

**PENGARUH ARUS KAS BEBAS TERHADAP STRUKTUR MODAL
DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL MODERATING
(PERIODE PENELITIAN 2012-2016)**

Irma Rosyida

Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,

irmarossyi@gmail.com

Abstract

This research was conducted to analyze the influence of free cash flow on capital structure with dividend policy as a moderating variable. The sample in this study is 36 companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) of the years 2012-2016. The analysis technique used is moderated regression analysis (MRA) using the program SPSS 24. This study used the dependent variable capital structure, while the independent variable is free cash flow and dividend policy as moderating variable. The results showed that free cash flow variable simultaneously affect the capital structure. Partially free cash flow negative effect on the capital structure, but the variable dividend policy moderation with a free cash flow does not show significant results.

Keyword: *capital structure, free cash flow, dividend policy*

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan didirikan dengan berbagai tujuan yang hendak dicapai. Tujuan utama dari perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran dan keuntungan bagi para pemegang sahamnya (Brigham dan Houston, 2006:132). Begitu juga menurut (Sugiarto, 2002) tujuan utama sebagian besar perusahaan, terutama perusahaan yang berorientasi bisnis, adalah mengoptimalkan nilai perusahaan yang menunjukkan peningkatan pada kemakmuran pemegang saham. Kemakmuran pemegang saham dapat diwujudkan melalui meningkatnya harga saham di pasar (*capital gain*) atau melalui pembagian dividen.

Keputusan suatu perusahaan untuk membagikan dividen serta besarnya dividen yang dibagikan tergantung pada posisi kas perusahaan. Walaupun perusahaan memperoleh laba yang besar, namun apabila posisi kas menunjukkan posisi yang tidak memungkinkan untuk membagi dividen, besar kemungkinan perusahaan tidak membagikan dividen.

Menurut Murtini (2008) kebijakan dividen menyangkut tentang keputusan untuk membagikan laba yang diperoleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba ditahan guna pembelanjaan investasi dimasa depan. Kebijakan dividen adalah pembagian keuntungan kepada para pemegang saham, namun dengan dibagikannya kas bebas sebagai dividen, maka akan mengurangi jumlah laba ditahan dalam perusahaan.

Jansen dan Meckling (1976) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Arus kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi utang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas, sehingga aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi sehingga perusahaan dapat membagikan dividen.

Arus kas bebas yang dimiliki perusahaan dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham (Metha Arieska & Barbara Gunawan, 2011). Konflik kepentingan terjadi ketika manajer cenderung lebih menempatkan kepentingan perusahaan di atas kepentingan pribadi, terutama kepentingan pemegang saham. Ketidakselarasan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal dapat terjadi ketika perusahaan menghasilkan

aliran kas bebas yang substansial. Konflik antara manajer dan pemegang saham umumnya terjadi akibat pembuatan keputusan yang berkaitan dengan penggunaan dana kas bebas, antara pencairan dana sebagai dividen atau dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Arus kas bebas positif mencerminkan jumlah yang tersedia bagi aktivitas bisnis setelah menyisihkan untuk pendanaan dan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan kapasitas produksi pada tingkat tertentu. Sedangkan arus kas bebas negatif harus menjadi perhatian kita karena arus kas bebas negatif menunjukkan bahwa jumlah kas yang ada di perusahaan kurang memadai. Namun arus kas bebas negatif tidak selalu berarti buruk. Jika arus kas bebas negatif karena laba operasi bersih setelah pajaknya negatif, maka itu sudah pasti merupakan suatu yang buruk. Ini tandanya pendapatan perusahaan tidak mampu menunjang ekspansi atau pengembangan usaha (Aprilycia, 2012).

Namun, banyak perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memiliki laba operasi bersih setelah pajak positif, tetapi arus kas bebasnya negatif karena perusahaan tersebut banyak berinvestasi dalam aset operasi untuk mendukung pertumbuhan yang cepat. Hal ini dimungkinkan bahwa perusahaan menginvestasikan semua laba operasi bersihnya dan memutuskan untuk tidak membagikan dividen. Kebijakan ini dapat mempengaruhi komposisi struktur modal antara modal sendiri dan utang (Astuti & Nurlaelasari, 2013).

