

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN UTANG DENGAN
PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

Ni'mah Suci Isnaeni^{1*}, Hijroh Rokhayati², Yusriyati Nur Farida³

¹Universitas Jenderal Soedirman, nimahsuci88@gmail.com

²Universitas Jenderal Soedirman, hijroh.akt@gmail.com

³Universitas Jenderal Soedirman, yusriyati_nur_farida@yahoo.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur aset, likuiditas, *free cash flow*, dan risiko bisnis terhadap kebijakan utang dengan profitabilitas sebagai variabel moderasi. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020 dengan total populasi sebanyak 64 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria yang telah ditentukan dan diperoleh 33 perusahaan. Teknik analisis data yang digunakan yaitu uji regresi berganda dan uji moderasi dengan menggunakan metode selisih nilai mutlak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, risiko bisnis tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, profitabilitas mampu memoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang, profitabilitas tidak memoderasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan utang, profitabilitas mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang, profitabilitas mampu memoderasi pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan utang. Implikasi penelitian ini yaitu bagi perusahaan diharapkan menjadi pertimbangan dalam penentuan kebijakan utang. Perusahaan harus mempertimbangkan struktur aset, likuiditas, dan *free cash flow* yang dimiliki sebelum menentukan kebijakan utangnya.

Kata kunci: struktur aset, likuiditas, *free cash flow*, risiko bisnis, profitabilitas, kebijakan utang

Abstract

This research aims to examine the effect of asset structure, liquidity, free cash flow, and business risk on debt policy with profitability as a moderating variable. This research is a quantitative research. The population in this study are all property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2020 period with a total population of 64 companies. The sampling technique in this study used a purposive sampling technique with predetermined criteria and 33 companies were obtained. The data analysis technique used is multiple regression test and moderation test using the absolute value difference. The results of this research indicate that asset structure has a positive effect on debt policy, liquidity has a negative effect on debt policy, free cash flow has a positive effect on debt policy, business risk does not negatively affect debt policy, profitability is able to moderate the influence of asset structure on debt policy, profitability does not moderate the effect of liquidity on debt policy, profitability is able to moderate the effect of free cash flow on debt policy, profitability is able to moderate the effect of business risk on debt policy. The implication of this research is that for companies are expected to be considered in determining debt policy. The companies must consider the assets structure, liquidity, and free cash flow before determining its debt policy.

Keywords: asset structure, liquidity, free cash flow, business risk, profitability, debt policy

PENDAHULUAN

Kompetisi di dunia bisnis semakin sulit seiring dengan inovasi yang terus berkembang. Hal tersebut menuntut perusahaan untuk memiliki keunggulan kompetitif. Untuk mencapai keunggulan kompetitif perusahaan harus menjalankan strategi dan kebijakan tertentu sesuai dengan kondisi perusahaan. Salah satu kebijakan yang harus diperhatikan yaitu kebijakan pendanaan. Seorang manajer harus mempertimbangkan konsekuensi yang akan timbul sesuai dengan sumber pendanaan yang dipilih. Hal tersebut dikarenakan setiap sumber pendanaan mempunyai risiko yang berbeda. Ada dua sumber dana yang bisa digunakan perusahaan, yaitu dana internal dan dana eksternal. Sumber dana internal dihasilkan dari aktivitas utama perusahaan, sedangkan dana eksternal berasal dari luar perusahaan, salah satunya berupa utang.

Kebijakan utang adalah keputusan yang dipilih eksekutif sebagai upaya memperoleh pendanaan dari luar perusahaan untuk mendanai aktivitas operasionalnya. Pemangku kepentingan seperti kreditor dan regulator mempertimbangkan kebijakan utang sebagai alat evaluasi kinerja perusahaan. *Debt to Equity Ratio (DER)* membandingkan penggunaan modal sendiri dan utang. Kondisi perusahaan dinilai baik jika memiliki DER kurang dari satu atau 100%, hal itu dikarenakan jika DER lebih dari satu menunjukkan jumlah utang lebih besar dari modal dan risiko yang dihadapi perusahaan semakin besar.

Faktor-faktor yang diduga berpengaruh dalam memutuskan kebijakan utang, diantaranya struktur aset, likuiditas, *free cash flow*, risiko bisnis, dan profitabilitas. Struktur aset merupakan penentuan besarnya alokasi untuk setiap komponen aset. Sesuai dengan *trade off theory* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1963), besarnya penggunaan utang dapat ditentukan dari besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Aset tetap yang besar memungkinkan perusahaan untuk memperoleh utang yang besar dengan aset sebagai jaminan. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sari (2019), Lestari (2021), Prathiwi & Yadnya (2017) memperoleh hasil bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Penelitian lain yang dilakukan oleh Saputri, Hariyanti, & Harjito (2020), Utami & Ngumar (2019) memperoleh hasil bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Faktor kedua yang mempengaruhi kebijakan utang yaitu likuiditas. Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya saat utang tersebut jatuh tempo di tahun selanjutnya (Brigham & Houston, 2010). Berdasarkan data dari CNBC Indonesia (2020) perusahaan yang paling banyak mengalami masalah terkait utang adalah perusahaan di sektor properti. Setiap perusahaan memiliki strategi yang berbeda-beda dalam menjaga tingkat likuiditasnya. *Pecking order theory* menetapkan hierarki keputusan pendanaan yaitu pertama dana internal, kedua utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Sesuai dengan teori tersebut perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi cenderung memiliki utang yang rendah. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kristina *et al* (2019), Tatengkeng *et al* (2018), Angela & Yanti (2019) memperoleh hasil bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Novitasari & Viriany (2019), Saputri *et al.* (2020), Estuti *et.al* (2019) memperoleh hasil bahwa likuiditas tidak berpengaruh atau berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

