

Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Aset dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Utang dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Moderasi pada BUMN (Badan Usaha Milik Negara) yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Karina Amilia¹, Yudea², Ika Makherta Sutadji³

^{1,2,3} Universitas Balikpapan, Indonesia

E-mail: karinaamilia06@gmail.com¹, yudea@uniba-bpn.ac.id², ika.makherta@uniba-bpn.ac.id³

Article History:

Received: 31 Juli 2026

Revised: 03 Agustus 2026

Accepted: 02 September 2026

Keywords:

Kebijakan dividen, struktur aset, free cash flow, kebijakan utang, risiko bisnis.

Abstract: Fenomena financial distress akibat kegagalan pengelolaan utang pada sejumlah BUMN di Indonesia menunjukkan bahwa kebijakan utang harus dikelola secara hati-hati dan optimal demi menjaga stabilitas kinerja perusahaan. Merespons permasalahan tersebut serta adanya inkonsistensi dari penelitian terdahulu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen, struktur aset dan free cash flow terhadap kebijakan utang dengan risiko bisnis sebagai variabel moderasi pada BUMN (Badan Usaha Milik Negara). Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian kuantitatif. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode purposive sampling yang menghasilkan 105 sampel selanjutnya menjadi 98 sampel setelah mengeliminasi data outlier dari total 148 populasi. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu menggunakan Analisis Regresi Linear Berganda dan analisis MRA (Moderated Regression Analysis) yang meliputi uji normalitas, uji asumsi klasik dan pengujian hipotesis menggunakan SPSS 25. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa risiko bisnis tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang, risiko bisnis tidak mampu memoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang dan risiko bisnis tidak mampu memoderasi pengaruh free cash flow terhadap kebijakan utang.

PENDAHULUAN

Dinamika perekonomian kontemporer menuntut setiap entitas bisnis untuk mengelola sumber pendanaannya secara cermat, terutama menyangkut komposisi antara dana internal dan eksternal. Dalam konteks ini, kebijakan utang menempati posisi strategis sebagai instrumen yang memungkinkan korporasi memperoleh tambahan modal tanpa mendilusi kepemilikan pemegang saham yang ada. Meskipun demikian, proporsi utang yang melampaui batas optimal berpotensi

menjerumuskan perusahaan ke dalam kondisi kesulitan keuangan yang serius, bahkan kebangkrutan. Oleh sebab itu, penentuan tingkat utang yang tepat memerlukan pertimbangan menyeluruh terhadap berbagai faktor internal maupun eksternal perusahaan (Azharin & Ratnawati, 2022).

Fenomena kesulitan keuangan di lingkup Badan Usaha Milik Negara (BUMN) menjadi perhatian tersendiri mengingat peran vital entitas tersebut bagi perekonomian nasional. Sebagai ilustrasi, Bursa Efek Indonesia menghentikan sementara perdagangan saham PT Waskita Karya (Persero) Tbk pada Mei 2023 akibat gagal bayar kupon obligasi. Hingga akhir kuartal pertama 2023, total liabilitas perusahaan tersebut tercatat sebesar Rp84,37 triliun, terbagi atas liabilitas jangka pendek Rp21,24 triliun dan jangka panjang Rp63,13 triliun. Kasus serupa dialami oleh PT Garuda Indonesia yang membukukan kerugian bersih US\$ 898,65 juta pada semester pertama 2021, ditambah beban utang sewa pesawat yang membengkak hingga Rp70 triliun akibat kesalahan manajemen selama bertahun-tahun. Peristiwa-peristiwa tersebut menggarisbawahi urgensi kajian mendalam mengenai determinan kebijakan utang BUMN (Lisnawati, 2023).

Kebijakan dividen merupakan salah satu variabel yang diduga memengaruhi kebijakan utang. Penetapan proporsi laba yang dialokasikan sebagai dividen secara langsung berdampak pada ketersediaan dana internal perusahaan. Manakala bagian laba yang ditahan berkurang karena pembayaran dividen yang besar, perusahaan cenderung mengandalkan utang sebagai sumber pembiayaan alternatif. Namun demikian, bukti empiris menunjukkan hasil yang belum konklusif. Sunandy dan Sha (2024) menemukan adanya pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang, berbeda dengan temuan Saputri dan Agustina (2023) yang tidak mendapati relasi signifikan di antara keduanya.

