

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, STRUKTUR ASET, KEBIJAKAN
DIVIDEN, PROFITABILITAS, RISIKO BISNIS DAN KEPEMILIKAN
MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
(BEI) PERIODE 2014-2018**

Umi Mardiyati

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta
e-mail: umi.mardiyati@gmail.com

Sholatia Dalimunthe

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta
e-mail: tiadalimunthe@unj.ac.id

Nadha Nadhian Setianindivya

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta
e-mail: nadhanadhians@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Risiko Bisnis dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2014-2018. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Risiko Bisnis dan Kepemilikan Manajerial. Variabel terikat yang digunakan adalah Kebijakan Utang. Sampel yang digunakan di dalam penelitian ini adalah 113 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2018. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi data panel dengan pendekatan *random effect model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen, Risiko Bisnis, dan Kepemilikan Manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap Kebijakan Utang (DER dan DAR), Struktur Aset memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Utang (DER), Struktur Aset tidak memiliki pengaruh terhadap Kebijakan Utang (DAR), Profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Utang (DER), Profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Utang (DAR), Profitabilitas (ROE) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Utang (DER), Profitabilitas (ROE) tidak memiliki pengaruh terhadap Kebijakan Utang (DAR).

Kata kunci: Kebijakan Utang, *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Kepemilikan Manajerial.

PENDAHULUAN

Persaingan usaha dalam industri manufaktur pada era globalisasi ini menuntut perusahaan untuk lebih meningkatkan kinerja perusahaan agar tujuan utama perusahaan dapat tercapai. Salah satu tujuan utama dari perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan kemakmuran dari para pemilik atau pemegang saham (Sheisarvian, 2015). Dalam meningkatkan hal tersebut, perusahaan membutuhkan dana yang besar sebagai pendukung kegiatan perusahaan. Pendanaan dapat berasal dari internal yaitu laba ditahan, dan external yaitu utang (Setiana & Sibagariang, 2013).

Pada banyak negara yang sedang berkembang, ketidakterersediaan modal seringkali menjadi kendala utama. Dalam menghadapi kendala tersebut, solusi yang dianggap bisa diandalkan untuk mengatasinya adalah dengan mendatangkan modal dari luar negeri, yang umumnya dalam bentuk hibah (*grant*), bantuan pembangunan (*official development assistance*), kredit ekspor, dan arus modal swasta, seperti bantuan bilateral dan multilateral; investasi swasta langsung (PMA); *portfolio investment*; pinjaman bank dan pinjaman komersial lainnya; dan kredit perdagangan (ekspor/impor) (Atmadja, 2000). Modal asing ini dapat diberikan baik kepada pemerintah maupun kepada pihak swasta.

Modal asing ini merupakan salah satu bentuk utang luar negeri. Dimana, di dalam utang luar negeri Indonesia, tidak hanya utang pemerintah, melainkan terdapat juga utang swasta atau utang perusahaan termasuk BUMN. Porsi utang swasta pun cukup besar, yaitu hampir sama dengan utang pemerintah. Utang Indonesia terus meningkat setiap tahunnya. Dalam menekan peningkatan penggunaan utang baik pemerintah maupun perusahaan diperlukan adanya keputusan mengenai kebijakan utang. Membuat kebijakan utang perusahaan sangat tidak mudah karena dalam perusahaan terdapat banyak pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda-beda sehingga pembuatan keputusan tidak akan terlepas dari konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan. Masalah kebijakan utang merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya kebijakan utang perusahaan akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansialnya. Hal ini sangat mempengaruhi dimana hutang sangat dibutuhkan dalam

membangun dan menjamin kelangsungan perusahaan, di samping sumber daya, mesin dan material sebagai faktor pendukung dalam melakukan suatu ekspansi (Rifai, 2015).

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan dan menjadi hal yang penting sebagai dasar pertimbangan dalam menentukan komposisi utang perusahaan. salah satunya adalah *free cash flow*. Menurut Ifada & Yunandriatna (2014), *free cash flow* atau aliran kas bebas adalah kas perusahaan yang tidak diperlukan untuk operasi dan investasi yang dapat dibagikan kepada kreditur maupun pemegang saham. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang, pembelian kembali saham, pembayaran dividen atau disimpan untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan masa mendatang.

Penelitian yang dilakukan oleh Setiana & Sibagariang (2013), menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini didukung oleh Gusti (2013), Prathiwi & Yadnya (2017), Dewa et al. (2019), dan Kurniawan (2019) yang menjelaskan bahwa semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan akan mendorong perusahaan meningkatkan penggunaan hutang mereka. Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh (Bahri, 2017) dan (Zurriah, 2018), yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang.

Selain *free cash flow*, struktur aset juga merupakan hal penting yang berkaitan dengan kebijakan utang. Struktur aset merupakan penentuan berapa besar alokasi untuk masing- masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap (Manoppo et al., 2018). Besarnya aktiva tetap atau jumlah kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan bisa menentukan besarnya penggunaan utang yang akan diambil oleh perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Yenientie & Nicksen (2010), menyatakan bahwa struktur aset memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini didukung oleh Hidayat (2013), Rajagukguk et al. (2017), dan Dewa et al. (2019) yang menjelaskan bahwa semakin besar jumlah aset tetap dalam suatu perusahaan maka akan semakin mudah pula perusahaan dalam mendapatkan pinjaman atau utang. Berbanding terbalik dengan penelitian yang

dilakukan oleh Mardiyati et al. (2018) dan Manoppo et al. (2018), yang menyatakan bahwa struktur aset tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang.

Faktor lainnya yang dapat mempengaruhi kebijakan utang adalah kebijakan dividen. Menurut Sheisarvian (2015), kebijakan dividen merupakan kebijakan untuk menentukan seberapa besar pendapatan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan ditahan oleh perusahaan sebagai laba ditahan.

Penelitian yang dilakukan oleh Yuniarti (2013), menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini didukung oleh Ifada & Yunandriatna (2014) dan Suryani & Khafid (2015), yang menyatakan bahwa dengan meningkatnya dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham maka perusahaan juga akan meningkatkan penggunaan utang untuk mengoperasionalkan perusahaan. Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurmasari (2015), Clarashinta (2014), dan Bahri (2017) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang.