Faktor ketiga yang mempengaruhi kebijakan utang yaitu *free cash flow*. *Free cash flow* merupakan arus kas bebas yang tersedia untuk dibayarkan kepada investor setelah perusahaan melakukan seluruh investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja (Brigham & Houston, 2010). Arus kas positif menunjukkan perusahaan memiliki sisa kas untuk pengeluaran non-operasi seperti melunasi utang, melakukan ekspansi, dan membayar dividen. Sebaliknya, arus kas negatif menunjukkan perusahaan tidak memiliki ketersediaan kas bebas sehingga sesuai *pecking order theory* perusahaan dapat menggunakan urutan keputusan pendanaan yang kedua yaitu utang. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ifada & Yunandriatna (2017), Ramadhani & Barus (2018), Suhartatik & Budiarti (2018) memperoleh hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Penelitian lain yang dilakukan oleh Dewa, Mahsuni, & Junaidi (2019), Kristina, Prihatiningsih, & Kusmargiani (2019), Putra Z. Y., (2017), Prathiwi & Yadnya (2017) memperoleh hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Faktor keempat yang mempengaruhi kebijakan utang yaitu risiko bisnis. Risiko dapat didefinisikan sebagai kemungkinan terjadinya beberapa peristiwa yang tidak menguntungkan (Brigham & Houston, 2010). Perusahaan dengan risiko bisnis besar seharusnya lebih berhati-hati dalam menggunakan utang, karena semakin besar risiko bisnis ditambah penggunaan utang yang besar menimbulkan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan dalam pengembalian. Hal tersebut sejalan dengan *trade off theory* yang pada intinya menyeimbangkan manfaat dan risiko yang timbul dari utang. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dewa, Mahsuni, & Junaidi (2019), Prathiwi & Yadnya (2017) memperoleh hasil bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Tatengkeng, Murni, & Tulung (2018), Soraya & Permanasari (2017) memperoleh hasil bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian terdahulu mengenai pengaruh struktur aset, likuiditas, *free cash flow*, dan risiko bisnis terhadap kebijakan utang masih terdapat perbedaan hasil penelitian. Oleh karena itu, penelitian ini menambahkan variabel moderasi yaitu profitabilitas yang juga termasuk faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan utang perusahaan. Profitabilitas yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atau laba selama periode tertentu. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ayunina, Susyanti, & Salim (2019), Utami & Ngumar (2019), Abubakar, Daat, & Sanggenafa (2020) memperoleh hasil bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Sesuai *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers, S., & Majluf (1984), perusahaan dalam proses pengambilan keputusan pendanaan akan lebih memilih menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu, apabila pendanaan internal tidak mencukupi maka penggunaan utang akan dipilih sebagai alternatif pendanaan eksternal. Semakin tinggi laba yang diperoleh, maka penggunaan utang akan semakin rendah.

Tujuan dari penelitian ini adalah (1) Menganalisis pengaruh positif struktur aset terhadap kebijakan utang. (2) Menganalisis pengaruh negatif likuiditas terhadap kebijakan utang. (3) Menganalisis pengaruh negatif *free cash flow* terhadap kebijakan utang. (4) Menganalisis pengaruh negatif risiko bisnis terhadap kebijakan utang. (5) Menganalisis pengaruh profitabilitas dalam memoderasi hubungan antara struktur aset dengan kebijakan utang. (6) Menganalisis pengaruh profitabilitas dalam memoderasi hubungan antara likuiditas dengan kebijakan utang. (7) Menganalisis pengaruh profitabilitas dalam memoderasi hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan utang. (8) Menganalisis pengaruh profitabilitas dalam memoderasi hubungan antara risiko bisnis dengan kebijakan utang.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Tinjauan pustaka

Agency Theory mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak di mana satu orang atau lebih (principal) melibatkan orang lain (agen) untuk melakukan beberapa tugas atas nama mereka dan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen (Jensen & Meckling, 1976). Masalah keagenan terjadi antara pemilik perusahaan dengan manajemen dan antara pemegang saham dengan pemberi kredit. Konflik keagenan dapat dikurangi dengan pengawasan untuk menyejajarkan kepentingan pihak manajemen dengan pemegang saham.

Trade off theory menjelaskan tentang besarnya utang perusahaan dan modal yang dimiliki sehingga terjadi keseimbangan antara biaya yang harus dikeluarkan dengan keuntungan. Esensi teori ini dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang ditimbulkan utang (Modigliani & Miller, 1963). Perusahaan dengan risiko bisnis tinggi cenderung menggunakan utang dalam jumlah sedikit untuk mengurangi kemungkinan kesulitan melakukan pembayaran. *Trade off theory* juga menyatakan besarnya penggunaan utang dapat ditentukan dari jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan. Perusahaan dengan aset tetap besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar karena aset tersebut dapat dijadikan jaminan pinjaman.

Pecking order theory merupakan suatu model yang menggambarkan hierarki keputusan pendanaan yang bersumber dari dana internal, utang dan yang terakhir yaitu penerbitan saham dalam penentuan

struktur modal (Myers, S., & Majluf, 1984). Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* misalnya dilihat dari tingkat likuiditas dan profitabilitas yang tinggi umumnya menggunakan utang dalam jumlah sedikit. Hal itu dikarenakan perusahaan memiliki dana internal yang cukup untuk membiayai kebutuhan perusahaan. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* membutuhkan tambahan dana dari utang untuk membiayai aktivitasnya.

Kebijakan utang merupakan kebijakan yang diambil pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan dari luar perusahaan yang digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Prathiwi & Yadnya, 2017). Penentuan kebijakan utang ini berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Kebijakan utang dapat diprosikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). DER menunjukkan perbandingan besarnya pembiayaan dari pihak luar dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal. Perusahaan dianggap berbahaya dalam hal finansial jika memiliki nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) yang besar, karena semakin besar DER suatu perusahaan maka jumlah utang yang dimiliki perusahaan lebih besar dari modalnya.

Struktur Aset merupakan penentuan besarnya alokasi untuk setiap komponen aset, baik aset lancar maupun aset tetap (Dewa, Mahsuni, & Junaidi, 2019). Perusahaan dengan aset yang sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Besarnya aset tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya hutang yang digunakan.

Likuiditas merupakan kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Jumlah aset likuid yang dimiliki perusahaan pada periode tertentu merupakan kekuatan membayar dari perusahaan yang bersangkutan (Tatengkeng, Murni, & Tulung, 2018). Perusahaan dapat mengukur tingkat likuiditas dengan *Current Ratio* yaitu dengan membandingkan aset lancar dengan kewajiban lancar. Semakin besar *current ratio* perusahaan menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan semakin besar dalam memenuhi kewajibannya.