Struktur aset turut menjadi pertimbangan dalam keputusan pendanaan. Aset tetap berwujud yang dimiliki perusahaan berfungsi sebagai agunan bagi kreditur, sehingga semakin besar proporsi aset tetap terhadap total aset, semakin luas akses perusahaan terhadap pinjaman. Fardianti dan Ardini (2021) serta Liandi dan Putri (2023) menemukan adanya pengaruh positif struktur aset terhadap kebijakan utang, meskipun Sari dan Setiawan (2021) menyatakan dalam penelitiannya bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Free cash flow atau arus kas bebas juga memainkan peran dalam dinamika kebijakan utang. Ketika perusahaan menghasilkan arus kas operasional yang melebihi kebutuhan investasi, kelebihan dana tersebut dapat digunakan untuk mengurangi ketergantungan pada utang. Di sisi lain, keberadaan arus kas bebas yang berlimpah justru dapat memicu perilaku oportunistik manajer, sehingga utang diperlukan sebagai mekanisme pengendali. Zahroh et al. (2023) menyatakan adanya pengaruh negatif free cash flow terhadap kebijakan utang, sementara Fauzi et al. (2022) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Risiko bisnis diikutsertakan dalam penelitian ini sebagai variabel moderasi dengan asumsi bahwa tingkat ketidakpastian operasional perusahaan mampu memperlemah atau memperkuat hubungan antara variabel independen dan kebijakan utang. Perusahaan dengan volatilitas pendapatan yang tinggi lazimnya lebih konservatif dalam mengambil utang guna menghindari tekanan finansial apabila pendapatan mengalami penurunan drastis (Bahri & Wijayanto, 2025). Beranjak dari inkonsistensi temuan penelitian terdahulu serta fenomena empiris yang telah diuraikan, penelitian ini berupaya menguji kembali pengaruh kebijakan dividen, struktur aset, dan free cash flow terhadap kebijakan utang dengan menempatkan risiko bisnis sebagai pemoderasi pada BUMN yang tercatat di BEI periode 2020–2024.

LANDASAN TEORI

Pecking Order Theory

Landasan teoritis utama yang mendasari penelitian ini adalah Pecking Order Theory yang pertama kali diperkenalkan oleh Donaldson pada 1961 dan kemudian disempurnakan oleh Myers serta Majluf pada 1984. Teori ini mengemukakan bahwa perusahaan memiliki preferensi hierarkis dalam menentukan sumber pendanaan. Prioritas pertama diberikan kepada dana internal berupa laba ditahan, lalu beralih ke instrumen utang apabila dana internal tidak mencukupi, dan menerbitkan ekuitas baru hanya sebagai opsi terakhir. Landasan pemikiran di balik hierarki tersebut adalah kondisi asimetri informasi antara manajer dan investor, yang menjadikan utang dipandang sebagai sekuritas yang relatif lebih aman dibandingkan saham baru. Dengan cara demikian, perusahaan dapat meminimalkan biaya informasi dan sinyal negatif yang mungkin timbul dari penerbitan ekuitas (Ross et al., 2022; Zutter & Smart, 2022).

Kebijakan Utang

Kebijakan utang merepresentasikan keputusan manajerial dalam memilih proporsi pendanaan eksternal berbasis pinjaman untuk membiayai kegiatan operasional dan ekspansi perusahaan. Pengukurannya dilakukan melalui rasio Debt to Equity Ratio (DER) yang membandingkan total liabilitas dengan total ekuitas, sehingga mencerminkan sejauh mana perusahaan bergantung pada modal pinjaman relatif terhadap modal sendiri (Kasmir, 2019). Rasio ini sekaligus mengindikasikan tingkat risiko keuangan yang ditanggung pemegang saham.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berkenaan dengan keputusan strategis perusahaan dalam mengalokasikan laba bersih antara pembagian dividen kepada pemegang saham dan penahanan untuk kebutuhan investasi internal. Pengukurannya melalui Dividend Payout Ratio (DPR), yakni perbandingan antara total dividen tunai yang dibayarkan dengan laba bersih perusahaan. Proporsi yang tinggi mengindikasikan preferensi distribusi kepada pemegang saham, sementara proporsi rendah menandakan kecenderungan perusahaan untuk menahan laba guna mendukung pertumbuhan internal (Kasmir, 2019).