Profitabilitas juga merupakan salah satu faktor yang dapat menentukan keputusan dalam kebijakan utang. Menurut Sudana (2012), profitabilitas dapat mengukur kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba dilihat dari sumber daya yang dimiliki perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Prathiwi & Yadnya (2017), menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini didukung oleh Mardiyati et al. (2018) dan Murtini (2019), yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung menggunakan utang yang lebih besar untuk melakukan ekspansi perusahaan. Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Margaretha (2014), Viriya & Suryaningsih (2017), dan Endri et al. (2019), yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

Faktor lainnya yang juga dapat mempengaruhi dalam menentukan keputusan tentang kebijakan hutang adalah risiko bisnis. Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya (Rifai, 2015). Penelitian yang dilakukan oleh Nuswandari (2013), menyatakan

bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini didukung oleh Arfina (2015) dan Prathiwi & Yadnya (2017), yang menyatakan bahwa perusahaan yang menghadapi risiko bisnis yang tinggi, akan menghindari penggunaan hutang yang tinggi dalam mendanai aktivitas operasionalnya. Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Husna & Wahyudi (2016) dan Viriya & Suryaningsih (2017), yang menjelaskan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

Faktor terakhir yang dapat mempengaruhi dalam menentukan keputusan mengenai kebijakan hutang adalah kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial ini sendiri merupakan kepemilikan saham oleh pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan dalam menjalankan perusahaan (Sheisarvian, 2015). Penelitian yang dilakukan oleh Sheisarvian (2015), menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini didukung oleh Viriya & Suryaningsih (2017), yang menyatakan bahwa besarnya kepemilikan manajerial yang dimiliki oleh pihak manajemen akan semakin berhati-hati dalam membuat keputusan, karena mereka merasakan manfaat langsung dari keputusan tersebut, sehingga perusahaan akan semakin sedikit menggunakan utang. Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Bahri (2017) dan Mardiyati et al. (2018), yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan latar belakang dan perbedaan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu, mendorong penulis untuk menjadikan permasalahan tersebut sebagai bahan penelitian baru dengan judul: “Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Risiko Bisnis dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2014-2018”.

RUMUSAN MASALAH

1. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018?

2. Apakah struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018?
3. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018?
4. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018?
5. Apakah risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018?
6. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018?

TUJUAN PENELITIAN

Berdasarkan rumusan masalah di atas, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018
2. Untuk mengetahui pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018
3. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018
4. Untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018
5. Untuk mengetahui pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018

6. Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018

KAJIAN PUSTAKA

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Jensen & Meckling (1976), *Agency Theory* mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan pihak manajemen sebagai agen. Dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi muncul ketika *principal* memperkerjakan *agent* untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mempercayakan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut. Meskipun *principal* adalah pihak yang memberikan wewenang kepada agen, namun *principal* tidak boleh mencampuri urusan teknis dalam operasi perusahaan. Urusan keduanya terpisah dan tidak tercampur.

Trade Off Theory

Trade off theory atau dapat dikenal juga dengan *Balancing theory*. Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller tahun 1958, yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan maksimum, jika perusahaan menggunakan 100% utang dan semakin banyak utang adalah semakin baik (Mutamimah & Rita, 2009). Namun, dalam prakteknya penggunaan utang sebesar 100% jarang ditemui, hal ini disebabkan karena semakin besar utang maka semakin tinggi pula beban yang harus ditanggung perusahaan (Wikartika & Fitriyah, 2018). *Trade off theory*, menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan utang.

Pecking Order Theory

Menurut Brealey dan Myers (1991) yang dikutip oleh Mutamimah & Rita (2009), teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai *internal financing* (pendanaan yang berasal dari hasil operasi perusahaan dalam wujud laba ditahan)

dan jika pendanaan eksternal diperlukan perusahaan pertama-tama akan menerbitkan obligasi (utang), *convertible bond*, dan yang terakhir adalah sekuritas.

Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam memperoleh sumber pendanaan bagi perusahaan sehingga dapat membiayai aktivitas operasional perusahaan. Perusahaan dapat memperoleh pendanaan melalui dua sumber yaitu, sumber *internal* yang berasal dari laba ditahan dan sumber *external* yang merupakan dana yang berasal dari pemilik dan para kreditur, peserta atau pengambil bagian di dalam perusahaan. Dana yang berasal dari kreditur tersebut merupakan utang perusahaan. Menurut Arfina (2015), utang merupakan kewajiban yang dimiliki oleh pihak perusahaan yang bersumber dari dana eksternal baik yang berasal dari sumber pinjaman perbankan, leasing, penjualan obligasi dan sejenisnya.

Pembiayaan kegiatan operasional perusahaan dengan utang membuat perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik (Jensen & Meckling, 1976). dengan nilai utang yang cukup besar maka secara otomatis beban bunga yang akan dibayarkan juga semakin besar dan hal tersebut dapat menimbulkan kesulitan keuangan bahkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan. Sehingga para manajemen perusahaan harus bijak dalam memanfaatkan dana yang ada terutama dana yang berasal dari utang untuk memperoleh keuntungan operasional perusahaan dengan maksimal.

Dalam penelitian ini kebijakan utang diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Asset Ratio* (DAR). *Debt to Equity Ratio* (DER) menggambarkan seberapa besar tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan terhadap modal perusahaan itu sendiri (Arfina, 2015). *Debt to Asset Ratio* (DAR) menggambarkan sejauh mana utang dapat ditutupi oleh aktiva perusahaan. Adapun rumusnya yaitu sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \quad \text{dan} \quad DAR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Free Cash Flow

Free cash flow adalah arus kas yang tersedia bagi perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. *Free cash flow* sangat berguna bagi perusahaan, karena dapat menunjukkan bahwa perusahaan mampu melakukan tingkat pengembalian modal baik dalam bentuk utang maupun ekuitas (Ifada & Yunandriatna, 2014). Adapun rumus *free cash flow* yaitu sebagai berikut :

$$\mathbf{Free\ Cash\ Flow = AKO - PM - NWC}$$

Keterangan :

AKO : Arus Kas Operasi

PM : Pengeluaran Modal Bersih (Pengeluaran bersih aset tetap pada akhir periode – Pengeluaran bersih aset tetap pada awal periode)

NWC : *Net Working Capital*

Struktur Aset

Menurut Mardiyati et al. (2018) struktur aset adalah penentuan besarnya jumlah alokasi untuk tiap komponen aset, baik dalam bentuk aktiva tetap maupun dalam bentuk aktiva lancar. Struktur aset lebih menilai kepada seberapa besar aktiva tetap perusahaan dalam mendominasi komposisi kekayaan atau *asset* perusahaan. Struktur aset memiliki manfaat besar pada suatu perusahaan, yaitu semakin besar aset tetap yang dimiliki suatu perusahaan maka semakin tinggi jumlah pendanaan yang bisa didapat dari luar perusahaan, hal ini disebabkan karena jumlah aset yang relatif besar dapat digunakan sebagai jaminan (Agus Sartono, 2010). Adapun rumus struktur aset, yaitu sebagai berikut :

$$\mathbf{Struktur\ Aset = \frac{Aktiva\ Tetap}{Total\ Aktiva}}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang dihasilkan perusahaan pada akhir periode akan dibagikan kepada para pemilik saham (dividen) atau laba tersebut ditahan sebagai penambah modal perusahaan yang akan digunakan dalam

kegiatan, atau investasi pengembangan perusahaan dimasa mendatang. Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Apabila manajemen perusahaan mengambil keputusan bahwa laba akan dibagikan sebagai dividen, maka sumber pendanaan internal akan berkurang (laba ditahan berkurang). Begitupun sebaliknya, apabila perusahaan memilih opsi untuk tidak membagikan dividen, maka dana internal perusahaan (laba ditahan) akan semakin besar. Kebijakan dividen dalam penelitian ini akan diproksikan oleh *Dividend Payout Ratio*, adapun rumus *Dividend Payout Ratio* yaitu sebagai berikut :

