

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini tentu tidak lepas dari penelitian-penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh peneliti lain sehingga penelitian yang akan dilakukan memiliki keterkaitan yang sama beserta persamaan maupun perbedaan dalam objek yang akan diteliti. Berikut adalah beberapa penelitian terdahulu yang bisa menjadi acuan dalam penelitian. Penelitian yang akan dilakukan merujuk pada penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya dengan topik yang mendekati diantaranya sebagai berikut:

1. Carlin & Purwaningsih (2022)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui secara empiris pengaruh struktur aset, profitabilitas, biaya agensi, dan pertumbuhan perusahaan pada kebijakan utang pada perusahaan jasa sub sektor properti dan *real estate* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020. Pada penelitian ini variabel yang digunakan yaitu variabel independen (struktur aset, profitabilitas, biaya agensi, dan pertumbuhan perusahaan) dan variabel dependen (kebijakan utang). Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *non-probability sampling* dengan *purposive sampling*. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan jasa sub sektor *Property dan Real Estate* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020 dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Terdapat 21 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel penelitian, sehingga sampel berjumlah 63 laporan keuangan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Carlin & Purwaningsih (2022) mengungkapkan

bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel struktur aset (FASDR) dan pertumbuhan perusahaan (PG) pada kebijakan utang, sedangkan variabel profitabilitas (ROE) dan biaya agensi (AC) tidak memiliki pengaruh pada kebijakan utang.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Penggunaan variabel independen biaya agensi terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu struktur aset, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan, sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel independen *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang di perusahaan manufaktur pada bursa efek indonesia (BEI).
- b. Perusahaan yang digunakan pada peneliti terdahulu yaitu perusahaan perusahaan Jasa sub sektor Properti dan Real Estate, sedangkan peneliti sekarang menggunakan perusahaan manufaktur.
- c. Terdapat perbedaan mengenai tahun penelitian terdahulu 2018-2020 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.

2. Nurkholik & Khasanah (2022)

Tujuan dari penelitian ini adalah mengetahui pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Tahun 2016 –2020. Pada penelitian ini variable bebas yang digunakan terdiri dari 6 variabel *free cash flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan risiko bisnis, sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah kebijakan utang. Sampel yang diambil berjumlah 24 perusahaan manufaktur. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda dengan uji asumsi klasik. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurkholik & Khasanah (2022) menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang, Struktur Aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang, Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan utang, Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang, Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang, dan Risiko Bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan pengujian secara simultan menunjukkan hasil bahwa *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Risiko Bisnis berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data diperoleh adalah dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

- b. Variabel independen yang digunakan *free cash flow*, dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.
- c. Teknik yang digunakan analisis regresi linier berganda.

Perbedaan antara peneliti sekarang dan peneliti terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu struktur aset, likuiditas, profitabilitas, dan risiko bisnis, sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel independen *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.
- b. Tahun penelitian terdahulu 2016-2020 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.

3. Hermanto & Liem (2022)

Tujuan dari penelitian ini adalah mengetahui faktor-faktor penentu kebijakan utang (*leverage*) seperti struktur aset dan biaya keagenan dan profitabilitas sebagai variabel *intervening*. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah struktur aset dan biaya keagenan terhadap kebijakan utang dimediasi dengan profitabilitas sebagai variabel *intervening*. Sampel yang digunakan perusahaan subsektor makanan dan minuman yang tercatat yang secara konsisten di Bursa Efek Indonesia (BEI) sampai dengan tahun 2021, entitas yang tidak membukukan laba pada laporan keuangan tahunannya selama periode penelitian 2015-2019, entitas yang belum IPO selama periode studi 2015-2019, serta entitas yang tidak selalu mengeluarkan laporan keuangan tahunan selama periode penelitian 2015-2019. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah memanfaatkan metode *purposive sampling* dan