Free cash flow merupakan aliran kas perusahaan yang tersedia untuk dibayarkan kepada seluruh investor setelah perusahaan membayar seluruh investasinya pada aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja (Brigham & Houston, 2010). Perhitungan *free cash flow* perusahaan dilakukan dengan mengurangkan arus kas operasi dengan arus kas investasi. *Free cash flow* positif menunjukkan perusahaan memiliki sisa kas untuk pengeluaran non-operasi seperti melunasi utang, membayar dividen, atau membiayai ekspansi di masa depan. Sebaliknya, jika *free cash flow* negatif menunjukkan kas bebas yang dimiliki perusahaan tidak tersedia.

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian mengenai proyeksi pengembalian atas aset di masa depan (Prathiwi & Yadnya, 2017). Risiko dapat dimaknai sebagai potensi terjadinya suatu peristiwa yang dapat menimbulkan kerugian. Namun, dalam analisis investasi, risiko didefinisikan sebagai kemungkinan penyimpangan pendapatan yang diperoleh dari yang diharapkan (Pramana, 2011). Besarnya risiko bisnis menjadi pertimbangan perusahaan dalam menentukan kebijakan utang.

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu (Kasmir, 2014). Perusahaan dapat mengukur kemampuan menghasilkan laba dengan menggunakan rasio profitabilitas. Salah satu rasio profitabilitas yang dapat digunakan adalah *Net Profit Margin* (NPM). NPM merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari penjualannya. NPM dapat memberikan informasi kepada investor seberapa besar kemampuan perusahaan dalam mengelola biaya-biaya untuk menghasilkan laba bersih.

Perusahaan Properti dan *Real Estate*. Pengertian mengenai industri *real estate* menurut peraturan perundang-undangan di Indonesia, tercantum dalam PDMN No.5 Tahun 1974 tentang industri *real estate*. Dalam peraturan ini pengertian industri *real estate* adalah perusahaan properti yang bergerak dalam bidang penyediaan, pengadaan, serta pematangan tanah bagi keperluan usaha-usaha industri, termasuk industri pariwisata. Sedangkan pengertian properti menurut SK Menteri Perumahan Rakyat no.05/KPTS/BKP4N/1995, properti adalah tanah hak dan atau bangunan permanen yang menjadi objek pemilik dan pembangunan. Dengan kata lain, properti adalah industri *real estate* ditambah dengan hukum-hukum seperti sewa dan kepemilikan.

Pengembangan hipotesis

1. Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang

Struktur aset yang ada pada suatu perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang yang ditetapkan. Perusahaan dengan aset yang relatif besar memiliki potensi meminjam dana untuk investasi (Ehikioya, 2018). Hal itu dikarenakan kreditur dalam pemberian pinjaman akan memperhatikan struktur aset, artinya kreditur akan lebih mudah memberikan pinjaman jika disertai dengan jaminan yang besar. Pernyataan tersebut sesuai dengan *trade off theory* yang dikemukakan oleh Modigliani & Miller (1963) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aset tetap besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar karena aset tersebut dapat dijadikan jaminan pinjaman. Penjelasan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fardianti (2021), Sari (2019), Umbarwati & Fachrurrozie (2018) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian diatas, hipotesis pertama dalam penelitian ini sebagai berikut:

H1 : Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

2. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Utang

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh utang lancar dengan aset lancarnya. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi cenderung memiliki tingkat utang yang rendah. Sesuai dengan *pecking order theory* yang menetapkan urutan keputusan pendanaan dimana perusahaan akan terlebih dahulu menggunakan pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan, pilihan kedua utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Myers, S., & Majluf, 1984). Melalui kemampuan likuiditasnya, perusahaan dapat mengurangi penggunaan utang dengan kemampuan membayar utang jangka pendeknya. Penjelasan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ramadhani & Barus (2018), Novitasari & Viriany (2019), Estuti *et al.* (2019) yang memperoleh hasil bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan penjelasan diatas, hipotesis kedua dari penelitian ini sebagai berikut:

H2 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

3. Pengaruh *Free cash flow* Terhadap Kebijakan Utang

Free cash flow merupakan arus kas yang benar-benar tersedia setelah perusahaan membayar seluruh investasinya pada aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. *Free cash flow* positif menunjukkan perusahaan memiliki sisa kas untuk pengeluaran non-operasi seperti melunasi utang, membayar dividen, atau membiayai ekspansi di masa depan. Sesuai *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers, S., & Majluf (1984) maka perusahaan akan memilih menggunakan dana internalnya. Jika dana tersebut tidak mencukupi maka perusahaan akan menggunakan utang sebagai alternatif kedua. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ifada & Yunandriatna (2017), Ramadhani & Barus (2018), Suhartatik & Budiarti (2018) yang memperoleh hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan penjelasan diatas hipotesis ketiga dari penelitian ini sebagai berikut:

H3 : *Free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

4. Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Utang

Risiko bisnis berkaitan dengan ketidakpastian pendapatan yang diperoleh perusahaan. Perusahaan dengan risiko bisnis tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari penggunaan utang yang tinggi dalam mendanai aktivitasnya. Hal ini berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian utang karena adanya ketidakpastian pendapatan yang diterima perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan penjelasan *trade off theory* oleh Modigliani & Miller (1963) yang pada intinya menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang ditimbulkan penggunaan utang. Semakin tinggi risiko bisnis perusahaan maka semakin rendah kebijakan utang yang digunakan perusahaan. Penjelasan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Prathiwi & Yadnya (2017), Nyeady *et al.*, (2017), Dewa *et al.*, (2019) yang menemukan hasil bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan penjelasan diatas, hipotesis keempat penelitian ini

sebagai berikut:

H4 : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

5. **Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Dalam Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Utang**

Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan dalam menggunakan utang. Perusahaan dengan struktur aset yang fleksibel akan menggunakan utang dalam jumlah yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki struktur aset tidak fleksibel. Faktor lainnya yang mempengaruhi kebijakan utang yaitu profitabilitas. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dalam periode tertentu. Perusahaan dengan struktur aset tinggi dan profitabilitas yang tinggi akan cenderung menggunakan utang dalam jumlah yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki struktur aset tinggi namun profitabilitasnya rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan struktur aset dan profitabilitas yang tinggi dapat mencukupi kebutuhan dananya dengan dana internal sehingga mengurangi penggunaan utang. *Pecking order theory* oleh Myers, S., & Majluf (1984) juga menjelaskan hierarki pendanaan perusahaan dimulai dari laba ditahan, utang dan yang terakhir penerbitan saham. Berdasarkan penjelasan diatas, hipotesis kelima dari penelitian ini sebagai berikut:

H5 : Profitabilitas mampu memperlemah pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang.