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

Profitabilitas

Menurut Hanafi (2012) dan Sudana (2012), profitabilitas merupakan perbandingan yang digunakan dalam mengukur kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dengan sumber daya yang dimiliki perusahaan seperti aktiva, modal, atau tingkat penjualan perusahaan. Profitabilitas merupakan salah satu indikator penting dalam menilai suatu perusahaan. Profitabilitas dapat digunakan untuk pencatatan transaksi keuangan biasanya dinilai oleh investor dan kreditur untuk melihat berapa jumlah laba investasi yang akan diperoleh oleh investor dan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam membayar utang kepada kreditur berdasarkan tingkat pemakaian aset dan sumber daya lainnya sehingga dapat terlihat tingkat efisiensi perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini profitabilitas di proksikan oleh *Return On Asset* (ROA) dan *Return On Equity* (ROE). Adapun rumus *Return On Asset* (ROA) dan *Return On Equity* (ROE), yaitu sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}} \quad \text{dan} \quad ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}}$$

Risiko Bisnis

Dalam kegiatan bisnis, risiko adalah hal tidak dapat dihindari dan merupakan hal yang wajar terjadi dalam suatu bisnis. Risiko selalu dikaitkan dengan adanya

ketidakpastian pada masa yang akan datang. Menurut Dewa et al. (2019) risiko bisnis adalah suatu ketidakpastian pendapatan yang berasal dari operasional perusahaan. Sedangkan menurut Prathiwi & Yadnya (2017), risiko bisnis merupakan tingkat risiko yang timbul akibat dari operasi perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Pada penelitian ini risiko bisnis diproksikan oleh *Degree of Operating Leverage* (DOL). Adapun rumus *Degree of Operating Leverage* (DOL) yaitu sebagai berikut :

$$DOL = \frac{\% \text{Perubahan Pada EBIT}}{\% \text{Perubahan Pada Penjualan}}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari keseluruhan modal saham perusahaan. Dengan kata lain, kepemilikan manajerial adalah situasi dimana pihak manajemen memiliki peran ganda yaitu sebagai manajer (mengelola perusahaan) dan pemegang saham. Perusahaan merupakan titik temu antara pihak manajemen dan para pemegang saham, dimana kedua pihak tersebut berusaha untuk memenuhi kepentingan pribadi mereka masing-masing yang nantinya akan menyebabkan timbulnya konflik keagenan. Adapun rumus kepemilikan manajerial yaitu sebagai berikut :

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah Saham Pihak Manajemen}}{\text{Jumlah Saham Biasa Yang Beredar}}$$

HIPOTESIS

Hipotesis merupakan jawaban sementara atas rumusan masalah di dalam penelitian. Berdasarkan pada landasan teori dan penelitian terdahulu yang relevan, maka hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang

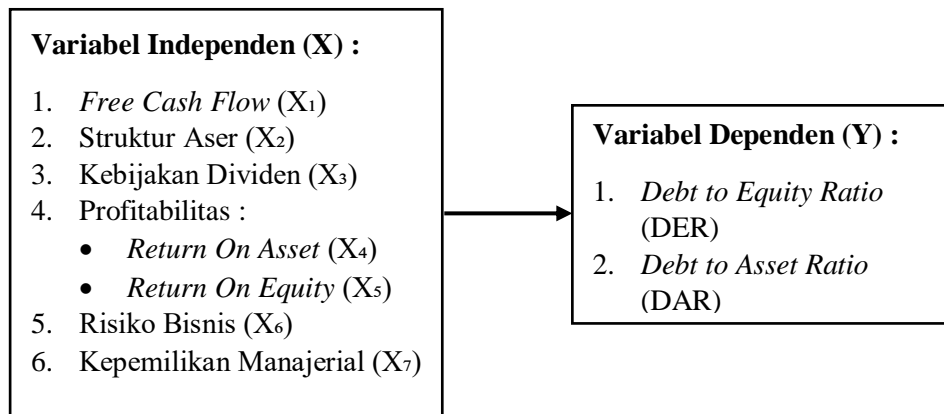
H₂ : Struktur Aset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang

H₃ : Kebijakan Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang

H₄ : Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang

H₅ : Risiko Bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang

H₆ : Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang



Gambar 2. Kerangka Pemikiran
Sumber: Data diolah penulis

METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2018. Model pengambilan untuk penelitian ini adalah model *purposive sampling*. Kriteria yang harus dipenuhi oleh keseluruhan sampel yaitu:

- a. Perusahaan manufaktur yang sudah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2018
- b. Perusahaan manufaktur yang mengeluarkan laporan keuangan selama lima tahun berturut-turut pada periode 2014-2018
- c. Perusahaan manufaktur yang mengeluarkan laporan keuangan dengan satuan mata uang rupiah

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, terdapat 113 perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria sampel yang telah ditentukan. 113 perusahaan tersebut akan digunakan sebagai sampel penelitian dengan jumlah observasi sebanyak 565 pengamatan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Descriptive Statistics

	DER	DAR	FCF	SA	DPR	ROA	ROE	DOL	KM
Mean	0.7886	0.5226	-6.48E+11	0.3718	0.2140	0.0489	0.0547	73.4626	0.0499
Max.	123.15	3.59	1.18E+13	0.9658	3.5211	0.9210	2.473	55873.55	0.7392
Min.	-225.04	0.05	-2.39E+13	0.0002	-0.5882	-0.5485	-9.6436	-8480.832	0.0000
Std. Dev.	11.0410	0.4117	2.67E+12	0.2011	0.3111	0.1093	0.556	2390.862	0.1195
Obs.	565	565	565	565	565	565	565	565	565

Sumber: Data diolah peneliti menggunakan *Eviews 10*

1. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata rasio DER sebesar 0,7886 dan nilai standar deviasi DER sebesar 11,0410. Nilai rata-rata DER lebih kecil daripada nilai standar deviasi DER. Hal ini mengindikasikan bahwa rasio DER mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian.

Nilai maksimum rasio DER sebesar 123,15 yang diperoleh oleh PT. Eterindo Wahanatama Tbk (ETWA) pada tahun 2016 karena adanya penurunan total utang perusahaan sebesar 8,4% dari Rp 1.256 miliar pada tahun 2015 menjadi Rp 1.151 miliar pada tahun 2016, serta ekuitas yang dimiliki perusahaan berkurang dari Rp 75,77 miliar menjadi Rp 7,10 miliar guna menutupi kerugian perusahaan.

Nilai minimum rasio DER sebesar -225.04 yang diperoleh oleh PT. Sekawan Intipratama Tbk (SIAP) pada tahun 2016 karena total utang yang dimiliki perusahaan yaitu sebesar Rp 228 miliar sama dengan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan dan perusahaan terus mengalami kerugian beberapa tahun berturut yaitu sebesar Rp 95 miliar pada tahun 2016, Rp 73 miliar pada tahun 2015, dan Rp 48 miliar pada tahun 2014. Hal tersebut menyebabkan perusahaan memiliki ekuitas yang negatif sebesar Rp 1,02 miliar rupiah.

2. *Debt to Asset Ratio (DAR)*

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata rasio DAR sebesar 0,5226 dan nilai standar deviasi DAR sebesar 0,4117. Nilai rata-rata DAR lebih besar daripada nilai standar deviasi DAR. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan

manufaktur yang menjadi observasi memiliki variabilitas DAR yang rendah.