menggunakan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Hermanto & Liem (2022) memperlihatkan struktur aset dan biaya keagenan secara simultan berpengaruh terhadap profitabilitas, serta struktur aset, biaya keagenan dan profitabilitas juga berpengaruh secara simultan terhadap *leverage*. Struktur aset mempunyai dampak negatif terhadap profitabilitas dan mempunyai dampak positif terhadap *leverage*. Biaya keagenan mempengaruhi profitabilitas secara negatif dan mempengaruhi *leverage* positif. Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap *leverage*. Temuan penelitian di mana perusahaan yang memperhatikan struktur aset dan biaya keagenan, dapat mengatasi kebijakan utang dan meningkatkan profitabilitasnya.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data diperoleh dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Variabel independen yang digunakan biaya keagenan atau biaya agensi terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.

Perbedaan antara peneliti sekarang dan peneliti terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu struktur aset, sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel independen *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.

- b. Tahun penelitian terdahulu 2012-2017 sedangkan penelitian sekarang 2015-2019.
- c. Teknik yang digunakan meneliti terdahulu menggunakan teknik analisis regresi linier berganda, sedangkan peneliti sekarang menggunakan teknik teknik analisis regresi linier berganda.

4. Supriadi (2022)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, *sales growth* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang pada perusahaan *property, real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2014-2018. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah *free cash flow*, *sales growth*, kebijakan dividen pada kebijakan utang perusahaan *property* yang ada di bursa indonesia. Sampel yang digunakan adalah perusahaan dengan menggunakan *purposive sampling*, diperoleh sebanyak 20 perusahaan sampel dari populasi 53 perusahaan dengan total observasi 100 unit analisis. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan teknik dokumentasi yang diperoleh dari *annual report* dan laporan keuangan perusahaan, sedangkan teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Supriadi (2022) menunjukkan bahwa *free cash flow*, *sales growth* dan kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Penelitian ini juga dapat di jelaskan dengan melihat bahwa nilai R^2 sebesar 0,251 yang berarti 25,1% variasi dari semua variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat dan sisanya 74,9% diterangkan oleh variabel lain yang tidak diajukan

dalam penelitian ini. Saran untuk penelitian selanjutnya diharapkan untuk menambah variabel-variabel serta proksi lain dalam model penelitian sehingga mampu memberikan gambaran variasi lain lagi dalam kebijakan utang.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Variabel independen *free cash flow*, *sales growth* dan variabel kebijakan utang sebagai variabel dependennya.
- b. Data yang diperoleh dari penelitian terdahulu juga diperoleh dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- c. Teknik yang digunakan analisis regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu kebijakan dividen, sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.
- b. Data sampel yang digunakan peneliti terdahulu adalah perusahaan *property* sedangkan penelitian sekarang menggunakan perusahaan manufaktur.
- c. Tahun penelitian terdahulu 2014-2018 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.
- d. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian terdahulu adalah teknik *stepwise regression*, sedangkan penelitian sekarang menggunakan teknik analisis regresi linier berganda.

5. Chamdiya & Subardjo (2019)

Tujuan dari penelitian ini adalah menganalisis dan menguji *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan profitabilitas terhadap kebijakan utang. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan kebijakan utang. Sampel yang digunakan sebanyak 22 perusahaan, periode pengamatan yang dilakukan pada tahun 2012-2017. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan menggunakan data laporan keuangan. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda dengan menggunakan alat bantu aplikasi SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*) versi 22. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chamdiya & Subardjo (2018) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang besar akan meningkatkan level utangnya, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, menunjukkan dengan adanya kepemilikan manajerial akan menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemilik, dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, menunjukkan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional diharapkan dapat mengurangi utang. Sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, menunjukkan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan akan menggunakan utang

dan sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan akan mengurangi penggunaan utang.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data diperoleh dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Variabel independen yang digunakan *free cash flow* terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.
- c. Teknik yang digunakan analisis regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan profitabilitas sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel independen *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.
- b. Tahun penelitian terdahulu 2012-2017 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.