6. **Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Dalam Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Utang**

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh utang lancar dengan aset lancarnya Kristina, Prihatiningsih, & Kusmargiani (2019). Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi tidak memerlukan dana eksternal yang berasal dari utang dan lebih memilih menggunakan dana internal untuk mendanai operasional perusahaan. Faktor yang mempengaruhi kebijakan utang selanjutnya yaitu profitabilitas. Tingkat profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba tinggi sehingga perusahaan akan mengurangi penggunaan utang dan mengandalkan sumber pendanaan internal perusahaan. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi ditambah dengan profitabilitas tinggi akan memiliki dana internal yang cukup untuk mendanai operasional perusahaan sehingga utang hanya diperlukan sebagai pelengkap. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi namun profitabilitas rendah dapat menggunakan utang sebagai alternatif pendanaan eksternal untuk mendanai operasional perusahaan. Hal tersebut sejalan dengan *pecking order theory* oleh Myers, S., & Majluf (1984) juga menjelaskan hierarki pendanaan perusahaan dimulai dari laba ditahan, utang dan yang terakhir penerbitan saham. Berdasarkan penjelasan diatas maka hipotesis keenam dari penelitian ini sebagai berikut:

H6 : Profitabilitas mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan utang.

7. **Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Dalam Pengaruh *Free cash flow* Terhadap Kebijakan Utang**

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Brigham & Houston, 2010). *Free cash flow* positif menunjukkan perusahaan memiliki sisa kas untuk pengeluaran non-operasi seperti melunasi utang, membayar dividen, atau membiayai ekspansi di masa depan, sehingga perusahaan dapat mengurangi penggunaan utang. Faktor lainnya yang harus dipertimbangkan dalam penentuan kebijakan utang yaitu profitabilitas. Ketika profitabilitas perusahaan meningkat maka penggunaan utang akan berkurang. Perusahaan dengan *free cash flow* dan profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk mencukupi kebutuhan dananya dari dana internalnya, sehingga memiliki tingkat utang yang rendah. Hal tersebut sesuai dengan *packing order theory* yang dikemukakan oleh Myers, S., & Majluf (1984) yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan yaitu pertama menggunakan laba ditahan, kedua utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Berdasarkan penjelasan diatas maka hipotesis ketujuh dari penelitian ini sebagai berikut:

H7 : Profitabilitas mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang.

8. Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Dalam Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Utang

Risiko bisnis merupakan risiko yang ditanggung perusahaan ketika tidak mampu menutupi biaya operasionalnya (Soraya & Permanasari, 2017). Perusahaan dengan risiko bisnis tinggi cenderung memiliki tingkat utang yang rendah. Hal ini berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian utang karena adanya ketidakpastian pendapatan yang diterima perusahaan. Profitabilitas memberikan kontribusi terhadap penetapan kebijakan utang. Profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menggunakan dana internalnya untuk mendanai aktivitas operasional perusahaan dan mengurangi penggunaan utang. Perusahaan dengan risiko bisnis tinggi dan tingkat profitabilitas yang tinggi akan menggunakan utang dalam jumlah yang rendah. Hal tersebut dikarenakan perusahaan masih memiliki dana internal untuk mendanai operasional perusahaan. Pernyataan tersebut sesuai dengan *packing order theory* oleh Myers, S., & Majluf (1984) yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan yaitu pertama menggunakan laba ditahan, kedua utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis kedelapan dari penelitian ini sebagai berikut:

H8 : Profitabilitas mampu memoderasi pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan utang.

METODE PENELITIAN

Desain penelitian

1. Jenis penelitian

Penelitian ini dapat dikategorikan sebagai penelitian asosiatif yang bersifat kausal dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian asosiatif yaitu penelitian yang bertujuan mengetahui hubungan sebab akibat serta pengaruh antar dua variabel atau lebih (Sugiono, 2014:11). Pendekatan kuantitatif merupakan metode penelitian dengan data berupa angka yang dianalisis menggunakan analisis statistik (Sugiono, 2016).

2. Populasi dan sampel

Populasi dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016-2020 dengan total populasi sebanyak 64 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan sampel dengan kriteria-kriteria tertentu sesuai tujuan penelitian. Kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : (1) Perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016-2020. (2) Perusahaan properti dan real estate yang melaporkan laporan keuangannya berturut-turut dari tahun 2016-2020. (3) Perusahaan properti dan real estate yang IPO sebelum tahun 2017. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 33 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel.

3. Metode pengumpulan data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Metode ini dilakukan dengan mempelajari, mengklasifikasi, dan menganalisis data sekunder berupa laporan keuangan yang diperoleh dari website resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Penelitian ini juga menggunakan metode penelitian kepustakaan (*library research*), yaitu dengan mengumpulkan data-data dari berbagai sumber pustaka yang mendukung penelitian ini.

