i>	-,078
<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>		1,039
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		,231

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Uji Multikolinearitas

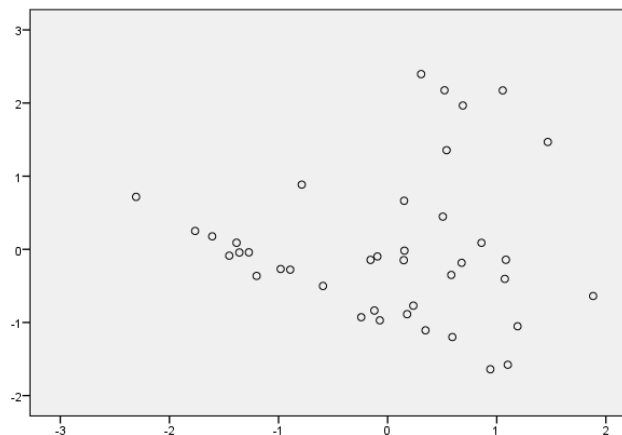
Pada Tabel 4 dibawah ini menunjukkan bahwa besarnya nilai *tolerance* untuk masing-masing variabel lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF untuk masing-masing variabel lebih kecil dari 10, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas antar variabel independen pada persamaan model regresi yang digunakan.

Tabel 4
Hasil Uji Multikolinearitas

Model	<i>Collinearity Statistics</i>	
	<i>Tolerance</i>	VIF
1		
(Constant)		
FCF	,509	1,964
KD	,398	2,513
BRISK	,704	1,420

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Uji Heteroskedastisitas



Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Gambar 3
Grafik Scatterplot

Berdasarkan Gambar 3 dapat diketahui bahwa titik-titik tidak membentuk pola yang jelas. Titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi.

Uji Autokorelasi

Tabel 5
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,546 ^a	,298	,240	1,3788662	2,046

a. Predictors: (Constant), BRISK, FCF, KD

b. Dependent Variable: DER

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Berdasarkan uji autokorelasi pada Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai Durbin-Watson (d) sebesar 2,046. Nilai ini akan kita bandingkan dengan nilai pada tabel Durbin-Watson dengan menggunakan signifikansi 5% dan jumlah pengamatan (n) 40 serta jumlah variabel independen 3 (k=3), maka berdasarkan tabel Durbin-Watson diperoleh nilai batas atas (du) sebesar 1,6589 dan nilai batas bawah (dl) sebesar 1,3384. Sehingga diperoleh persamaan berikut :

$$du < d < 4 - du \longrightarrow 1,6589 < 2,046 < 2,3411$$

Dari persamaan tersebut maka dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam model regresi dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi positif atau negatif.

Analisis Regresi Linear Berganda

Hasil perhitungan analisis regresi linear berganda dengan menggunakan aplikasi SPSS adalah sebagai berikut:

Tabel 6
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	2,978	,462		6,444	,000
1 FCF	-5,606	2,247	-,488	-2,494	,017
KD	,615	1,910	,071	,322	,749
BRISK	-18,827	13,320	-,235	-1,413	,166

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 6 diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$KH = 2,978 - 5,606 \text{ FCF} + 0,615 \text{ KD} - 18,827 \text{ BRISK} + \epsilon_i$$

Menurut hasil persamaan diatas maka dapat dijelaskan sebagai berikut: 1) Nilai konstan 2,978 ini dapat diartikan bahwa kebijakan hutang (DER) akan bernilai 2,978 apabila masing-masing variabel *free cash flow*, kebijakan dividen, dan risiko bisnis bernilai 0.; 2) FCF memiliki koefisien regresi -5,606. Nilai ini menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki hubungan negatif (berlawanan arah) dengan kebijakan hutang; 3) KD memiliki koefisien regresi 0,615. Nilai ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki hubungan positif (searah) dengan kebijakan hutang; 4) BRISK memiliki koefisien regresi -18,827. Nilai ini

menunjukkan bahwa risiko bisnis memiliki hubungan negatif (berlawanan arah) dengan kebijakan hutang.

Uji Kelayakan Model

Koefisien Determinasi (R²)

Pada Tabel 7 di bawah ini dalam kolom *Adjusted R Square*, diperoleh nilai koefisien determinasi sebesar 0,240 yang berarti 24% perubahan kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh *free cash flow*, kebijakan dividen, dan risiko bisnis. Sedangkan sisanya (100% - 24% = 76%) dipengaruhi oleh faktor di luar model penelitian.