Nilai maksimum rasio DAR sebesar 3,59 yang diperoleh oleh PT. Jakarta Kyoei Steel Works Tbk (JKSW) pada tahun 2018 karena penurunan nilai aset sebesar 24,44% dari tahun sebelumnya menjadi Rp 191 miliar. Nilai ini disebabkan oleh berhentinya proses produksi pada tahun 2018, sehingga perusahaan tidak memiliki persediaan dan mengalami kerugian sebesar Rp 48,06 miliar pada tahun 2018. Selain itu, perusahaan juga memiliki jumlah utang yang lebih besar dibandingkan dengan jumlah aset yang ada yaitu sebesar Rp 695 miliar.

Nilai minimum rasio DAR sebesar 0,05 yang diperoleh oleh PT. Sekawan Intipratama Tbk (SIAP) pada tahun 2014 karena tingginya nilai aset perusahaan yaitu sebesar Rp 4.979 miliar jika dibandingkan dengan nilai utang perusahaan yang hanya sebesar Rp 221,6 miliar.

3. *Free Cash Flow (FCF)*

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata rasio FCF sebesar $-6,48E+11$ dan nilai standar deviasi FCF sebesar $2,67E+12$. Nilai rata-rata FCF lebih kecil daripada nilai standar deviasi FCF. Hal ini mengindikasikan bahwa rasio FCF mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian.

Nilai maksimum *free cash flow* pada perusahaan manufaktur adalah sebesar $1,18E+13$ atau senilai Rp 11,8 triliun yang diperoleh oleh PT. Unilever Indonesia Tbk (UNVR) pada tahun 2017 karena penjualan perusahaan meningkat sebesar 2,9% atau Rp 1,2 triliun yang membuat laba perusahaanpun semakin meningkat sebesar 9,1% dari tahun sebelumnya. Selain itu, aktivitas investasi perusahaan juga menurun sebesar 10% atau Rp 177,3 miliar.

Nilai minimum *free cash flow* pada perusahaan manufaktur adalah sebesar $-2,39E+13$ atau senilai dengan -Rp 23,8 triliun yang diperoleh oleh PT. HM Sampoerna Tbk (HMSP) pada tahun 2015 karena adanya penurunan volume penjualan salah satu produk perusahaan dari tahun sebelumnya, sehingga pendapatan bersih perusahaan hanya mengalami peningkatan sebesar 4,9% atau Rp 500 miliar, dan juga adanya peraturan baru pemerintah terkait biaya cukai

yang mengakibatkan perusahaan harus membayar cukai 25,05% atau sebesar Rp 14 triliun lebih besar dibandingkan tahun 2014.

4. Struktur Aset (SA)

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata SA sebesar 0,3718 dan nilai standar deviasi SA sebesar 0,2011. Nilai rata-rata SA lebih besar daripada nilai standar deviasi SA. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur yang menjadi observasi memiliki variabilitas SA yang rendah.

Nilai maksimum rasio struktur aset sebesar 0,9658 atau 96.58% yang diperoleh oleh PT. Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk (KBRI) pada tahun 2018 karena terjadi rendahnya jumlah aset yang dimiliki perusahaan, pada tahun 2017 jumlah aset yang dimiliki perusahaan senilai Rp 1.171 miliar menurun hingga Rp 1.058 miliar pada tahun 2018. Hal tersebut menjadikan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan senilai Rp 1.022 miliar akan terlihat sedikit lebih besar jika dibandingkan dengan jumlah aset perusahaan.

Nilai minimum rasio struktur aset sebesar 0,0002 yang diperoleh oleh PT. Hanson International Tbk (MYRX) pada tahun 2015 karena nilai aset tetap yang dimiliki perusahaan mengalami penurunan dari Rp 262 miliar pada tahun 2014 menjadi Rp 2,02 miliar pada tahun 2018. Sedangkan total aset yang dimiliki oleh perusahaan mengalami kenaikan sebesar 31,03% dari Rp 5.723 miliar pada tahun 2014 menjadi Rp 8.298 miliar pada tahun 2015. Nilai ini disebabkan oleh pembelian lahan baru pada daerah yang memiliki potensi untuk mengembangkan bisnis perusahaan yaitu pada bidang property.

5. Kebijakan Dividen (DPR)

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata rasio DPR sebesar 0,2140 dan nilai standar deviasi DPR sebesar 0,3111. Nilai rata-rata DPR lebih kecil daripada nilai standar deviasi DPR. Hal ini mengindikasikan bahwa rasio DPR mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian.

Nilai maksimum rasio DPR sebesar 3,5211 yang diperoleh oleh PT. Trisula International Tbk (TRIS) pada tahun 2017 karena perusahaan melakukan pembelian kembali 659.800 lembar saham, yang memicu penurunan nilai EPS

perusahaan dari Rp 5,34 pada tahun 2016 menjadi Rp 1,42 pada tahun 2017. Selain itu, pada tahun 2017 perusahaan juga membagikan dividen yang berasal dari laba bersih sebesar Rp 5 miliar atau Rp 5 per-lembar saham, yang dimana jumlah saham 2017 sama besar dengan jumlah saham tahun 2016.

Nilai minimum rasio DPR sebesar -0,5882 yang diperoleh oleh PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk (IMAS) pada tahun 2015 karena perusahaan mengalami kerugian sebesar Rp 22,4 miliar dan perusahaan tetap mempertahankan pembagian dividen sama seperti tahun sebelumnya sebesar Rp 10. Kerugian yang dialami perusahaan berpengaruh terhadap nilai EPS perusahaan menjadi -Rp 16,54.

6. Profitabilitas (*Return On Asset/ROA*)

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata rasio ROA sebesar 0,0489 dan nilai standar deviasi ROA sebesar 0,1093. Nilai rata-rata ROA lebih kecil daripada nilai standar deviasi ROA. Hal ini mengindikasikan bahwa rasio ROA mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian.

Nilai maksimum rasio ROA sebesar 0,921 atau 92,10% yang diperoleh oleh PT. Merck Tbk (MERK) pada tahun 2018 karena terjadi peningkatan pendapatan komprehensif pada 2018 mencapai Rp 1,17 triliun, melonjak hingga 649% dari tahun lalu. Yang dimana, kenaikan itu berasal dari laba dari penjualan operasional yang dihentikan sebesar Rp 1,36 triliun. Selain itu, juga terjadi peningkatan penjualan produk sebesar 27%, sehingga memicu meningkatnya laba perusahaan.

Nilai minimum rasio ROA sebesar -0,5585 atau -55,85% yang diperoleh oleh PT. Intikeramik Alamasri Industri Tbk (IKAI) pada tahun 2016 karena adanya beberapa kendala seperti menurunnya penjualan di pasar domestik, termasuk penjualan terhadap proyek-proyek dalam negeri yang menyebabkan perusahaan mengalami rugi usaha pada tahun 2016 sebesar Rp 145 miliar, atau naik sekitar Rp 36 miliar dari tahun 2015. Hal ini berpengaruh terhadap laba bersih perseroan dari -Rp 108,88 miliar pada tahun 2017 menjadi -Rp 145,35 miliar pada tahun 2018.

7. Profitabilitas (*Return On Equity/ROE*)

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata rasio ROE sebesar 0,0547 dan nilai standar deviasi ROE sebesar 0,556. Nilai rata-rata ROE lebih kecil daripada nilai standar deviasi ROE. Hal ini mengindikasikan bahwa rasio ROE mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian.