Struktur Aset

Struktur aset merujuk pada komposisi alokasi dana perusahaan di antara berbagai jenis aset, khususnya proporsi aset tetap terhadap total aset. Pengukurannya dilakukan dengan membagi nilai aset tetap dengan total aset perusahaan. Aset tetap berwujud memiliki peran ganda: selain mendukung aktivitas operasional, aset tersebut juga berfungsi sebagai jaminan kredit yang meyakinkan kreditur untuk menyalurkan pinjaman dengan persyaratan yang lebih menguntungkan (Kasmir, 2019).

Free Cash Flow

Free cash flow mencerminkan sisa kas yang tersedia bagi perusahaan setelah memenuhi seluruh kewajiban operasional dan pengeluaran belanja modal. Perhitungannya melibatkan pengurangan arus kas operasi dengan pengeluaran modal dan modal kerja bersih, kemudian dibagi total aset untuk memperoleh rasio yang sebanding antarperusahaan. Tingkat arus kas bebas yang memadai mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan dana secara mandiri, yang pada gilirannya dapat mengurangi kebutuhan pendanaan eksternal (Fadhilah et al., 2021).

Risiko Bisnis

Risiko bisnis mencerminkan derajat ketidakpastian mengenai tingkat pengembalian atas aset perusahaan di masa mendatang. Pengukurannya menggunakan rasio EBIT terhadap total aset yang menangkap daya laba dasar perusahaan sebelum memperhitungkan pengaruh struktur modal dan beban pajak. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung lebih konservatif dalam menggunakan utang karena volatilitas pendapatan meningkatkan probabilitas kegagalan memenuhi kewajiban pembayaran (Abubakar et al., 2020).

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan kerangka teoritis dan bukti empiris yang telah diuraikan, berikut rumusan hipotesis yang diuji dalam penelitian ini:

H1: Risiko bisnis memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang.

H2: Risiko bisnis memoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang.

H3: Risiko bisnis memoderasi pengaruh free cash flow terhadap kebijakan utang.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengadopsi pendekatan kuantitatif dengan memanfaatkan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020 hingga 2024. Data dikumpulkan melalui teknik observasi non-partisipan dari situs resmi BEI (www.idx.co.id) dan laman korporat masing-masing perusahaan.

Populasi penelitian mencakup seluruh laporan keuangan BUMN di BEI pada periode observasi yang berjumlah 148 observasi. Pemilihan sampel menggunakan metode purposive sampling dengan kriteria: (1) BUMN yang terdaftar di BEI; (2) menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah; dan (3) membukukan laba positif selama periode pengamatan. Penerapan kriteria tersebut menghasilkan 105 unit observasi. Setelah dilakukan deteksi pencilan melalui metode boxplot berbasis Interquartile Range (IQR), tujuh data outlier dieliminasi—meliputi lima observasi PT Bank Tabungan Negara Tbk (BBTN) yang memiliki karakteristik perbankan Dana Pihak Ketiga yang ekstrem serta dua observasi PT Waskita Beton Precast Tbk (WSBP) dengan defisiensi ekuitas—sehingga diperoleh 98 sampel final untuk dianalisis.

Variabel dependen diukur menggunakan Debt to Equity Ratio ($DER = \text{Total Liabilitas} \div \text{Total Ekuitas}$). Variabel independen terdiri atas kebijakan dividen ($DPR = \text{Total Dividen} \div \text{Laba Bersih}$), struktur aset ($AST = \text{Aset Tetap} \div \text{Total Aset}$), dan free cash flow ($FCF = [\text{Arus Kas Operasi} - \text{Pengeluaran Modal} - \text{Modal Kerja Bersih}] \div \text{Total Aset}$). Variabel moderasi yaitu risiko bisnis diukur melalui rasio EBIT terhadap total aset ($RISK = EBIT \div \text{Total Aset}$).