Tabel 7
Hasil Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,546 ^a	,298	,240	1,3788662	2,046

a. Predictors: (Constant), BRISK, FCF, KD

b. Dependent Variable: DER

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Uji Signifikan Simultan (Uji F)

Tabel 8
Hasil Uji Signifikan Simultan (Uji F)

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	29,076	3	9,692	5,098	,005 ^b
	Residual	68,446	36	1,901		
	Total	97,521	39			

a. Dependent Variable: DER

a. Predictors: (Constant), BRISK, FCF, KD

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 8 diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 5,098 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,005 (0,005 < 0,05). Nilai F memberikan hasil yang signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow*, kebijakan dividen, dan risiko bisnis berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan hutang, sehingga model dapat dikatakan layak.

Pengujian Hipotesis (Uji t)

Tabel 9
Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,978	,462		6,444	,000
	FCF	-5,606	2,247	-,488	-2,494	,017
	KD	,615	1,910	,071	,322	,749
	BRISK	-18,827	13,320	-,235	-1,413	,166

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018

Berdasarkan hasil uji t pada Tabel 9, maka dapat dijelaskan dan dipaparkan hubungan variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen dalam penelitian ini sebagai berikut: 1) *free cash flow* mempunyai nilai t sebesar -2,494 dengan nilai signifikansi sebesar 0,017 dan nilai koefisien regresi (β) sebesar -5,606. Berdasarkan hasil tersebut dapat dikatakan bahwa nilai signifikansi *free cash flow* lebih kecil dari pada nilai taraf ujinya ($0,017 < 0,05$), maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini berarti variabel *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang; 2) kebijakan dividen mempunyai nilai t sebesar 0,322 dengan nilai signifikansi sebesar 0,749 dan nilai koefisien regresi (β) sebesar 0,615. Berdasarkan hasil tersebut dapat dikatakan bahwa nilai signifikansi kebijakan dividen lebih besar dari pada nilai taraf ujinya ($0,749 > 0,05$), maka H_0 diterima dan H_2 ditolak. Hal ini berarti variabel kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang; 3) risiko bisnis mempunyai nilai t sebesar -1,413 dengan nilai signifikansi sebesar 0,166 dan nilai koefisien regresi (β) sebesar -18,827. Berdasarkan hasil tersebut dapat dikatakan bahwa nilai signifikansi risiko bisnis lebih besar dari pada nilai taraf ujinya ($0,166 > 0,05$), maka H_0 diterima dan H_3 ditolak. Hal ini berarti variabel risiko bisnis berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

PEMBAHASAN

Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang

Free cash flow (FCF) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dengan nilai *sig* $0,017 < 0,05$ dan nilai koefisien regresi (β) sebesar -5,606. Hal ini berarti besar kecilnya *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Semakin besar *free cash flow* atau arus kas bebas yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk melakukan investasi tambahan.

Seperti penelitian yang dilakukan oleh Makaryanawati dan Mamdy (2009) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan dengan adanya *free cash flow* yang tinggi dapat digunakan oleh manajer untuk membayar hutang, membagikan dividen kepada pemegang saham, dan untuk membiayai operasional perusahaan serta dapat di investasikan kembali. Sehingga dengan adanya *free cash flow* yang tinggi, perusahaan tidak perlu mencari lagi dana eksternal tambahan yang berasal dari hutang. Sedangkan sebaliknya jika perusahaan memiliki *free cash flow* yang kecil, maka ada dua kemungkinan yang dapat dilakukan oleh perusahaan yaitu sebagai berikut: (1) menggunakan hutang untuk menambah dana guna memenuhi kebutuhan investasi maupun membagikan dividen kepada pemegang saham atau (2) perusahaan tidak menggunakan hutang akan tetapi sementara waktu tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham dengan meyakinkan dan memberikan kepercayaan kepada para investor bahwa perusahaan akan memiliki prospek lebih baik kedepannya apabila *free cash flow* tersebut dialokasikan untuk investasi kembali dan membayar hutang-hutang perusahaan. Penelitian tersebut juga didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Rizqiyah (2011) dan Zuhria (2016) yang menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang

Kebijakan dividen (KD) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai *sig* $0,749 > 0,05$ dan nilai koefisien regresi (β) sebesar 0,615. Hal tersebut menunjukkan bahwa teori tentang kebijakan dividen sesuai dengan penelitian walaupun tidak signifikan. Hal ini berarti besar kecilnya kebijakan perusahaan BUMN dalam membagikan dividen memiliki pengaruh yang sangat lemah terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ketika perusahaan membagikan sebagian keuntungannya kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen yang tinggi sehingga memiliki pendanaan dalam bentuk laba ditahan yang semakin kecil dan cenderung menggunakan hutang yang relatif

besar untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa dalam mengambil keputusan pendanaan, pertama kali perusahaan akan memanfaatkan laba ditahan, kemudian apabila tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan saham baru atau hutang (Hanafi, 2013: 313).