Berkaitan dengan struktur modal dalam perusahaan, manajer harus mampu mengambil keputusan komposisi struktur modal yang tepat berkaitan dengan jumlah utang dan modal sendiri yang digunakan dalam membiayai

operasional perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah utang jangka panjang dengan modal sendiri (Husnan, 2004).

Setiap perusahaan memiliki tugas untuk menetapkan berbagai keputusan yang berkaitan dengan kelangsungan hidup perusahaan. Keputusan-keputusan itu antara lain adalah keputusan struktur modal dan keputusan pembagian dividen. Kedua keputusan tersebut memiliki sifat yang saling mempengaruhi yaitu kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan berkenaan dengan jumlah arus kas bebas yang ada di perusahaan akan mempengaruhi atau bahkan mengubah kebijakan struktur modal (Hermuningsih, 2013).

Menurut penjelasan hubungan antara ketiga variabel diatas membuat peneliti tertarik untuk menguji apakah arus kas bebas dapat mempengaruhi kebijakan struktur modal yang akan diambil oleh perusahaan dan bagaimana kebijakan dividen dapat mempengaruhi hubungan antara arus kas bebas dan struktur modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Triani (2014) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Arus Kas Bebas, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI (Periode 2008-2012)” menunjukkan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan struktur modal. Semakin besar arus kas bebas, maka semakin besar juga penggunaan utang sebagai modal operasional perusahaan. Semakin besar penggunaan utang sebagai modal operasional perusahaan ini tidak lepas dari pembagian dividen oleh manajemen jika perusahaan memiliki arus kas yang bebas yang besar. Persamaan penelitian

ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Triani (2014) adalah variabel independen sama sama menggunakan arus kas bebas.

Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Triani, penelitian yang pernah dilakukan oleh Wijaya & Hadianto (2008) juga mengatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Widyaningrum, (2011) menunjukkan bahwa *free cash flow* secara statistik tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

KAJIAN PUSTAKA

Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Menurut Soemarso (2005) Arus kas bebas (*Free cash flow*) merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan untuk modal kerja atau investasi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Manajemen biasanya lebih suka untuk menginvestasikan lagi dana tersebut pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang diterimanya. Disisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham (Widyaningrum, 2011)

Free cash flow merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai *net present value positif*. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross et al (2002: 57), yaitu:

$$\text{FCF} = \text{AKO} - \text{PM} - \text{NWC}$$

Dimana:

FCF : *Free Cash Flow*

AKO : aliran kas operasional perusahaan

PM : pengeluaran modal perusahaan

NWC : modal kerja bersih perusahaan (*net working capital*)

Aliran kas operasional adalah kas yang berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada aset tetap yaitu aset tetap bersih akhir periode dikurangi aset tetap bersih awal periode, sedangkan modal kerja bersih adalah selisih antara jumlah aset lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama (Soemarso, 2005).

Dividen

Dividen adalah pembagian penghasilan yang dapat berbentuk kas, aset lain, surat atau bukti yang menyatakan utang perusahaan kepada pemegang saham suatu perusahaan sesuai dengan proporsi saham yang dimiliki oleh pemilik perusahaan, karena *retained earnings* (laba ditahan) adalah salah satu bentuk pendanaan internal, maka keputusan mengenai dividen dapat mempengaruhi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan. Semakin besar dividen kas yang dibayarkan oleh perusahaan, maka semakin besar pula jumlah pendanaan

eksternal yang dibutuhkan oleh perusahaan melalui pinjaman hutang atau penjualan saham (Soemarso, 2005).

Menurut Kieso et al. (2002:94) ada lima jenis dividen suatu perusahaan yaitu Dividen tunai (*cash dividend*), Dividen *Property*, Dividen skrip, Dividen likuidasi dan Dividen saham (*stock dividend*).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menyangkut tentang penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Perusahaan bisa membagi dividen dalam bentuk uang tunai atau dalam bentuk saham (*stock dividend*). Kebijakan dividen masih merupakan masalah yang mengundang perdebatan karena ada beberapa pendapat mengenai dividen. Pertama, pendapat yang mengatakan dividen dibagi sebesar-besarnya (*relevant dividend*); kedua kebijakan dividen tidak relevan; dan ketiga, perusahaan membagi dividen sekecil mungkin.

Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang dibuat para manager dalam manajemen keuangan. Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Namun dalam kenyataannya terdapat berbagai kontroversi dalam penerapan kebijakan suatu perusahaan. Kontroversi dalam pembagian dividen dapat mempengaruhi minat investor pada suatu perusahaan yang akan berdampak pada nilai perusahaan.

Kebijakan dividen dapat ditunjukkan melalui *dividend payout ratio*. *Dividen payout ratio* merupakan besarnya jumlah pendapatan per lembar saham yang akan didistribusikan kepada para pemegang saham. Rumus untuk menghitung DPR adalah (Wild, et al. 2005a:43):

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividenda persaham}}{\text{Laba Persaham}}$$

Setiap perusahaan tentunya mempunyai ketetapan kebijakan dividen yang berbeda-beda. Kebijakan dividen yang diambil mengharuskan perusahaan untuk membayar jumlah tertentu kepada para pemegang saham, menurut Riyanto (2001:269) menyatakan bahwa terdapat beberapa macam kebijakan dividen, yaitu: Kebijakan dividen stabil, Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen, Kebijakan dividen yang konstan, Kebijakan dividen yang diambil.

Struktur Modal

Struktur modal merupakan perbandingan antara proporsi hutang dan modal sendiri sebagai sumber pendanaan perusahaan. Komponen struktur modal itu sendiri dapat berasal dari sumber eksternal atau internal perusahaan, hutang jangka pendek (*Current Liabilities*), hutang jangka panjang (*Long Term Debt*) dan modal saham perusahaan yang terdiri dari saham preferen (*Preferend Stock*) dan saham biasa (*Common Stock*) (Widyaningrum, 2011).

Riyanto (2001) menyatakan bahwa secara umum struktur modal perusahaan terdiri dari beberapa komponen, yaitu modal asing dan modal sendiri. Modal asing berasal dari pinjaman pihak ketiga atau bank yang berupa hutang jangka pendek atau jangka panjang. Namun pada umumnya pinjaman jangka panjang jauh lebih besar dari pada hutang jangka pendek.

Menurut Sundjaja dan Barlian (2003), hutang jangka panjang merupakan salah satu dari bentuk pembiayaan jangka panjang yang memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun, biasanya 5-20 tahun. Mengukur besarnya aset perusahaan yang dibiayai oleh kreditur (*debt ratio*) dilakukan dengan cara membagi total hutang jangka panjang dengan total aset. Semakin tinggi *debt ratio*, semakin besar

jumlah modal pinjaman yang digunakan di dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari hasil aktivitas perusahaan dan dari modal pemilik perusahaan yang tertanam dalam jangka waktu tertentu. Menurut Sundjaja dan Barlian (2003) modal sendiri/*equity capital* adalah dana jangka panjang perusahaan yang terdiri dari berbagai jenis saham (saham preferen dan saham biasa) serta laba ditahan.

Pendanaan dengan modal sendiri akan menimbulkan *opportunity cost*. Keuntungan dari memiliki saham perusahaan bagi *owner* adalah control terhadap perusahaan. Namun, *return* yang dihasilkan dari saham tidak pasti dan pemegang saham adalah pihak pertama yang menanggung risiko perusahaan. Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas, sedangkan modal pinjaman memiliki jatuh tempo.

Struktur modal perusahaan harus diatur sedemikian rupa sehingga aktivitas perusahaan dapat berlangsung terus-menerus sebelum mengambil keputusan pendanaan yang berkaitan dengan struktur modal. Manajer perlu menganalisis beberapa faktor yang mungkin sesuai kondisi, tapi manajemen harus mempunyai gambaran struktur modal yang spesifik setiap saat. Jika rasio hutang sesungguhnya berada dibawah tingkat yang ditargetkan, ekspansi modal mungkin perlu dilakukan dengan menggunakan pinjaman, sementara jika rasio hutang sudah melampaui target, saham mungkin perlu digunakan (Brigham dan Houston, 2006).

Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*) dan Struktur Modal

Free cash flow yang ada pada perusahaan dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Dalam konflik tersebut, pemegang saham menginginkan sisa aliran kas bebas tersebut dibagikan sehingga dapat meningkatkan kemakmuran mereka. Sedangkan manajer perusahaan menginginkan sisa kas bebas dipakai untuk mendanai investasi yang menguntungkan sehingga dapat menambah insentif manajer (Widyaningrum, 2011).

Perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya biaya agensi yang berasal dari arus kas bebas (Jensen dan Meckling, 1976). Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, arus kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak memiliki kemampuan di masa depan.

Di sisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka. Perusahaan dengan arus kas bebas yang besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi. Perusahaan dengan arus kas bebas besar yang memiliki level hutang yang tinggi akan menurunkan biaya agensi dari arus kas bebas. Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₁: Aliran kas bebas berpengaruh secara positif terhadap struktur modal.

Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*) dan Kebijakan Dividen

Brigham dan Houston (2006) mendefinisikan arus kas bebas sebagai arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan mendapatkan semua investasinya pada aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Rumus :

$$\text{Arus Kas Bebas} = \frac{\text{FreeCashFlow}}{\text{TotalAset}}$$

Semakin kecil rasio ini menunjukkan semakin kecil laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Sesuai teori keagenan, apabila perusahaan mempunyai aliran kas bebas, manajer akan mendapatkan tekanan dari pemegang saham untuk membagikannya dalam bentuk dividen. Hal ini dilakukan untuk mencegah pihak manajemen menggunakan *free cash flow* untuk hal-hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan dan cenderung merugikan para pemegang saham. Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₂: Kebijakan dividen dapat memoderasi pengaruh positif aliran kas bebas terhadap struktur modal.

METODE

Data penelitian ini berupa laporan keuangan publikasian tahunan yang telah diaudit, yang terdiri dari neraca, laba rugi dan laporan arus kas selama tahun

2005-2009. Laporan keuangan perusahaan diperoleh dari situs resmi BEI www.idx.co.id.

Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan pada kriteria tertentu yang dikehendaki peneliti. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan 2012-2016, 2) perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember, 3) perusahaan tidak memiliki arus kas bebas negatif dan membagi dividen tunai setiap satu tahun selama periode pengamatan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Arus Kas Bebas (Free Cash Flow)

Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Aliran kas bebas dalam penelitian ini diukur dengan formula:

$$FCF = AKO - PM - NWC$$

Keterangan:

FCF = *Free cash flow*

AKO = Aliran kas operasi

PM = Pengeluaran modal

NWC = *Net working capital*

Struktur Modal

Struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik berasal dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan formula:

$$\text{DER: } \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Keterangan:

DER = *Debt to equity ratio*

Kebijakan Dividen

Kebijakan Dividen menunjukkan seberapa besar laba perusahaan dibagikan kepada pemegang saham. Variabel ini diukur dengan *Dividend Payout Ratio* yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

Keterangan:

Dividend per share = besarnya dividen yang dibagikan per lembar saham

Earning per share = besarnya laba per lembar saham

HASIL

Objek penelitian yang digunakan sebanyak 36 perusahaan yang terdaftar di BEI yang dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang ditetapkan dan rincian sampel yang telah terpilih disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Daftar Sampel

No.	Kode	No.	Kode
1.	ABDA	19.	KIJA
2.	ACES	20.	KKGI
3.	ADRO	21.	LION
4.	ASGR	22.	LSIP
5.	ASRI	23.	MERK
6.	BATA	24.	MLBI
7.	BNBA	25.	MREI
8.	CLPI	26.	PEGE
9.	DLTA	27.	PLIN
10.	DVLA	28.	PWON
11.	EMTK	29.	RALS
12.	FAST	30.	SCMA
13.	HMSP	31.	SGRO
14.	ICBP	32.	SIMP
15.	INDF	33.	SMGR
16.	INTP	34.	SMSM
17.	ITMG	35.	TGKA
18.	JRPT	36.	TLKM

Sumber: IDX dan diolah penulis

Statistik deskriptif variabel-variabel penelitian selama periode pengamatan disajikan pada Tabel 2 yang menunjukkan rata-rata aliran kas bebas (FCF) sebesar 0,10859 dengan deviasi standar 0,089701. Struktur modal (DER) memiliki rata-rata sebesar 0,87858 dengan deviasi standar 0,998748. Kebijakan Dividen (DPR) memiliki rata-rata sebesar 0,43019 dengan deviasi standar 0,322777.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	180	,001	,474	,10859	,089701
DER	180	,113	7,562	,87858	,998748
DPR	180	,041	3,722	,43019	,322777

Sumber: Output SPSS 24

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Hasil uji normalitas dengan metode uji One-Sample Kolmogorov-Smirnov disajikan pada Tabel 3 yang menunjukkan nilai *p-value* dari KSZ *unstandardized residual* pada semua persamaan regresi sebesar 0,200 lebih besar dari $\alpha = 0.05$, maka dapat disimpulkan data berdistribusi normal.