Nilai maksimum rasio ROE sebesar 2,473 yang diperoleh oleh PT. Sekawan Intipratama Tbk (SIAP) pada tahun 2016 karena adanya penurunan beban pokok penjualan dari Rp 204 miliar pada tahun 2015 menjadi Rp 753 juta. Hal tersebut membuat perusahaan mengalami kenaikan laba sebesar Rp 9 miliar lebih besar jika dibandingkan dengan tahun sebelumnya.

Nilai minimum rasio ROE sebesar -9,6436 yang diperoleh oleh PT. Eterindo Wahanatama Tbk (ETWA) pada tahun 2016 karena terjadi penurunan rugi bersih perusahaan dari -Rp 223,15 miliar di tahun 2015 menjadi -Rp 68,5 miliar di tahun 2016. Selain itu, perusahaan juga mengalami penurunan jumlah ekuitas yang dimiliki karena rugi usaha tersebut yaitu dari Rp 75,8 miliar pada tahun 2015 menjadi Rp 7,1 miliar pada tahun 2016.

8. Risiko Bisnis (DOL)

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata rasio DOL sebesar 73,4626 dan nilai standar deviasi DOL sebesar 2390,862. Nilai rata-rata DOL lebih kecil daripada nilai standar deviasi DOL. Hal ini mengindikasikan bahwa rasio DOL mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian.

Nilai maksimum rasio DOL sebesar 55873,55 yang diperoleh oleh PT. Alumindo Light Metal Industry Tbk (ALMI) pada tahun 2015 karena terjadi penurunan beban pokok penjualan sebesar 13,8% atau senilai Rp 5,4 miliar dari Rp 39,1 miliar pada tahun 2013 menjadi Rp 33,7 miliar pada tahun 2014, dan juga menurunnya beban bunga perusahaan sebesar 26% dari tahun sebelumnya sehingga menjadi Rp 64,5 miliar. Walaupun penjualan perusahaan hampir sama dengan tahun lalu yaitu sebesar Rp 3,3 triliun, tetapi penjualan perusahaan masih lebih besar dibandingkan beban usaha.

Nilai minimum rasio DOL sebesar -8480,832 yang diperoleh oleh PT. Sekawan Intipratama Tbk (SIAP) pada tahun 2014 karena terjadi penurunan penjualan yang berasal dari sektor pelumas sebanyak 22,78% dari Rp 245,7 miliar pada tahun 2013 menjadi Rp 189,7 miliar pada tahun 2014. Selain itu, beban pokok penjualan meningkat dari Rp 195,5 miliar menjadi Rp 263,9 miliar pada tahun 2014 karena adanya penambahan pemakaian bahan baku untuk produksi. Hal tersebut mengakibatkan beban pokok penjualan menjadi lebih besar dibandingkan dengan penjualan perusahaan.

9. Kepemilikan Manajerial (KM)

Berdasarkan hasil pada Tabel 1 nilai rata-rata rata kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,04995 dan nilai standar deviasi kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,1195. Nilai rata-rata kepemilikan manajerial lebih kecil daripada nilai standar deviasi kepemilikan manajerial. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur mengalami pergerakan yang fluktuatif dan variabilitas yang tinggi selama periode penelitian.

Nilai maksimum kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur adalah sebesar 0,7391 atau 73,91% yang diperoleh oleh PT. Saranacentral Bajatama Tbk (BAJA) pada tahun 2015. Nilai tersebut menunjukkan bahwa 73,91% dari saham yang beredar dimiliki oleh dewan direksi dan dewan komisaris perusahaan. PT. Saranacentral Bajatama Tbk (BAJA) hanya memiliki dua golongan pemegang saham, yaitu kepemilikan saham oleh manajerial sebesar 1.330.528.000 lembar saham dan kepemilikan saham oleh masyarakat sebesar 400.000.000 lembar saham.

Nilai minimum kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur adalah sebesar 0,0000 yang diperoleh oleh 26 perusahaan manufaktur, dikarenakan perusahaan tersebut tidak memiliki kepemilikan saham manajerial.

Uji Multikolinearitas

Tabel 2. Uji Multikolinearitas

	FCF	SA	DPR	ROA	ROE	DOL	KM
FCF	1	0.0314	0.0171	0.0229	0.0240	0.0043	0.0012

SA	0.0314	1	-0.0486	-0.1139	-0.0324	0.0085	-0.0335
DPR	0.0171	-0.0486	1	0.4098	0.2034	-0.0221	-0.0464
ROA	0.0229	-0.1139	0.4098	1	0.3985	-0.0179	-0.0254
ROE	0.0240	-0.0324	0.2034	0.3985	1	-0.0099	-0.0229
DOL	0.0043	0.0085	-0.0221	-0.0179	-0.0099	1	0.0024
KM	0.0012	-0.0335	-0.0464	-0.0254	-0.0229	0.0024	1

Sumber: Data diolah peneliti menggunakan *Eviews 10*

Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa tidak ada koefisien korelasi antarvariabel yang lebih dari 0.90, maka dapat dikatakan bahwa tidak terjadi korelasi antarvariabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

Uji Chow

Tabel 3. Hasil Uji Chow

	<i>Chi-Square</i>	Prob
DER	185.649225	0.0011
DAR	1091.146132	0.0000

Sumber: Data diolah peneliti menggunakan *Eviews 10*

Berdasarkan data pada Tabel 3 hasil uji chow sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2018 menunjukkan nilai Chi-square sebesar 185,649225 dan 1091,146132 dengan nilai probabilitasnya keduanya, yaitu sebesar 0,0011 dan 0,0000. Karena nilai probabilitas keduanya $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Maka dapat diketahui bahwa *common effect model* bukan model yang terbaik untuk dijadikan model regresi data panel. Sehingga selanjutnya perlu dilakukan uji hausman untuk menentukan model yang terbaik antara *fixed effect model* atau *random effect model*.

Uji Hausman

Tabel 4. Uji Hausman

	<i>Chi-Square</i>	Prob
DER	11.7954444	0.1075
DAR	12.219325	0.0936

Sumber: Data diolah peneliti menggunakan *Eviews 10*

Berdasarkan data pada Tabel 4 hasil uji *hausman* sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2018 menunjukkan nilai *Chi-*

square sebesar 11,795444 dan 12,219325 dengan nilai probabilitasnya sebesar 0,1075 dan 0,0936. Karena nilai probabilitas $> 0,05$ maka H_0 diterima. Dapat ketahu bahwa *fixed effect model* bukan model yang terbaik untuk dijadikan model regresi data panel. Sehingga disimpulkan bahwa *random effect model* adalah model yang terbaik untuk regresi data panel.