Tidak signifikannya kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang dalam penelitian ini diprediksi disebabkan karena sebagian besar perusahaan BUMN yang membagikan keuntungan dalam bentuk dividen yang rendah kepada pemegang saham cenderung memiliki hutang yang relatif tinggi. Kondisi tersebut besar kemungkinan terjadi ketika perusahaan memiliki laba yang rendah, sehingga akan cenderung menggunakan hutang yang relatif besar agar mampu memenuhi kebutuhan dana perusahaan dan dapat membagikan dividen kepada para pemegang saham secara rutin walaupun berfluktuatif sesuai dengan laba yang diperoleh perusahaan. Penelitian tersebut juga didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Santosa dan Nugroho (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Tetapi tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2006) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan hutang

Risiko bisnis (BRISK) terbukti berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai *sig* 0,166 > 0,05 dan nilai koefisien regresi (β) sebesar -18,827. Hal ini disebabkan karena tingkat risiko bisnis yang sulit diukur atau ditentukan secara pasti. Penelitian ini menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki risiko tinggi cenderung kurang dapat menggunakan hutang yang besar, seperti yang telah dijelaskan dalam *trade-off theory* yang pada intinya menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan hutang, bahwa semakin banyak hutang semakin tinggi beban biaya kebangkrutan atau risiko yang ditanggung perusahaan. Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka. Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan adanya inkonsistensi dengan teori yang ada. Hal ini dimungkinkan karena indikator risiko bisnis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dari variabel laba operasional sedangkan risiko bisnis yang dihadapi perusahaan merupakan suatu keadaan yang sulit untuk diukur atau ditentukan dengan pasti (Yeniatie dan Destriana, 2010).

Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Kusriani (2012) dan Yeniatie dan Destriana (2010) yang menyatakan risiko bisnis memiliki pengaruh negatif tapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Tetapi tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Mulianti (2010) yang menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dari hasil penelitian dan pembahasan yang digunakan sesuai dengan tujuan hipotesis, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki hubungan korelasi negatif dan memiliki pengaruh yang kuat terhadap kebijakan hutang. Hal ini berarti semakin besar *free cash flow* atau arus kas bebas yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk melakukan investasi tambahan, jadi tidak perlu menggunakan pendanaan eksternal yaitu hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Selain itu dengan adanya pengaruh dari *free cash flow* terhadap kebijakan hutang, para manajer

perusahaan dapat mengelola *free cash flow* dengan baik agar dapat mengurangi risiko dari penggunaan hutang yang terlalu tinggi dan mengambil manfaat dari kebijakan hutang yang efektif bagi perusahaan; (2) hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki hubungan korelasi positif namun memiliki pengaruh yang sangat lemah terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan besarnya tingkat dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham tidak selalu diikuti dengan penggunaan hutang yang tinggi. Pada kenyataannya perusahaan yang membagikan dividen secara rutin, ketika berada dalam kondisi keuangan yang lemah cenderung akan membayar dividen dengan tingkat rasio yang rendah dan memiliki hutang yang tinggi; (3) hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko bisnis memiliki hubungan korelasi negatif namun memiliki pengaruh yang sangat lemah terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan tingkat risiko bisnis yang sulit diukur dan dihitung secara pasti. Semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang tersebut. Namun dalam keadaan tertentu perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang rendah cenderung lebih berhati-hati dan memilih untuk menggunakan hutang yang rendah pula.

Keterbatasan

Penelitian ini telah dilakukan dengan sungguh-sungguh dan sesuai dengan prosedur yang berlaku namun demikian masih memiliki keterbatasan, yaitu: (1) penelitian ini hanya terdiri dari tiga variabel independen yang mempengaruhi kebijakan hutang, yaitu *free cash flow*, kebijakan dividen, dan risiko bisnis, sedangkan masih banyak variabel atau faktor-faktor lain yang mempengaruhi kebijakan hutang yang berasal dari internal maupun eksternal perusahaan; (2) penelitian ini hanya dilakukan pada delapan perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) setelah melalui proses pemilihan sampel berdasarkan beberapa kriteria yang mencakup kebutuhan penelitian.