Pengukuran variabel

1. Kebijakan utang (Y)

Kebijakan utang dapat diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini menunjukkan perbandingan antara utang dengan modal sendiri. DER menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Menurut Dewa, Mahsuni, & Junaidi (2019) DER dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Debt to Equity Ratio} = (\text{Total Utang})/(\text{Total Ekuitas})$$

2. Struktur aset (X1)

Struktur aset dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio yang membandingkan antara nilai aset tetap dengan total aset. Menurut Sari (2019) struktur aset dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Struktur aset} = (\text{Aset Tetap})/(\text{Total Aset})$$

3. Likuiditas (X2)

Likuiditas dalam penelitian ini dihitung menggunakan rasio lancar atau *Current Ratio* (CR) yaitu dengan membagi aset lancar dengan utang lancar. Semakin tinggi nilai CR, maka semakin stabil kondisi keuangan perusahaan tersebut. Menurut (Angela & Yanti, 2019) *Current Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = (\text{Aset Lancar})/(\text{Utang Lancar})$$

4. Free cash flow (X3)

Besarnya *free cash flow* dalam penelitian ini dihitung menggunakan pengukuran yang digunakan dalam penelitian Florencia & Susanty (2019) dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Free cash flow} = (\text{Arus Kas Operasi} - \text{Arus Kas Investasi})/(\text{Total Aset})$$

a. Risiko bisnis (X4)

Risiko bisnis dalam penelitian ini dihitung dengan cara yang digunakan oleh (Ridho, 2019) yaitu dengan rumus *Degree Of Operating Leverage* (DOL) sebagai berikut:

$$\text{Degree Of Operating Leverage} = (\text{Perubahan EBIT})/(\text{Perubahan Penjualan})$$

b. Profitabilitas (Z)

Profitabilitas dalam penelitian ini diprosikan dengan *Net Profit Margin* (NPM). Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari penjualannya dan dapat digunakan sebagai indikator mengukur tingkat efektifitas manajemen dalam menjalankan tugasnya (Kasmir, 2014). Menurut Kasmir 2014, NPM dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Net Profit Margin} = (\text{Laba Bersih Setelah Pajak})/\text{Penjualan}$$

Teknik Analisis Data

(1) Penelitian ini menggunakan statistik deskriptif untuk mengetahui gambaran umum variabel yang digunakan. (2) Model regresi harus memenuhi syarat uji asumsi klasik, antara lain uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. (3) Penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda untuk mengetahui pengaruh variabel dependen terhadap independen, dan menggunakan analisis regresi moderasi selisih nilai mutlak untuk mengetahui peran variabel moderasi dalam memperkuat atau memperlemah hubungan variabel independen terhadap variabel dependen. (4) koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa besar pengaruh variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi data penelitan

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan properti dan *real estate* yang dipublikasikan di situs resmi Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian ini yaitu seluruh perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020 dengan total populasi sebanyak 64 perusahaan. Jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 33 perusahaan, sehingga jumlah data yang digunakan sebanyak 99 data.

Analisis data

1. Analisis statistik deskriptif

Hasil analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Min.	Max	Mean	Std. Dev
Struktur aset	.0152	.7849	.249447	.1916167
Likuiditas	.4226	6.3655	1.705065	.9873648
<i>Free cash flow</i>	1.0001	1.1933	1.122544	.0386604
Risiko bisnis	.0594	9.5585	1.097588	1.1553784
Profitabilitas	1.0000	2.3346	1.748328	.1640017
Kebijakan utang	.1578	1.8642	.766746	.3888960

Angka tersebut berdasarkan data yang telah ditransformasi menggunakan SQRT.

2. Analisis Regresi Linier Berganda

Hasil analisis regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	t hitung	Sig.
Struktur aset (X1)	0,458	2,293	,024
Likuiditas (X2)	-0,129	-3,415	,001
<i>Free cash flow</i> (X3)	1,976	2,045	,044
Risiko bisnis (X4)	-0,044	-1,402	,164
Konstanta	-1,298		

Sumber: Data diolah (2022)

Berdasarkan tabel hasil analisis regresi linier berganda dapat diketahui persamaan regresi sebagai berikut:

$$DER = -1,298 + 0,458SA - 0,129CR + 1,976FCF - 0,044RISK + e$$

3. Analisis Regresi Moderasi Metode Selisih Nilai Mutlak

Hasil analisis moderasi metode selisih nilai mutlak dalam penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Uji Regresi Selisih Nilai Mutlak

Variabel	Koefisien Regresi	Sig.	Keterangan
SNM_X1Z	-0,135	0,001	Mampu memperlemah
SNM_X2Z	-0,057	0,162	Tidak mampu memoderasi
SNM_X3Z	-0,120	0,006	Mampu memperkuat
SNM_X4Z	-0,158	0,001	Mampu memperkuat

Sumber: Data diolah (2022)

4. Uji Koefisien Determinasi

Penelitian ini memperoleh nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,206. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel struktur aset, likuiditas, *free cash flow*, risiko bisnis, dan profitabilitas memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu kebijakan utang sebesar 20,6%. Sedangkan 79,4% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti.

5. Hasil pengujian hipotesis

Hipotesis pertama

Variabel struktur aset (X1) memiliki nilai signifikansi sebesar $0,024 < 0,05$ dengan koefisien regresi 0,458. Hal ini dapat disimpulkan bahwa struktur aset memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang sehingga hipotesis pertama diterima.

Hipotesis kedua

Variabel likuiditas memiliki nilai signifikansi sebesar $0,001 < 0,05$ dengan koefisien regresi -0,129. Hal ini dapat disimpulkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang sehingga hipotesis kedua diterima.

Hipotesis ketiga

Variabel *free cash flow* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,044 < 0,05$ dengan koefisien regresi 1,976. Hal ini dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang sehingga hipotesis ketigaditolak.

Hipotesis keempat

Variabel risiko bisnis memiliki nilai signifikansi sebesar $0,164 < 0,05$ dengan koefisien regresi -0,044. Hal ini dapat disimpulkan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang sehingga hipotesis keempat ditolak.

Hipotesis kelima

Variabelinteraksi antara struktur aset dan profitabilitas memiliki nilai signifikansi $0,001 < 0,05$ dengan nilai koefisien regresi -0,135, sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas dapat memoderasi hubungan struktur aset terhadap kebijakan utang atau hipotesis kelimaditerima.

Hipotesis keenam

Variabelinteraksi antara likuiditas dan profitabilitas memiliki nilai signifikansi $0,162 > 0,05$ dengan nilai koefisien regresi -0,057, sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas tidak dapat memoderasi hubungan likuiditas terhadap kebijakan utang atau hipotesis keenamditolak.

Hipotesis ketujuh

Variabel interaksi antara *free cash flow* dan profitabilitas memiliki nilai signifikansi $0,006 < 0,05$ dengan nilai koefisien regresi -0,120, sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas dapat memoderasi hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan utang atau hipotesis ketujuh diterima.