Hasil Pengujian Regresi

Tabel 5. Hasil Uji Regresi Data Panel

Variabel	DER		DAR	
	<i>Coefficient</i>	Prob	<i>Coefficient</i>	Prob
C	-1.482459	0.1339	0.529152	0.0185
FCF	-3.77E+09	0.4148	-36163595	0.7134
SA	3.561793	0.0942**	0.105093	0.3078
DPR	0.729874	0.5948	-0.047036	0.2131
ROA	29.06914	0.0000**	-0.701306	0.0000**
ROE	-13.13234	0.0000**	0.015205	0.3458
DOL	-3.77E-05	0.8054	2.03E-07	0.9514
KM	1.600319	0.6408	-0.04298	0.7093
R ²	0.373543		0.070731	
Adj. R ²	0.365670		0.059053	
Regresi	Hausman		Hausman	
Model	Random		Random	
Observasi	565	565	565	565
Level Signifikansi 5% dan 10%; *, **				

Sumber: Data diolah peneliti menggunakan *Eviews 10*

Pembahasan

1. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan Tabel 5 diketahui bahwa pada kolom DER diketahui bahwa nilai koefisien *free cash flow* sebesar -3,77E+09 dan nilai probabilitas sebesar 0,4148. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 dan 0,10 ($0,4148 > 0,05/0,10$)

menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Suryani & Khafid (2015) dan Kurniawan (2019) bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER). Hubungan yang tidak signifikan ini disebabkan karena perusahaan lebih mengutamakan menggunakan dana internalnya untuk membiayai kegiatan operasional dan kebutuhan investasi, sehingga jika perusahaan memiliki dana internal yang cukup maka perusahaan tidak akan menggunakan utang guna mencukupi kebutuhan pendanaannya. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Setiana & Sibagariang (2013) dan Prathiwi & Yadnya (2017) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER).

Berdasarkan Tabel 5 pada kolom DAR diketahui bahwa nilai koefisien *free cash flow* sebesar -36163595 dan nilai probabilitas sebesar 0,7134. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 dan 0,10 ($0,7134 > 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bahri (2017) bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR). Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang memadai cenderung tidak menggunakan utang melainkan menggunakan dana internalnya. Perusahaan lebih memilih untuk memanfaatkan dana internal yang ada dalam mengelola operasional perusahaan. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Zurriah (2018) dan Affandi (2015) bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DAR).

2. Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan Tabel 5 diketahui bahwa pada kolom DER diketahui bahwa nilai koefisien struktur aset sebesar 3,561793 dan nilai probabilitas sebesar 0,0942. Nilai probabilitas lebih kecil dari 0,10 ($0,0942 < 0,10$) menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima yang artinya struktur aset memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang (DER) dengan arah positif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan Rajagukguk et al. (2017) dan Dewa et al. (2019) bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER). Hal ini karena perusahaan memiliki nilai aset tetap yang besar, dengan besarnya aset tetap tersebut perusahaan dapat dengan mudah mendapatkan pinjaman dari pihak kreditur karena aset tetap yang dimiliki dapat dijadikan jaminan dalam memperoleh pinjaman. Sehingga, jika perusahaan tidak dapat melunasi utangnya maka kreditur akan mengambil alih aset tetap tersebut sebagai bentuk pelunasan. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Anam et al. (2015) dan Manoppo et al. (2018) bahwa struktur aset tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER).

Berdasarkan Tabel 5 pada kolom DAR diketahui bahwa nilai koefisien struktur aset sebesar 0,105093 dan nilai probabilitas sebesar 0,3078. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 dan 0,10 ($0,3078 > 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya struktur aset tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Tasil (2017) dan Mardiyati et al. (2018) bahwa struktur aset tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR). Aset tetap yang seharusnya digunakan untuk menjadi jaminan dalam meningkatkan penggunaan utang, tidak dapat sepenuhnya dijadikan sebagai penjamin, karena aset tetap tersebut dibiayai tidak hanya dengan modal sendiri melainkan juga dengan utang. Apabila perusahaan tetap menggunakan utang sebagai sumber dana maka hal tersebut dapat meningkatkan biaya modal perusahaan, sehingga aset tetap perusahaan tidak dapat menjadi jaminan untuk meminjam sejumlah dana. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Yuniarti (2013) dan Prathiwi & Yadnya (2017) bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

3. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan Tabel 5 diketahui bahwa pada kolom DER diketahui bahwa nilai koefisien kebijakan dividen sebesar 0,729874 dan nilai probabilitas

sebesar 0,5948. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 dan 0,10 ($0,5948 > 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Bahri (2017) dan Rajagukguk et al. (2017) bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER). Hubungan tidak signifikan ini disebabkan karena beberapa perusahaan manufaktur menerapkan rasio pembagian dividen yang sama besar setiap tahunnya. Perusahaan yang seperti ini lebih menyukai *internal financing*, seperti yang dikemukakan dalam *pecking order theory*, bahwa perusahaan akan memilih menggunakan dana yang berasal dari keuntungan untuk melakukan pembayaran dividen. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Ifada & Yunandriatna (2014) dan Suryani & Khafid (2015) bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER).

Berdasarkan Tabel 5 pada kolom DAR diketahui bahwa nilai koefisien kebijakan dividen sebesar -0,047036 dan nilai probabilitas sebesar 0,2131. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 atau 0,10 ($0,2131 > 0,05$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Yuniarti (2013) bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR). Hasil tidak signifikan ini disebabkan karena adanya beberapa perusahaan manufaktur yang tidak membagikan dividen pada tahun penelitian. Sehingga kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Subiantoro & Sujoko (2007) bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DAR).

4. Pengaruh Profitabilitas (ROA) Terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan Tabel 5 diketahui bahwa pada kolom DER diketahui bahwa nilai koefisien profitabilitas (ROA) sebesar 29,06914 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 dan 0,10 ($0,0000 <$

0,05/0,10) menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima yang artinya profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang (DER) dengan arah positif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Wahyuni et al. (2016) dan Husna & Wahyudi (2016) bahwa profitabilitas (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER). Perusahaan yang dengan nilai profitabilitas yang baik menunjukkan bahwa mereka memiliki kinerja yang baik dalam menghasilkan laba. Sehingga, hal tersebut dapat memudahkan perusahaan dalam mendapatkan pinjaman guna melakukan ekspansi perusahaan. Karena semakin baik rasio profitabilitas perusahaan maka akan semakin kecil pula resiko kegagalan perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Pradhana et al. (2014) dan Bahri (2017) bahwa profitabilitas (ROA) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER).

Berdasarkan Tabel 5 pada kolom DAR diketahui bahwa nilai koefisien profitabilitas (ROA) sebesar -0,701306 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 dan 0,10 ($0,0000 < 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima yang artinya profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang (DAR) dengan arah negatif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Kusrini (2012) dan (Yuniarti, 2013) bahwa profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DAR). Perusahaan yang *profitable* cenderung lebih banyak menggunakan dana internal untuk kegiatan operasionalnya, dengan demikian semakin rendah tingkat utang yang digunakan dalam pendanaan perusahaan. Hal ini sejalan dengan pecking order theory yang dikemukakan oleh Brealey dan Myers (1991), bahwa perusahaan lebih menyukai *internal financing*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mardiyati et al. (2018) dan Angela & Yanti (2019) bahwa profitabilitas (ROA) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).

5. Pengaruh Profitabilitas (ROE) Terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan Tabel 5 diketahui bahwa pada kolom DER diketahui bahwa nilai koefisien profitabilitas (ROE) sebesar -13.13234 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 dan 0,10 ($0,0000 < 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima yang artinya profitabilitas (ROE) memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang (DER) dengan arah negatif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Steven & Lina (2011) dan Silitonga (2014) bahwa profitabilitas (ROE) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER). Hal ini dikarenakan perusahaan dapat mengembangkan perusahaannya dengan mengelola ekuitas yang dimiliki sebaik mungkin untuk meningkatkan pendanaan yang berasal dari profit perusahaan. Sehingga perusahaan menghindari risiko utang dengan menurunkan pendanaan yang berasal dari utang. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Indahningrum & Handayani (2009) dan Natalia (2017) bahwa profitabilitas (ROE) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER).