Analisis data dilaksanakan menggunakan perangkat lunak SPSS 25 dengan tahapan: (1) statistik deskriptif; (2) pengujian asumsi klasik yang mencakup uji normalitas Kolmogorov-Smirnov, uji heteroskedastisitas Glejser, uji multikolinearitas melalui nilai Tolerance dan VIF, serta uji autokorelasi Durbin-Watson; (3) analisis regresi linear berganda; dan (4) Moderated Regression Analysis (MRA). Model regresi berganda yang diestimasi adalah $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$, sedangkan model MRA adalah $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Z + \beta_5 (X_1 \cdot Z) + \beta_6 (X_2 \cdot Z) + \beta_7 (X_3 \cdot Z) + \varepsilon$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Rangkuman statistik deskriptif untuk 98 unit observasi disajikan pada Tabel 1. Rata-rata DER sebesar 0,2281 mengindikasikan bahwa secara umum BUMN dalam sampel masih mempertahankan proporsi utang yang moderat. Variabel DPR menunjukkan rerata 1,1679 dengan deviasi standar 0,18955, yang mengisyaratkan pola pembagian dividen yang relatif seragam. Sementara itu, struktur aset memiliki variasi yang cukup tinggi (std. dev. = 0,258813) akibat perbedaan karakteristik sektor industri BUMN. Rerata FCF bertanda negatif (-0,07310) mencerminkan kecenderungan arus kas keluar yang lebih besar untuk belanja modal pada mayoritas BUMN, dan nilai risiko bisnis yang rendah (mean = 0,04855) menandakan margin operasi yang tipis secara keseluruhan.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR (X1)	98	1,00	1,95	1,1679	0,18955
AST (X2)	98	0,004	0,814	0,25989	0,258813
FCF (X3)	98	-0,512	0,236	-0,07310	0,139936
RISK (Z)	98	0,000	0,334	0,04855	0,057233
DER (Y)	98	-0,43	0,82	0,2281	0,35883
Valid N	98				

Sumber: Data sekunder diolah, 2026

Uji Asumsi Klasik

Seluruh pengujian asumsi klasik telah terpenuhi. Uji normalitas Kolmogorov-Smirnov menghasilkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,200 yang melebihi ambang batas 0,05, mengonfirmasi distribusi residual yang normal. Uji heteroskedastisitas Glejser memperlihatkan nilai signifikansi masing-masing variabel (DPR = 0,059; AST = 0,097; FCF = 0,599; RISK = 0,247) yang semuanya melampaui 0,05, sehingga model terbebas dari masalah heteroskedastisitas. Nilai Tolerance dan VIF untuk seluruh variabel independen berada dalam batas yang diperkenankan (Tolerance > 0,10 dan VIF < 10), menegaskan ketiadaan multikolinearitas. Terakhir, nilai Durbin-Watson sebesar 1,878 terletak pada interval dU (1,7567) hingga 4-dU (2,2433), sehingga disimpulkan bahwa autokorelasi tidak terjadi.

Tabel 2. Ringkasan Uji Asumsi Klasik

Variabel	Tolerance	VIF	Sig. Glejser
DPR	0,981	1,020	0,059
AST	0,805	1,242	0,097
FCF	0,747	1,338	0,599
RISK	0,876	1,141	0,247

Sumber: Output SPSS 25, 2026

Analisis Regresi Linear Berganda

Estimasi model regresi berganda menghasilkan persamaan: $DER = 0,215 - 0,032 DPR - 0,855 AST + 0,038 FCF$. Koefisien determinasi (Adjusted R^2) sebesar 0,369 menunjukkan bahwa 36,9% variasi kebijakan utang mampu dijelaskan oleh ketiga variabel independen secara bersama-sama. Uji F menghasilkan nilai sebesar 19,924 dengan signifikansi 0,000, yang mengkonfirmasi keseluruhan model secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Variabel	Koefisien (B)	t-hitung	Sig.	Kesimpulan
(Constant)	0,215			
DPR	-0,032	-0,630	0,530	Tidak Signifikan
AST	-0,855	-6,924	0,000	Signifikan
FCF	0,038	0,201	0,841	Tidak Signifikan

$$R^2 = 0,389; \text{Adjusted } R^2 = 0,369; F = 19,924 \text{ (Sig.} = 0,000)$$

Sumber: Output SPSS 25, 2026

Moderated Regression Analysis (MRA)