Hipotesis kedelapan

Variabel interaksi antara risiko bisnis dan profitabilitas memiliki nilai signifikansi $0,001 < 0,05$ dengan nilai koefisien regresi -0,158, sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas dapat memoderasi hubungan risiko bisnis terhadap kebijakan utang atau hipotesis ketujuh diterima.

PEMBAHASAN

1. Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Utang

Hasil analisis menunjukkan nilai koefisien regresi positif yaitu apabila struktur aset meningkat maka kebijakan utang juga meningkat. Pada periode penelitian terjadi pandemi yang menyebabkan terganggunya aktivitas usaha termasuk di sektor properti dan *real estate*. Mayoritas perusahaan mengalami kenaikan utang terutama pada tahun 2019 dan 2020. Selain itu, pada beberapa perusahaan juga menunjukkan peningkatan aset tetap pada periode sebelum pengambilan kebijakan utang sehingga menggambarkan pengaruh peningkatan struktur aset terhadap kebijakan utang yang diambil perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade off theory* yang dikemukakan oleh Modigliani & Miller (1963) bahwa perusahaan dengan aset tetap besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar karena aset tersebut dapat dijadikan jaminan pinjaman. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari (2019), Fardianti (2021) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

2. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Utang

Hasil analisis menunjukkan nilai koefisien regresi negatif yaitu apabila likuiditas meningkat maka kebijakan utang menurun dan sebaliknya apabila likuiditas menurun maka kebijakan utang meningkat. Berdasarkan fenomena yang ditemukan, pada masa pandemi banyak perusahaan yang mengalami masalah terkait likuiditas dan tidak sanggup melunasi utangnya sehingga mengajukan Permohonan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU), beberapa perusahaan menjalani gugatan pailit dan adapula yang sudah dinyatakan pailit. Perusahaan tidak sanggup membayar utang sehingga total utang yang dimiliki perusahaan meningkat ditambah dengan beban bunga. Sedangkan jika likuiditas perusahaan baik maka perusahaan dapat melakukan pembayaran utang dan mengutamakan penggunaan dana sendiri sehingga total utang menurun. Hal tersebut sesuai dengan *pecking order theory* yang menetapkan urutan keputusan pendanaan dimana perusahaan akan terlebih dahulu menggunakan pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan, pilihan kedua

utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Myers, S., & Majluf, 1984). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ramadhani & Barus (2018), Novitasari & Viriany (2019), Abubakar *et al.*, (2020) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

3. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Utang

Hasil analisis menunjukkan nilai koefisien regresi positif yaitu apabila *free cash flow* meningkat maka kebijakan utang juga meningkat. *Free cash flow* berkaitan dengan *agency theory* yaitu hubungan antara manajer dengan pemegang saham terkait penggunaan arus kas dalam perusahaan. Konflik keagenan terjadi karena pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen, sedangkan manajer menginginkan dana tersebut ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan. Utang memungkinkan manajer untuk mengeluarkan arus kas di masa yang akan datang. Hal tersebut menunjukkan bahwa utang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewa, Mahsuni, & Junaidi (2019), Prathiwi & Yadnya (2017), Putra Z. Y., (2017) yang memperoleh hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ifada & Yunandriatna (2017), Ramadhani & Barus (2018), Suhartatik & Budiarti (2018) yang memperoleh hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

4. Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien regresi negatif yaitu apabila risiko bisnis meningkat maka kebijakan utang menurun. Risiko bisnis pada dasarnya memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang namun hasil uji statistik membuktikan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal tersebut mungkin dikarenakan tingkat risiko bisnis perusahaan merupakan suatu hal yang sulit diukur secara pasti. Tingkat risiko bisnis yang tinggi memungkinkan kreditur untuk mengharapkan pengembalian yang tinggi pula, sehingga tingkat risiko bisnis tidak menentukan secara pasti tingkat kebijakan utang perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Soraya & Permanasari (2017), Tatengkeng *et al.*, (2018) yang memperoleh hasil bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

5. Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Dalam Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian menunjukkan koefisien regresi variabel interaksi antara struktur aset dan profitabilitas bernilai negatif yaitu profitabilitas berperan memperlemah pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang. Dengan adanya profitabilitas perusahaan memiliki pertimbangan lain dalam memutuskan kebijakan utang karena profitabilitas tinggi menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan memperoleh laba yang tinggi pula sehingga perusahaan memiliki dana untuk membayar utang dan total utang menurun. Hal tersebut sejalan dengan *pecking order theory* yang menggambarkan hierarki keputusan pendanaan yaitu dimulai dari dana internal, utang, dan penerbitan saham. Berdasarkan laporan keuangan yang dipublikasikan PT Metropolitan Kentjana Tbk. (MKPI) pada tahun 2019, aset tetap perusahaan sebesar Rp4,44 triliun meningkat dari tahun 2018 yang tercatat sebesar Rp3,87 triliun. Laba perusahaan menurun dari Rp1,02 triliun pada tahun 2018, menjadi Rp616,64 miliar pada tahun 2019. Pada tahun 2020 total utang perusahaan meningkat dari Rp1,77 triliun pada tahun 2019, menjadi Rp2,02 triliun. Fenomena lainnya yaitu pada tahun 2019 PT Bhuwanatala Indah Permai Tbk. (BIPP) mencatat peningkatan aset tetap yaitu dari tahun 2018 sebesar Rp151,72 miliar, menjadi Rp158,02 miliar. Perusahaan memperoleh laba bersih sebesar Rp4,8 miliar, membaik dari tahun 2018 yang mengalami kerugian sebesar Rp79,2 miliar. Pada tahun 2020, total utang yang dimiliki perusahaan menurun dari Rp1,05 triliun pada tahun 2019, menjadi Rp919,6 miliar. Berdasarkan dua data tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas mampu memperlemah pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang.

6. Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Dalam Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian menunjukkan koefisien regresi variabel interaksi antara likuiditas dan profitabilitas bernilai negatif yaitu profitabilitas berperan memperkuat pengaruh likuiditas

terhadap kebijakan utang. Dengan adanya profitabilitas yang tinggi semakin menandakan perusahaan memiliki kondisi keuangan yang stabil dan dapat memenuhi kebutuhan perusahaan dengan dananya sendiri, namun berdasarkan hasil uji statistik profitabilitas tidak mampu memperkuat pengaruh likuiditas terhadap kebijakan utang. Hasil ini tidak sejalan dengan *pecking order theory*. Sesuai teori ini perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi ditambah dengan profitabilitas yang tinggi pula akan menggunakan utang dalam jumlah sedikit dikarenakan perusahaan memiliki dana internal yang cukup untuk mendanai kebutuhan perusahaan. Berdasarkan laporan keuangan yang dipublikasikan Megapolitan Developments Tbk. (EMDE) pada tahun 2019 memiliki current ratio sebesar 3,97 meningkat dari tahun 2018 yaitu sebesar 3,03. Perusahaan mencatat rugi sebesar Rp34,6 miliar, memburuk dari tahun 2018 yang memperoleh laba sebesar Rp16,1 miliar. Tingkat utang perusahaan (DER) meningkat dari 1,7 pada tahun 2019 menjadi 3,5 pada tahun 2020. Berdasarkan data tersebut menunjukkan bahwa saat perusahaan mengalami peningkatan likuiditas, namun profitabilitasnya menurun, perusahaan tetap meningkatkan penggunaan utang. Berbeda dengan PT Bumi Serpong Damai Tbk. (BSDE) yang memiliki peningkatan current ratio dari tahun 2018 sebesar 3,3 menjadi 3,9 ditahun 2019 dan pada saat tersebut perusahaan mengalami kenaikan laba dari Rp1,7 triliun pada tahun 2018 menjadi Rp3,1 triliun pada tahun 2019, namun tingkat utang perusahaan juga meningkat dari 0,6 pada tahun 2019 menjadi 0,8 pada tahun 2020. Berdasarkan dua data perusahaan tersebut dapat disimpulkan bahwa tinggi rendahnya profitabilitas tidak mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan utang.

7. Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Dalam Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian menunjukkan koefisien regresi variabel interaksi *free cash flow* dan profitabilitas bernilai negatif yaitu profitabilitas berperan memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang. Perusahaan dengan *free cash flow* dan profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk mencukupi kebutuhan dananya dari dana internalnya, sehingga memiliki tingkat utang yang rendah. Hal tersebut sesuai dengan *packing order theory* yang dikemukakan oleh Myers, S., & Majluf (1984) yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan yaitu pertama menggunakan laba ditahan, kedua utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Berdasarkan laporan keuangan yang dipublikasikan PT Pakuwon Jati Tbk. (PWON) pada akhir tahun 2018, nilai *free cash flow* yang dimiliki perusahaan sebesar Rp1,61 miliar, meningkat sebesar 7,15 persen dari tahun 2017 yang tercatat sebesar Rp1,39 miliar. Laba bersih perusahaan tercatat sebesar Rp2,83 miliar, meningkat 16,5 persen dari tahun 2017 yang tercatat sebesar Rp2,01 miliar. Adapun tingkat utang perusahaan berdasarkan *Debt to Equity Ratio* (DER) menurun dari tahun 2017 sebesar 0,83 menjadi 0,63. Hal ini membuktikan dengan adanya peningkatan nilai *free cash flow* dan profitabilitas perusahaan maka penggunaan utang akan menurun. Profitabilitas mampu memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang.

8. Profitabilitas Sebagai Pemoderasi Dalam Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian menunjukkan koefisien regresi variabel interaksi risiko bisnis dan profitabilitas bernilai negatif yaitu profitabilitas berperan memperkuat pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan utang. Perusahaan dengan risiko bisnis tinggi dan tingkat profitabilitas yang tinggi akan menggunakan utang dalam jumlah yang rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko bisnis tinggi disertai profitabilitas yang rendah. Hal tersebut dikarenakan perusahaan masih memiliki dana internal untuk mendanai operasional perusahaan. Pernyataan tersebut sesuai dengan *packing order theory* oleh Myers, S., & Majluf (1984) yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan yaitu pertama menggunakan dana internal, kedua utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Selain itu sesuai dengan *trade off theory* yaitu menyeimbangkan manfaat penggunaan utang dengan risiko yang ditimbulkan, perusahaan dengan risiko bisnis tinggi disertai dengan profitabilitas rendah lebih baik mengurangi penggunaan utang dikarenakan akan menimbulkan risiko yang lebih besar jika perusahaan tidak dapat melunasi utangnya. Berdasarkan laporan keuangan yang dipublikasikan PT Agung Semesta Sejahtera Tbk. (TARA) memiliki risiko bisnis yang dihitung menggunakan DOL pada tahun 2019 sebesar 0,09 meningkat dari tahun 2018 yaitu

sebesar 0,04 dan laba perusahaan meningkat dari Rp952,12 juta pada tahun 2018 menjadi Rp1,06 miliar pada tahun 2019, namun total utang perusahaan menurun dari Rp71,9 miliar pada tahun 2019 menjadi Rp45,4 miliar pada tahun 2020. Pada tahun yang sama Modernland Realty Tbk. (MDLN) memiliki risiko bisnis yang dihitung menggunakan DOL sebesar 0,2 menurun dari tahun 2018 yaitu sebesar 0,6. Perusahaan mengalami kerugian pada tahun 2019 sebesar Rp103,6 miliar, memburuk dari tahun 2018 yang memperoleh laba sebesar Rp25,3 miliar. Utang perusahaan meningkat dari Rp9,8 triliun pada tahun 2019 menjadi Rp10,6 triliun pada tahun 2020. Berdasarkan dua data tersebut dapat disimpulkan bahwa tinggi rendahnya profitabilitas mampu memperkuat pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan utang.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis, hasil penelitian, dan pembahasan yang telah dijabarkan, maka dapat dibuat kesimpulan sebagai berikut: (1) Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. (2) Likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. (3) *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. (4) Risiko bisnis tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. (5) Profitabilitas mampu memoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang. (6) Profitabilitas tidak memoderasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan utang. (7) Profitabilitas mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang. (8) Profitabilitas mampu memoderasi pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan utang.