Berdasarkan Tabel 5 pada kolom DAR diketahui bahwa nilai koefisien profitabilitas (ROE) sebesar 0,015205 dan nilai probabilitas sebesar 0,3458. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 dan 0,10 ($0,3458 > 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya profitabilitas (ROE) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jannati (2014) dan Salim (2015) bahwa profitabilitas (ROE) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR). Hal ini dikarenakan perusahaan tidak terlalu berfokus pada pengalokasian utang terhadap pembiayaan aktivasnya, melainkan bagaimana cara agar laba yang akan dihasilkan nantinya bertambah besar dibandingkan dengan utang yang mereka peroleh. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andreyani (2019) bahwa profitabilitas (ROE) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DAR).

6. Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan Tabel 5 diketahui bahwa pada kolom DER diketahui bahwa nilai koefisien risiko bisnis sebesar $-3.77E-05$ dan nilai probabilitas sebesar 0,8054. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 dan 0,10 ($0,8054 > 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Yeniatie & Destriana (2010) dan Rosyid et al. (2010) bahwa risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER). Risiko bisnis perusahaan adalah suatu hal yang sulit untuk diukur secara pasti. Perusahaan yang memiliki risiko yang tinggi belum tentu lebih memilih menggunakan modal sendiri dibandingkan dengan menggunakan utang, begitupun sebaliknya. Hal ini disebabkan apabila perusahaan memiliki reputasi kinerja yang bagus maka perusahaan tetap bisa menggunakan utang karena adanya kepercayaan dari pihak kreditur, walaupun risiko bisnis yang dimiliki perusahaan tinggi. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Arfina (2015) dan Rifai (2015) bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh negative dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER).

Berdasarkan Tabel 5 pada kolom DAR diketahui bahwa nilai koefisien risiko bisnis sebesar $2,03E-07$ dan nilai probabilitas sebesar 0,9514. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 dan 0,10 ($0,9514 > 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Hastalona (2013) dan Soraya & Permanasari (2017) bahwa risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR). Peningkatan risiko bisnis tidak berdampak signifikan terhadap kebijakan utang, yang berarti perusahaan tidak memperhatikan besar kecilnya risiko yang dimiliki ketika perusahaan menambah utang untuk pendanaan. Hal ini disebabkan perusahaan percaya bahwa proyeksi atas aset dimasa yang akan datang dapat dikembalikan dengan adanya pendapatan yang tinggi. Selain itu, hal ini juga membuat kreditur mengharapkan

tingkat pengembalian yang tinggi. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Kusri (2012) dan Pratama (2015) bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DAR).

7. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan Tabel 5 diketahui bahwa pada kolom DER diketahui bahwa nilai koefisien kepemilikan manajerial sebesar 1,600319 dan nilai probabilitas sebesar 0,6408. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 dan 0,10 ($0,6408 > 0,05/0,10$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan (Bahri, 2017) dan (Mardiyati et al., 2018) bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER). Hal tersebut menandakan bahwa besar kecilnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Persentase kepemilikan saham oleh dewan direksi dan komisaris yang relatif kecil jika dibandingkan kelompok pemegang saham lainnya, membuat manajer tidak memiliki kendali dalam menentukan tingkat utang. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Sheisarvian (2015) dan Murtini (2019) bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER).

Berdasarkan Tabel IV.6 pada kolom DAR diketahui bahwa nilai koefisien kepemilikan manajerial sebesar -0,042958 dan nilai probabilitas sebesar 0,7093. Nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 ($0,7093 > 0,05$) menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak yang artinya kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuniarti (2013) dan Soraya & Permanasari (2017) bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR). Hal ini mungkin terjadi karena pihak manajemen perusahaan bukanlah sebagai faktor penentu dalam memutuskan kebijakan hutang melainkan sebagai alat kontrol bagi para pemegang saham terhadap kinerja perusahaan untuk mengurangi *agency cost*.

Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Gusti (2013) dan Zurriah (2018) bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DAR).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. *Free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER dan DAR).
2. Struktur aset memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER), sedangkan struktur tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).
3. Kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER dan DAR).
4. Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DER) dan profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DAR). Sedangkan, profitabilitas (ROE) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang (DAR) dan profitabilitas (ROE) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DAR).
5. Risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER dan DAR).
6. Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang (DER dan DAR).

Saran

1. Saran Teoritis

- a. Menggunakan variabel dependen dengan proksi lainnya seperti *leverage*, *debt to capitalization ratio*, atau yang lainnya yang diduga dapat berpengaruh secara signifikan terhadap penelitian mengenai kebijakan utang sehingga memperoleh hasil yang lebih bervariasi.
- b. Menambahkan variabel-variabel independen lainnya seperti kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *investment*

opportunity, corporate tax rate, non-debt tax shield, atau lainnya yang diduga dapat berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.

- c. Menggunakan sampel perusahaan yang hanya membagikan dividen dan yang mempunyai kepemilikan saham manajerial saja.
- d. Memperluas objek penelitian, bukan hanya pada sektor manufaktur melainkan sektor-sektor lain yang terdaftar di BEI dan menambahkan periode penelitian agar hasil yang diperoleh memiliki tingkat keakuratan yang lebih tinggi.

2. Saran Praktis

Diharapkan perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian dalam mengelola dan mengoptimalkan kebijakan utang terutama tingkat *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Asset Ratio* (DAR) guna menjaga eksistensi perusahaan sehingga mampu meningkatkan kesejahteraan agen dan prinsipal secara berkesinambungan serta memenuhi seluruh kebutuhan operasional perusahaan.

Selanjutnya, perusahaan diharapkan terus meningkatkan ROA yang dimiliki sehingga perusahaan dapat menggunakan dana tambahan berupa utang untuk melakukan pengembangan perusahaan. Selain itu, perusahaan diharapkan dapat menaikkan tingkat ROE agar dana internal perusahaan tidak terus menerus terpakai dalam membiayai kegiatan operasional, investasi, dan lainnya, dan juga perusahaan di harapkan lebih baik dalam mengelola ekuitas yang dimiliki sehingga dapat menghasilkan laba yang tinggi dan dapat menurunkan tingkat risiko utang.