Model MRA yang memasukkan variabel interaksi menghasilkan persamaan: $DER = 0,234 + 0,006 \text{ DPR} - 0,787 \text{ AST} + 0,117 \text{ FCF} - 1,303 \text{ RISK} - 1,537 (\text{DPR} \times \text{RISK}) - 0,690 (\text{AST} \times \text{RISK}) + 7,713 (\text{FCF} \times \text{RISK})$. Adjusted R^2 meningkat menjadi 0,522, menandakan bahwa penyertaan variabel moderasi mampu menambah daya jelaskan model sebesar 15,3 poin persentase. Uji F model MRA bernilai 16,110 dengan signifikansi 0,000.

Tabel 4. Hasil Moderated Regression Analysis

Variabel	Koefisien (B)	t-hitung	Sig.	Kesimpulan
DPR	0,006	0,115	0,908	-
AST	-0,787	-6,979	0,000	-
FCF	0,117	0,562	0,575	-
RISK	-1,303	-1,959	0,053	-
DPR $\times$ RISK	-1,537	-1,661	0,100	Tidak Memoderasi
AST $\times$ RISK	-0,690	-0,222	0,825	Tidak Memoderasi
FCF $\times$ RISK	7,713	1,314	0,192	Tidak Memoderasi

$$R^2 = 0,556; \text{Adjusted } R^2 = 0,522; F = 16,110 \text{ (Sig.} = 0,000)$$

Sumber: Output SPSS 25, 2026

PEMBAHASAN

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang.

Hasil pengujian memperlihatkan bahwa kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh yang bermakna terhadap kebijakan utang ($\beta = -0,032$; Sig. = 0,530). Temuan ini mengisyaratkan bahwa pada konteks BUMN, besaran dividen yang dibayarkan tidak secara otomatis mendorong perusahaan untuk menambah porsi utang. Kondisi ini dapat dijelaskan oleh karakteristik unik BUMN, dimana penyetoran dividen kepada kas negara bersifat rigid berdasarkan mandat regulasi, terpisah dari mekanisme penarikan utang operasional. Dengan kata lain, kebijakan dividen BUMN lebih ditentukan oleh instruksi pemerintah selaku pemegang saham mayoritas ketimbang pertimbangan trade-off dengan pendanaan utang. Hasil ini konsisten dengan temuan Saputri dan Agustina (2023) namun berbeda dengan Sunandy dan Sha (2024) yang mendapati pengaruh signifikan pada perusahaan manufaktur swasta.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang.

Struktur aset terbukti memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang ($\beta = -0,855$; Sig. = 0,000). Temuan ini mengindikasikan bahwa BUMN dengan proporsi aset tetap yang lebih besar justru memiliki rasio utang yang lebih rendah. Interpretasi ini sejalan dengan Pecking Order Theory yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aset tetap substansial cenderung memiliki kapasitas menghasilkan arus kas operasional yang lebih stabil, sehingga mengurangi kebutuhan akan pendanaan eksternal. Selain itu, nilai agunan aset tetap yang tinggi

memberikan fleksibilitas bagi BUMN untuk memperoleh kredit dengan biaya lebih rendah, namun hal tersebut justru membuat manajemen lebih selektif dalam memanfaatkan fasilitas utang. Hasil ini memperkuat temuan Fardianti dan Ardini (2021) serta Liandi dan Putri (2023) mengenai peran signifikan struktur aset dalam keputusan pendanaan.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Utang.

Free cash flow tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang ($\beta = 0,038$; Sig. = 0,841). Hasil ini menandakan bahwa tinggi rendahnya arus kas bebas tidak menjadi faktor penentu dalam keputusan BUMN untuk mengambil atau mengurangi utang. Fenomena ini dapat dipahami melalui karakter BUMN yang kerap mendapat penugasan proyek strategis nasional, dimana kebutuhan pendanaan melampaui kapasitas arus kas bebas yang tersedia. Akibatnya, keputusan utang lebih dipengaruhi oleh mandat pembangunan dari pemerintah ketimbang kondisi likuiditas internal. Temuan ini selaras dengan hasil penelitian Fauzi et al. (2022) dan berseberangan dengan Zahroh et al. (2023).