Implikasi penelitian ini yaitu bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan menjadi pertimbangan dalam penentuan kebijakan utang. Perusahaan harus memperimbangkan struktur aset, likuiditas, dan *free cash flow* yang dimiliki sebelum menentukan kebijakannya. Perusahaan yang memiliki aset tetap yang besar dan dapat dijadikan jaminan memungkinkan perusahaan untuk menggunakan pendanaan dari utang. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi dapat menggunakan dana internalnya untuk membiayai kebutuhan perusahaan dan mengurangi penggunaan utang. Penggunaan utang pada perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Profitabilitas juga merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan utang. Tingkat profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menggunakan dana internal dari laba yang diperoleh perusahaan untuk mendanai kebutuhan perusahaan dan mengurangi penggunaan utang.

Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu tidak mempertimbangkan adanya faktor pandemi covid 19 yang mempengaruhi kondisi perusahaan. Perusahaan mengalami perubahan kondisi ekonomi yang cukup signifikan pada saat pandemi.

REFERENSI

- Abubakar, D. Y., Daat, S. C., & Sanggenafa, M. A. (2020). Pengaruh Tangibility, Profitabilitas, Growth, Risiko Bisnis dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi & Keuangan Daerah*, 15(1), 113-128.
- Ahyuni, P. K., Rizal, N., & Wibisono, Y. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Return On Asset (ROA) dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Listed di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014- 2016). *Progress Conference*, 1(1), 681-691.
- Angela, C., & Yanti. (2019). Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 1(2), 335-343.
- Aziz. (2020, Juli 30). *Beban Naik, KIIA Rugi Rp84 Miliar Pada Kuartal II 2020*. Dipetik Oktober 20, 2021, dari pasardana: <https://pasardana.id/news/2020/7/30/beban-naik-kija-rugi-rp84-miliar-pada-kuartal-ii-2020/>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance*. McGraw Hill Irwin.
- Brigham, & Houston. (2010). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat. Brigham, & Houston.

- 2001). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Dewa, D. F., Mahsuni, A. W., & Junaidi. (2019, Agustus). Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Aset, dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2018. *E-JRA*, 8(9), 87-103.
- Ehikioya, B. I. (2018). An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Policy of Nigerian Firms. *International Journal of Economics and Financial Research*, 4, 180-187.
- Estuti, E. P., Fauziyanti, W., & Hendrayanti, S. (2019). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Prosiding Seminar Nasional Unimus*, 2, 530-542.
- Fardianti, S. A. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Kebijakan Dividen, GCG dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 10(5), 1-20.
- Florenca, & Susanty, M. (2019). Tata Kelola Perusahaan, Aliran Kas Bebas dan Manajemen Laba. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 21(2), 141-154.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hudarangga, D. F., Mahsuni, A. W., & Junaidi. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Aset dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2018. *E-JRA*, 8(9), 87-103.
- Ifada, L. M., & Yunandriatna. (2017). Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 14(1), 40-54.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kasmir. (2014). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Rajagrafindo Persada.
- Kristina, A., Prihatiningsih, & Kusmargiani, I. S. (2019). Analisis Pengaruh Likuiditas, Struktur Aktiva, Free Cash Flow, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang (DER) pada PT Jasa Marga Tbk Periode 2009 - 2018. *Keunis Majalah Ilmiah*, 7(2), 92-105.
- Lestari, E. (2021). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang (Studi Kasus Pada Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Eksekutif*, 15(1), 1-18.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S., & Majluf. (1984). *Corporate Financing and Investment Decision When Firms have Information Investors Do not Have*. *Journal of Finance Economics*.
- Novitasari, D. P., & Viriany. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 1(2), 153-162.
- Nurfitriana, A., & Fachrurrozie. (2018). Profitability In Moderating The Effects Of Business Risk, Company Growth And Company Size On Debt Policy. *Journal of Accounting and Strategic Finance*, 1(2), 133-142.
- Nyeadi, J. D., Banyen, K. T., & Mbawuni, J. (2017). Determinants of Capital Structure of Listed Firms in Ghana: Empirical Evidence Using a Dynamic System Gmm. *Journal of Accounting and Management (JAM)*, 7(2), 159-173.
- Oktariyani, & Hasanah, A. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Likuiditas dan Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal Of Applied Managerial Accounting*, 3(1), 20-42.
- Panda, A. K., & Nanda, S. (2020). Determinants of capital structure; a sector-level analysis for Indian manufacturing firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(5), 1033-1060.
- Pramana, T. (2011). *Manajemen Risiko Bisnis*. Jakarta: Sinar Ilmu Publishing.
- Prathwi, N. D., & Yadnya, I. P. (2017). Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(1), 60-86.
- Putra, T. (2020, September 1). *Bikin Khawatir! Tahun Ini, Banyak Emiten Terancam Pailit*. Dipetik

Juli 3, 2021, dari CNBC Indonesia:

<https://www.cnbcindonesia.com/market/20200901123226-17-183532/bikin-khawatir-tahun-ini-banyak-emiten-terancam-pailit>

- Putra, Z. Y. (2017). Pengaruh Arus Kas Bebas, profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 6(3), 1126-1147.
- Ramadhani, S., & Barus, A. C. (2018). Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Sektor Utama yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016. *JWEM STIE MIKROSKIL*, 8(2), 127- 138.
- Ridho, M. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 22(1), 13-19.
- Riyanto, B. (2013). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: GPFE.
- Sari, V. N. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Aset, dan Kebijakan dividen Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 1-17.
- Soraya, & Permanasari, M. (2017). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Publik. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 19(1), 103-116.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: Alfabeta. Suhartatik, K., & Budiarti, A. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Kebijakan Dividen, dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 7(5), 1-18.
- Suliyanto. (2011). *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: ANDI. Suliyanto. (2018). *Metode Penelitian Bisnis Untuk Skripsi, Tesis, & Disertasi*. Yogyakarta: ANDI. Tatengkeng, D., Murni, S., & Tulung, J. E. (2018). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016. *Jurnal EMBA*, 8(3), 1128 - 1137.
- Umbarwati, U., & Fachrurrozie. (2018). Profitability as the Moderator of the Effects of Dividend Policy, Firm Size, And Asset Structure on Debt Policy. *Accounting Analysis Journal*, 3, 192-199.
- Utami, S. P., & Ngumar, S. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Struktur Aset dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 8(1), 1-17.