DAFTAR PUSTAKA

- Affandi, C. (2015). Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Management*, 5(9), 168–169.
- Ahmad, A. W., & Septriani, Y. (2008). Konflik Keagenan Tinjauan Teoritis Dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, 3(2), 47–55. <https://doi.org/10.28932/jam.v4i2.291>
- Anam, H., Ernayani, R., & Cahyono, D. (2015). Pengaruh Struktur Aset, Ukuran Perusahaan dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Journal & Proceeding*, 5(1), 47–56.
- Andreyani, I. (2019). Pengaruh Debt To Asset Ratio (DAR) dan Debt To Equity Ratio (DER) Terhadap Return On Equity (ROE) Pada Bank Persero Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 1(1), 1–68.
- Angela, C., & Yanti. (2019). Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, I(2), 335–343. <https://journal.untar.ac.id/index.php/jpa/article/view/4672>
- Arfina, W. (2015). Pengaruh Tangibility, Profitabilitas, Growth, Risiko Bisnis dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Kimia dan Pasar Yang Terdaftar Di BEI Periode 2011-2015. *Ekp*, 13(3), 1576–1580.
- Atmadja, A. S. (2000). Utang Luar Negeri Pemerintah Indonesia : Perkembangan Dan Dampaknya. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 2(1), 83–94. <https://doi.org/10.9744/jak.2.1.pp.83-94>
- Bahri, S. (2017). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Arus Kas Bebas (Free Cash Flow) Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Penelitian Teori Dan Terapan Akuntansi*, 2(2), 1–21.
- Desmeri, P. (2020). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Konglomerasi Indonesia (Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode (2013-2018)). *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis UIN*, 21(1), 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.solener.2019.02.027>
- Dewa, D. F. H., Mahsuni, D. A., & Junaidi. (2019). Pengaruh Free Cash Flow,

Struktur Aset Dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *E-Jra*, 08(09), 1–13.

Endri, E., Mustafa, B., & Rynandi, O. (2019). International Journal of Economics and Financial Issues Determinants of Debt Policy of Real Estate and Property Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues* /, 9(2), 96–104. <https://doi.org/10.32479/ijefi.7618>

Gantino, R. (2016). Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2014. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis (JDAB)*, 3(2), 19–32.

Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS 23* (P. P. Harto (ed.); 5th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2013). *Dasar-Dasar Ekonometrika Edisi 5 - Buku 2*. Salemba Empat.

Gusti, B. F. (2013). Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi*, 1(2), 106–131.

Hastalona, D. (2013). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan Dan Bisnis*, 5(1).

Husna, R., & Wahyudi, W. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Dan Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Equity*, 19(2), 163. <https://doi.org/10.34209/equ.v19i2.483>

Ifada, L. M., & Yunandriatna. (2014). Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014). *Jurnal Akuntansi Dan Auditing*, 14(1), 40–54. <https://doi.org/doi/10.14710/jaa.14.1.40-54>

Indahningrum, R. P., & Handayani, R. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Perumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 11(3), 189–207.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(10), 305–360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>

- Kurniawan, A. (2019). Analisis Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set (Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEI periode 2012 s/d 2016). *Upajiwana*, 3(2), 133–148.
- Kusrini, H. (2012). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang. *Koleksi Perpustakaan Universitas Terbuka*, 19(2), 163–182.
- Manoppo, M., Mangantar, M., & Rate, P. Van. (2018). Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di Bei Periode 2012-2016. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 6(3), 1788–1797.
- Mardiyati, U., Qothrunnada, Q., & Kurnianti, D. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Sektor Aneka Industri Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2012 – 2016. *JRMSI - Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 9(1), 105–124. <https://doi.org/10.21009/jrmsi.009.1.08>
- Margaretha, F. (2014). Determinants of Debt Policy in Indonesia ' s Public Company. *Review of Integrative Business & Economics Research*, 3(2), 10–16.
- Megawati, & Kurnia, S. (2015). Pengaruh Insider Ownership, Investment Opportunity Set (Ios), Pertumbuhan Perusahaan Dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Kajian Manajemen Bisnis*, 4(1), 92–109.
- Murtini, U. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Institusional dan Profitabilias Terhadap Kebijakan Hutang. *E-Jurnal Fakultas Bisnis*, 2(1), 141–153.
- Mutamimah, & Rita. (2009). Keputusan Pendanaan: Pendekatan Trade-off Theory dan Pecking Order Theory. *Jurnal Ekobis*, 10(1), 241–249.
- Natalia, S. (2017). Pengaruh Size Perusahaan, Risiko Bisnis, Likuiditas, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014. *Jurnal Akuntansi*, 6(2), 1–25.
- Pradhana, A., Taufik, T., & Anggraini, L. (2014). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Food and Beverages Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Online Mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Riau*, 1(2), 1–15.

- Pratama, E. R. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Likuiditas, Dan Nilai Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Consumer Goods Yang Listed Di Bursa Efek *Artikel Ilmiah Mahasiswa*, 3(2), 1–8. <https://repository.unej.ac.id/handle/123456789/65938>
- Prathiwi, N. M. D. I., & Yadnya, I. P. (2017). Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Aset, Risiko Bisnis Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *E-Jurnal Manajemen*, 6(1), 60–86.
- Rajagukguk, L., Widyastuty, E., & Pakpahan, Y. (2017). Analisis Pengaruh Kebijakan Deviden, Struktur Aset, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi*, 17(1), 1–14.
- Rifai, M. H. (2015). Pengaruh Risiko Bisnis, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan dan Struktur Aktiva Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Sektor Property And Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Ekp*, 13(3), 1576–1580.
- Rizki, M. N. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Consumer Goods yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014 – 2016). *Journal Regional Development Industry & Health Science, Technology and Art of Life*, 02(01), 321–329.
- Rosyid, A., Aziz, A., & Triwayuningtyas, N. (2010). Analisis Kebijakan Struktur Modal Perusahaan Subsektor Properti dan Real Estate. *Jurnal UPN*, 9(23), 601–615.
- Salim, J. (2015). Pengaruh Leverage (Dar, Der, Dan Tier) Terhadap Roe Perusahaan Properti Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2010-2014. *Jurnal Perbanas Review*, 1(1), 19–34.
- Setiana, E., & Sibagariang, R. (2013). Pengaruh free cash flow dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia (bei). *Jurnal Telaah Akuntansi*, 15(1), 16–33.
- Sheisarvian, R. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis SI Universitas Brawijaya*, 22(1), 85888.
- Silitonga, A. H. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial , Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI). *Akuntansi*, 1(2), 1–6.
- Soraya, & Permanasari, M. (2017). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan

hutang perusahaan non keuangan publik. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 19(1), 103–116. <https://doi.org/10.34208/jba.v19i1.69>

Steven, & Lina. (2011). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(3), 163–181.

Subiantoro, U., & Sujoko. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 9(1), 41–48.

Suryani, A. D., & Khafid, M. (2015). Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Deviden, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur. *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan*, 4(1), 20–28.

Tasil, M. I. (2017). Pengaruh Kepemilikan Istitusional, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas dan Struktur Aktiva Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, 2(1), 19–43.

Viriya, H., & Suryaningsih, R. (2017). Determinant of Debt Policy : Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Finance and Banking Review*, 2(1), 1–8. www.gatrenterprise.com/GATRJournals/index.html

Wahyuni, S., Ahyaruddin, M., & Asnawi, M. (2016). Pengaruh Struktur Aset, Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Tarif Pajak Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Lp2M-Umri*, VIII(2), 46–52.

Wikartika, I., & Fitriyah, Z. (2018). Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index. *BISMA (Bisnis Dan Manajemen)*, 10(2), 90–101. <https://doi.org/10.26740/bisma.v10n2.p90-101>

Yeniatie, & Destriana, N. (2010). Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 12(1), 1–16. <https://doi.org/10.25105/jmat.v1i1.4904>

Yuniarti, A. M. D. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Dividen, Profitabilitas Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 2(4), 447–454. <https://doi.org/10.15294/aaj.v2i4.4171>

Zurriah, R. (2018). Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index). *JURNAL AKUNTANSI DAN BISNIS: Jurnal Program Studi Akuntansi*, 4(2), 31. <https://doi.org/10.31289/jab.v4i2.1664>