Risiko Bisnis sebagai Moderasi Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang.

Interaksi antara kebijakan dividen dan risiko bisnis menghasilkan koefisien $-1,537$ dengan signifikansi 0,100, yang berarti risiko bisnis tidak mampu memoderasi hubungan antara kebijakan dividen dan kebijakan utang. Keberadaan jaminan implisit dari pemerintah menjadikan BUMN tetap memiliki akses kredit yang stabil terlepas dari fluktuasi operasional yang terjadi. Kreditor cenderung memandang BUMN sebagai entitas dengan risiko gagal bayar yang relatif rendah berkat dukungan negara, sehingga variasi tingkat risiko bisnis tidak mengubah pola hubungan antara dividen dan utang secara bermakna. Dengan demikian, hipotesis pertama (H1) ditolak. Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Umi (2025) yang menyatakan bahwa risiko bisnis tidak mampu mempengaruhi hubungan variabel kebijakan dividen terhadap kebijakan utang pada perusahaan *food and beverage* yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Temuan ini tidak sejalan dengan studi yang dilakukan sebelumnya oleh Saputri & Agustina (2023) yang menyatakan bahwa risiko bisnis mampu memoderasi kebijakan dividen terhadap kebijakan utang. Pengaruh tersebut timbul dikarenakan adanya kebijakan dividen yang tinggi dengan risiko bisnis yang juga tinggi, maka perusahaan cenderung memprioritaskan pendanaan dari internal dan menghindari pendanaan eksternal melalui utang untuk bisa meminimalkan risiko perusahaan.

Risiko Bisnis sebagai Moderasi Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang.

Variabel interaksi $AST \times RISK$ menunjukkan koefisien $-0,690$ dengan signifikansi 0,825, mengonfirmasi bahwa risiko bisnis gagal memoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang. Hal ini mengisyaratkan bahwa nilai agunan fisik BUMN—berupa infrastruktur, pabrik, dan fasilitas produksi—begitu dominan dalam pertimbangan kreditur sehingga sentimen risiko bisnis menjadi netral. Kreditur lebih menekankan nilai aset berwujud yang dapat dieksekusi sebagai jaminan ketimbang tingkat volatilitas pendapatan operasional perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis kedua (H2) ditolak. Temuan ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Saputri & Agustina (2023) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan dalam memoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang. Perusahaan ketika memiliki aset yang bisa dimanfaatkan sebagai jaminan untuk mengambil utang, namun memiliki risiko bisnis yang tinggi, maka pihak pengambil keputusan tidak akan mengambil utang. Struktur aset yang tinggi jika dihadirkan risiko bisnis yang tinggi pula maka akan menjadi hal yang dipertimbangkan oleh kreditor dan manajemen. Sehingga perusahaan akan mengurangi

penggunaan utang untuk kebaikan kondisi perusahaan. Struktur aset yang tinggi dan risiko bisnis juga tinggi maka kebijakan utang akan semakin turun. Jika struktur aset tetap dan risiko bisnis rendah maka kebijakan utang akan semakin meningkat.

Risiko Bisnis sebagai Moderasi Free Cash Flow terhadap Kebijakan Utang.