Saran

Berdasarkan pembahasan dan kesimpulan yang telah diuraikan sebelumnya, maka ada beberapa saran yang dapat diberikan oleh peneliti, yaitu sebagai berikut: (1) perusahaan sebaiknya memperhatikan besar kecilnya *free cash flow* dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan, karena jika perusahaan memiliki *free cash flow* yang besar hal ini berarti perusahaan harus dapat mengelola *free cash flow* tersebut dengan baik agar dapat mengurangi risiko dari penggunaan hutang. Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menggunakan rumus lain dalam menghitung besarnya *free cash flow* agar mendapatkan hasil yang lebih baik; (2) perusahaan sebaiknya memperhatikan besar kecilnya kebijakan dividen dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan, karena besar kecilnya kebijakan dividen akan mempengaruhi seberapa besar laba yang ditahan untuk memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Hal tersebut akan berpengaruh terhadap keputusan perusahaan untuk menggunakan pendanaan hutang disaat perusahaan membutuhkan dana lebih untuk investasi kembali. Kebijakan dividen perusahaan hendaknya juga menjadi pertimbangan bagi investor dalam melakukan investasi untuk mengetahui seberapa besar perusahaan mampu mensejahterahkan para pemberi modalnya; (3) perusahaan sebaiknya melihat besar kecilnya risiko bisnis dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan, karena besar kecilnya risiko bisnis memberikan gambaran akan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang-hutangnya dikemudian hari. Jika semakin tinggi risiko bisnis perusahaan maka penggunaan hutang yang tinggi akan menambah risiko keuangan perusahaan berkenaan dengan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang tersebut. Bagi investor hendaknya risiko bisnis menjadi pertimbangan dalam berinvestasi, karena apabila terlalu besar risiko bisnis perusahaan dan diiringi dengan penggunaan hutang yang tinggi maka akan semakin tidak pasti pula pengembalian atau *return* yang diharapkan oleh investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Aziza, R. Z. 2010. Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, Size dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Masuk Di Jakarta Islamic Index (JII). *Skripsi*. Program S1 Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga. Yogyakarta.
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Buku 1. Salemba Empat. Jakarta.
- _____ dan _____. 2011. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Salemba Empat. Jakarta.
- _____ dan _____. 2013. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Buku 2. Salemba Empat. Jakarta.
- Fadhillah, K. dan Jubaedah. 2015. Pengaruh Arus Kas Bebas, Pertumbuhan dan Struktur Aset Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Journal Proceeding Seminar Nasional dan Call for Papers* 5(1).
- Ghozali, I. 2007. *Manajemen Risiko Perbankan Pendekatan Kuantitatif Value at Risk (VAR)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- _____. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, M. M. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi Satu. BPFE. Yogyakarta.
- Harjito, A. dan Martono. 2014. *Manajemen Keuangan*. Edisi ke 2. EKONISIA. Yogyakarta.
- Hartono, J. 2003. Kebijakan Struktur Modal: Pengujian Trade-off Theory dan Pecking Order Theory (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Perspektif* 8(2): 249-257.
- Horne, J. C. V. dan J. M. Wachowicz. 2009. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.
- Indahningrum, R. P. dan R. Handayani. 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.
- Julita. 2012. Pengaruh Kebijakan Deviden, Investasi Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Otomotif Yang Terdapat Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Dosen Ekonomikawan* 1(2).
- Kasmir. 2017. *Analisis Laporan Keuangan*. PT.Raja Grafindo Persada. Jakarta
- Kusrini, H. 2012. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang. *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Universitas Terbuka. Jakarta.
- Makaryanawati dan B. A. Mamdy. 2009. Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Bisnis, dan Manajemen* 16(3).
- Mulianti, F. M. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2004-2007). *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro. Semarang.
- Penman, S.H. 2007. *Financial Statement Analysis and Security Valuation Third Edition*. McGraw-Hill. New York
- Putri, I. F. dan M. Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi* 9. 23 Agustus. Padang
- Rizqiyah, N. 2011. Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

- Skripsi*. Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga. Surabaya.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, dan J. Jaffe. 2008. *Modern Financial Management (8th ed)*. McGraw-Hill. United State of America.
- Rupianti, Y. 2013. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Dasar dan Kimia yang Go Publik di BEI. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia. Surabaya.
- Santosa, M. F. dan P. I. Nugroho. 2014. The Effect Of Dividend Policy and Ownership Structure Towards Debt Policy. *International Journal Of Economics and Finance Studies* 6(2): 42-56.
- Sari, N. P. S. P. dan I. G. A. Wirajaya. 2017. Pengaruh Free Cash Flow dan Risiko Bisnis Pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 18(3): 2260-2289.
- Sitanggang. 2013. *Manajemen Keuangan Perusahaan Lanjutan*. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Subramanyam dan J. J. Wild. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sudana, I. M. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Penerbit Erlangga. Surabaya.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Bisnis*. Alfabeta. Bandung.
- Suryani, A.D. 2015. Pengaruh Free Cash Flow, PertumbuhanPerusahaan, Kebijakan Deviden dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI Tahun 2013. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang. Semarang.
- Trisnawati, I. 2016. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non-Keuangan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 18(1): 33-42.
- Yeniatie dan N. Destriana. 2010. Faktor- faktor yang Mempengaruhi Kebijakann Hutang pada Perusahaan Non Keeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal bisnis dan akuntansi* 12(1): 1-16.
- Zuhriah, S.F. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 5(11).
- Zuhriyah, D. A. 2017. Utang BUMN Non Keuangan Pada Kuartal II Naik Tipis. <http://finansial.bisnis.com/read/20171009/9/697241/utang-bumn-non-keuangan-pada-kuartal-ii2017-naik-tipis>, 11 November (13:11).