Tabel 3. Uji normalitas

	Z	p-value	Keterangan
Persamaan satu	0,42	0,200	Data berdistribusi normal
Persamaan dua	0,51	0,200	Data berdistribusi normal
Persamaan tiga	0,55	0,200	Data berdistribusi normal

Sumber: Output SPSS 24

2. Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas menggunakan metode *variance inflation factor* (VIF) disajikan pada Tabel 4 yang menunjukkan hasil perhitungan nilai *tolerance* menunjukkan tidak ada variabel yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,1.

Hasil perhitungan nilai *variance inflation factor* (VIF) menunjukkan tidak ada variabel memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinearitas antar variabel dalam model regresi

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

Variabel	Collinearity Statistics		Kesimpulan
	Tolerance	VIF	
FCF	0,180	3,035	Tidak ada multikolinearitas
DER	0,116	8,606	Tidak ada multikolinearitas
FCF*DER	0,177	6,516	Tidak ada multikolinearitas

Sumber: Output SPSS 24

3. Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser disajikan pada Tabel 5 yang menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel bebas yang signifikan secara statistis mempengaruhi variabel terikat nilai ABS e, hal ini terlihat dari nilai Sig. $t > 0,05$. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak menunjukkan adanya heteroskedastisitas.

Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Sig.t	Kesimpulan
ABS e	FCF	0,345	Tidak terjadi heteroskedastisitas
	DER	0,603	Tidak terjadi heteroskedastisitas
	FCF*DER	0,341	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Output SPSS 24

4. Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin Watson statistics disajikan pada Tabel 6 menunjukkan bahwa nilai DW-test sebesar 2,136 berada pada daerah $dU < DW < 4-dU$, artinya tidak ada autokorelasi

Tabel 6. Uji Autokorelasi

	DW	dU	4-dU	Kesimpulan
Durbin-Watson	2,136	1,7786	2,209	Tidak terdapat masalah autokorelasi

Sumber: Output SPSS 24

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis satu sampai enam dalam penelitian ini menggunakan *moderated regression analysis* (MRA) atau uji interaksi. Hasil per-hitungan MRA disajikan pada Tabel 7.

Hasil perhitungan pada Tabel 7 diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$SM = 1,018 - 0,023AKB - 0,034 KD + 0,042 AKB*KD + \varepsilon$$

Tabel 7. Hasil Perhitungan *Moderated Regression Analysis*

Variabel	B	Prob (t-stat)	Keterangan
konstanta	1,018	0,000	
FCF	-0,023	0,001	Signifikan
DER	-0,034	0,140	Tidak signifikan
FCF*DER	0,042	0,312	Tidak signifikan
Adjusted R ²	0,064		
F Statistic	5,061		
Prob (F-stat)	0,002		

Sumber: Output SPSS 24

1. Uji Signifikan Nilai t

a. Pengujian hipotesis satu (H₁)

Variabel arus kas bebas (FCF) memiliki koefisien negatif -0,023 dengan *p-value* (sig) 0,001 < (0,05), berarti arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hipotesis satu (H₁) dalam penelitian ini ditolak

b. Pengujian hipotesis dua (H₂)

Variabel moderat (FCF*DER) memiliki koefisien regresi sebesar 0,042 dengan *p-value* (0,312) > (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memoderasi pengaruh negatif arus kas bebas terhadap struktur modal. Hipotesis kedua (H₂) dalam penelitian ini ditolak.