Koefisien interaksi $FCF \times RISK$ sebesar 7,713 dengan signifikansi 0,192 menunjukkan bahwa risiko bisnis juga tidak mampu memoderasi pengaruh free cash flow terhadap kebijakan utang. Mandat ekspansi infrastruktur yang dibebankan pemerintah kepada BUMN mengesampingkan dinamika interaksi antara arus kas bebas dan risiko bisnis operasional. Keputusan utang BUMN pada akhirnya lebih dikendalikan oleh penugasan strategis pemerintah ketimbang kalkulasi finansial konvensional yang mempertimbangkan kapasitas arus kas dan tingkat risiko. Hipotesis ketiga (H3) ditolak. Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ainiyah & Nugroho (2020) yang menyatakan bahwa risiko bisnis tidak mampu untuk memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, dapat ditarik beberapa simpulan pokok. Pertama, kebijakan dividen dan free cash flow secara parsial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang BUMN yang terdaftar di BEI periode 2020–2024. Kedua, struktur aset terbukti memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang, yang mengkonfirmasi relevansi Pecking Order Theory dalam menjelaskan perilaku pendanaan entitas. Ketiga, risiko bisnis tidak mampu memoderasi hubungan antara kebijakan dividen, struktur aset, maupun free cash flow terhadap kebijakan utang, sehingga seluruh hipotesis moderasi (H1, H2, H3) ditolak. Temuan ini memberikan pengayaan terhadap pemahaman bahwa Pecking Order Theory tidak sepenuhnya berlaku pada entitas hibrida seperti BUMN, mengingat adanya jaminan implisit dari negara yang menetralkan sentimen risiko bisnis dalam keputusan pendanaan.

Implikasi praktis dari penelitian ini mengarahkan pada beberapa rekomendasi. Bagi perusahaan BUMN, disarankan untuk mengoptimalkan pemanfaatan aset tetap sebagai landasan keputusan utang yang terukur dan memastikan pengelolaan risiko usaha dilakukan secara sistematis sebelum mengambil keputusan distribusi dividen. Bagi regulator, khususnya Kementerian BUMN, diharapkan memberikan fleksibilitas dalam kebijakan setoran dividen terutama bagi BUMN yang menanggung penugasan proyek strategis nasional, serta menetapkan batasan rasio utang yang lebih ketat guna mencegah terjadinya moral hazard. Bagi kreditor dan investor, analisis terhadap proporsi aset tetap riil perlu dikedepankan untuk mengukur tingkat pemulihan apabila terjadi gagal bayar, dan tidak semata mengandalkan status BUMN atau jaminan implisit pemerintah. Bagi penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan variabel independen maupun moderasi serta mengelompokkan sampel BUMN berdasarkan sektor industri agar hasil yang diperoleh lebih kontekstual dan dapat digeneralisasi secara lebih luas.

DAFTAR REFERENSI

- Abubakar, D. Y., Daat, S. C., & Sanggenafa, M. A. (2020). Pengaruh tangibility, profitabilitas, growth, risiko bisnis dan likuiditas terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Daerah*, 15(1), 113–128. <https://doi.org/10.52062/jakd.v15i1.1470>
- Ainiyah, N., & Nugroho, T. R. (2020). Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Aset

- Terhadap kebijakan Hutang Dengan Pemoderasi Risiko Bisnis. *E-Jurnal Manajemen*, 3(1), 47–58.
- Angeline, C. A., & Wijaya, H. (2022). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, kebijakan dividen, dan struktur aset terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 4(2), 834–843.
- Azharin, M. N., & Ratnawati, D. (2022). Pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. *Jesya*, 5(2), 1264–1278. <https://doi.org/10.36778/jesya.v5i2.726>
- Bahri, N. S., & Wijayanto, R. (2025). Pengaruh pertumbuhan penjualan, kepemilikan manajerial dan risiko bisnis terhadap kebijakan utang. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5(2), 1095–1102.
- Dewa, D. F. H., Mahsuni, D. A., & Junaidi. (2019). Pengaruh free cash flow, struktur aset dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang. *E-JRA*, 8(9), 1–13.
- Fadhilah, F., Setiadi, I., & Mulyati, H. (2021). Pengaruh pertumbuhan perusahaan, struktur aset, risiko bisnis dan free cash flow terhadap kebijakan hutang. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 19(1), 41. <https://doi.org/10.30595/kompartemen.v19i1.11222>
- Fardianti, S. A., & Ardini, L. (2021). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, kebijakan dividen, GCG dan struktur aset terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 10(3), 1–18.
- Fauzi, A., Taufik Azis, M., & Hadiwibowo, I. (2022). Pengaruh free cash flow, struktur aset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang. *Ekspansi: Jurnal Ekonomi, Keuangan, Perbankan, dan Akuntansi*, 14(2), 130–145. <https://doi.org/10.35313/ekspansi.v14i2.4431>
- Feryyanshah, A. A., & Sunarto. (2022). Pengaruh likuiditas, struktur aset, profitabilitas dan free cash flow terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Ilmiah MEA*, 6(3), 69–87.
- Ghozali, I. (2018). Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25 (Cetakan IX). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hamzah, A., & Prasetyo, A. (2021). Pengaruh FCF, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI. *Journal of Sustainability Business Research*, 2(2), 2746–8607.
- Henryanto Wijaya, G. A. (2022). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dengan profitabilitas sebagai pemoderasi. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 4(1), 229. <https://doi.org/10.24912/jpa.v4i1.17286>
- Hery. (2023). Analisis laporan keuangan: Integrated and comprehensive edition. PT Grasindo.
- Kasmir. (2019). Analisis laporan keuangan (Edisi ke-11). PT Rajagrafindo Persada.
- Kurniawan, M. I., & Indrayani, L. (2024). Pengaruh free cash flow dan struktur aset terhadap kebijakan utang. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 33(1), 1–12.
- Liandi, Y., & Putri, A. M. (2023). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI tahun 2018–2022. *Journal of UKMC National Seminar on Accounting Proceeding*, 2(1), 566–575.
- Lisnawati. (2023). Permasalahan utang BUMN karya dan upaya mengatasinya. *Info Singkat*, XV(9), 11–15.
- Nafisah, N., Suhendro, S., & Dewi, R. R. (2023). Free cash flow, pertumbuhan penjualan, kebijakan dividen, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 24(1), 1–17.
- Nguyen, C. D. T., Dang, H. T. T., Phan, N. H., & Nguyen, T. T. T. (2020). Factors affecting

- financial leverage: The case of Vietnam firms. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 801–808. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.801>.
- Umi, U. K. (2025). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Aset, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Resiko Bisnis Sebagai Variabel Moderasi. In *Journal Research Of Economic And Bussiness* (Vol. 4, Issue 01, Pp. 10–18). <https://doi.org/10.55537/J-Reb.V4i01.999>.
- Paramitha, D., & Djauhari, M. (2025). Pengaruh quick ratio (QR) dan debt to equity ratio (DER) terhadap dividend payout ratio (DPR) pada PT. Semen Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5(2), 23–32.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Jordan, B. D. (2022). *Corporate finance* (Edisi ke-13). McGraw-Hill Education.
- Saputri, N. S., & Agustina, L. (2023). Pengaruh moderasi risiko bisnis pada hubungan struktur kepemilikan, struktur aset, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. *Nominal Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen*, 12(2), 150–165. <https://doi.org/10.21831/nominal.v12i2.55521>
- Sari, R. I., Suhendro, S., & Dewi, R. R. (2021). Analisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aset dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Ilmu Keuangan dan Perbankan (JIKA)*, 10(2), 182–195. <https://doi.org/10.34010/jika.v10i2.4373>
- Sugiyono. (2021). *Metode penelitian pendidikan (Kuantitatif, kualitatif, kombinasi, R&D dan penelitian pendidikan)* (Edisi ke-3). Alfabeta.
- Sunandy, J. A., & Sha, T. L. (2024). Faktor yang mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan manufaktur di BEI. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 6(2), 951–960. <https://doi.org/10.24912/jpa.v6i2.29873>
- Syarifudin, S., Stiawan, H., & Mundiroh, S. (2022). Pengaruh struktur aktiva, free cash flow, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang dengan pertumbuhan perusahaan sebagai variabel moderasi. *Jurnal Disrupsi Bisnis*, 5(1), 21. <https://doi.org/10.32493/drj.v5i1.15345>
- Zahroh, A. F., Pramono, H., Santoso, S. B., & Wibowo, H. (2023). Determinan kebijakan utang (Studi kasus pada BUMN di Indonesia periode 2019–2021). *JEMSI*, 9(3), 565–576. <https://doi.org/10.35870/jemsi.v9i3.1105>
- Zutter, C. J., & Smart, S. B. (2022). *Principles of managerial finance* (Global edition, Edisi ke-16). Pearson.