PEMBAHASAN

Hasil pengujian pengujian hipotesis satu menunjukkan arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini disebabkan perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang rendah dikarenakan perusahaan mampu untuk melunasi utang-utangnya. Sehingga dapat mempengaruhi proporsi utang terhadap modal perusahaan. Semakin besar arus kas bebas yang dimiliki maka semakin kecil rasio utang terhadap modal internal perusahaan. penelitian ini sejalan dengan penelitian (Chandra, 2017) yang mengatakan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Pengaruh negatif ini dikarenakan perusahaan dengan arus kas yang tinggi artinya memiliki dana internal yang besar yang dapat digunakan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tanpa harus melakukan pinjaman dari pihak eksternal

Pengujian hipotesis dua menunjukkan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh negatif arus kas bebas terhadap struktur modal. kondisi ini menunjukkan bahwa FCF dan DPR tidak berpengaruh terhadap struktur modal dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderating. Beberapa kemungkinan yang mungkin dapat menjelaskan hasil tersebut adalah besar kecilnya suatu dividen yang dibagikan kepada pemegang saham tidak terlalu berdampak terhadap proporsi antara utang dan modal sendiri dalam struktur modal. Kemungkinan lain karena pembayaran dividen yang besarnya tiap tahun disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan sehingga tidak mampu memoderasi pengaruh antara arus kas bebas dengan struktur modal.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: 1) arus kas bebas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, 2) kebijakan dividen tidak dapat memoderasi pengaruh negatif aliran kas bebas terhadap struktur modal.

Berdasarkan hasil analisis pembahasan serta beberapa kesimpulan tersebut maka penulis memberikan saran sebagai berikut: 1) Manajemen perusahaan perlu memperhatikan besar kecilnya *free cash flow* dalam membuat keputusan yang berkaitan dengan struktur modal karena variabel ini berpengaruh terhadap struktur modal, 2) Memperpanjang periode pengamatan sehingga dapat menggambarkan kondisi yang sebenarnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Aprilycia, A. W. (2012). Pengaruh profitabilitas, kebijakan dividen, dan kebijakan utang terhadap kinerja pasar dengan moderasi aliran kas bebas. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 1(1), 59–72.
- Astuti, W. A., & Nurlaelasari. (2013). Pengaruh arus kas bebas dan profitabilitas terhadap kebijakan utang. *Trikonomika*, 12(1), 40–48.
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Penerjemah Ali Akbar Yulianto. Edisi 5, jilid 2. Salemba Empat.
- Chandra, A. F. (2017). Company Size, Profitability, Tangibility, Free Cash Flow, and Growth Opportunity that Affect the Capital Structure in Manufacturing Company. *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan*, 2, 17–27.
- Hermuningsih, S. (2013). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 127–148.

- Husnan, Suad. 2004. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Jansen, M. dan W. Meckling. 1976. "The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3: 305-360
- Kieso *et al.* 2007. *Pengantar Akuntansi*. Jakarta: Salemba Empat
- Metha Arieska, dan Barbara Gunawan. (2011). Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 13(1), 13–23.
- Murtini, Umi. 2008. "Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*. Volume 4 Nomor 1. Februari 2008
- Rahman, Andika Wisnu Sofia dan Ni Nyoman Alit Triani. 2014. "Pengaruh Arus Kas Bebas, Keijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI (Periode 2008-2012)". *Jurnal Ilmu Manajemen*, Volume 2 Nomor 4.
- Riyanto, Bambang 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi ke empat, BPFE, Yogyakarta.
- Ross *et. Al*, 2002. *Fundamental Corporate Finance*, 3rd, Mc Graw-Hill.
- Soemarso. 2005. *Akuntansi Suatu Pengantar*. Edisi Revisi, Jakarta: Salemba Empat
- Sugiarto, M. (2002). Pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 3(I), 1–26.
- Sundjaja Ridwan S. dan Inge Barlian. 2003. *Manajemen Keuangan 1*, Edisi Kelima. Jakarta: Literata Lintas Media.
- Widyaningrum. 2011. "The Effect of Free Cash Flow, Profitability and Company Growth on Capital Structure (An Empirical Study in Manufacturing Company Listed in Indonesia Stock Exchange 2007-2011 Periods)". *Jurnal Akuntansi Keuangan*. Volume 16 nomor 1. Januari 2011.
- Wijaya, M. S. V., & Hadianto, B. (2008). Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*. Volume 7 nomor 1. Mei 2008: 71-84.
- Wild, J.J., *et al.* (2005). *Financial Statement Analysis*. Jakarta: Salemba Empat.