6. Saragih et al., (2020)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis apakah secara individual dan simultan variabel independen mempengaruhi kebijakan utang. Pada penelitian ini variabel yang digunakan yaitu Kepemilikan Manajerial (X1), Kepemilikan Institusional (X2), Profitabilitas (X3), Likuiditas (X4), Ukuran Perusahaan (X5) sebagai variabel independen dan Kebijakan

Utang (Y) sebagai variabel dependen. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda dengan SPSS versi 21. Sampel yang digunakan pada penelitian ini sebanyak 169 perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek sejak tahun 2017 hingga tahun 2019. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Saragih et al., (2020) menunjukkan secara parsial likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan utang sedangkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utangnya. Secara simultan kelima variabel tersebut mempengaruhi signifikan kebijakan utang. Hasil uji koefisien determinasi pada nilai *Adjusted R Square* menunjukkan angka 0,647 yang artinya sebesar 64,7% variasi dari kebijakan utang yang dapat dijelaskan oleh variabel independen sisanya 35,3% dipengaruhi oleh faktor lain misalnya risiko bisnis, *free cash flow* dan struktur aktiva. Kesimpulannya hanya likuiditas yang berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data diperoleh dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Variabel independen ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.
- c. Teknik yang digunakan analisis regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Likuidita, sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel independen *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.
- b. Tahun penelitian terdahulu 2017-2019 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.

7. Afiezan et al., (2020)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis dan mempelajari pengaruh *Free Cash Flow*, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016-2019. Pada penelitian ini variabel yang digunakan terdiri dari 4 variabel bebas yaitu Arus Kas Bebas (X1), Ukuran Perusahaan (X2), Profitabilitas (X3) dan Likuiditas (X4) sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah Kebijakan Utang (Y). Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah dari 169 populasi hanya 83 sampel yang memenuhi kriteria di BEI pada periode 2016-2019. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada purposive sampling. Purposive Sampling yaitu teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menetapkan pertimbangan-pertimbangan tertentu. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Afiezan et al., (2020) secara parsial hanya likuiditas yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan *Free Cash Flow*, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil pengujian secara simultan dimana *Free Cash Flow*, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan

Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan hasil koefisien determinasi sebesar 0,589 yang berarti sebanyak 58,9% variasi kebijakan utang dapat dijelaskan oleh variabel (FCF, ukuran perusahaan, profitabilitas dan likuiditas) dimana sisanya 41,1% dipengaruhi oleh faktor lain.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data diperoleh adalah dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Variabel independen *free cash flow*, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.
- c. Teknik yang digunakan analisis regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu profitabilitas, sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.
- b. Tahun penelitian terdahulu 2016-2019 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.

8. Mufidah & Fachrurrozie (2021)

Tujuan dari penelitian ini untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang dengan rasio keuangan sebagai variabel moderating. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah Kebijakan

utang yang merupakan variabel dependen, sedangkan kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan adalah variabel independen. Teknik yang digunakan untuk mengumpulkan data yaitu metode dokumentasi laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Sampel yang digunakan pada penelitian ini sebanyak 26 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015 – 2019 dengan 117 unit data. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mufidah & Fachrurrozie (2021) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang, serta rasio keuangan hanya dapat memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang, sedangkan untuk kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan tidak dapat di moderasi. Kesimpulan dari penelitian ini adalah semakin tinggi kebijakan dividen semakin rendah kebijakan utang perusahaan, sehingga modal perusahaan dapat diambil dari laba ditahan.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data diperoleh dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Variabel independen ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.
- c. Teknik analisis regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan, sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel independen *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.
- b. Tahun penelitian terdahulu 2015-2019 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.

9. Nurjanah & Purnama (2020)

Tujuan dari penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aset dan profitabilitas terhadap kebijakan utang. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset Dan Profitabilitas sebagai variabel independen dan kebijakan utang sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah 34 perusahaan manufaktur sektor aneka industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2017-2019. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi data panel. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurjanah & Purnama (2020) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data diperoleh dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Variabel independen ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu pertumbuhan perusahaan, struktur aset dan profitabilitas, sedangkan penelitian sekarang menggunakan variabel independen *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.
- b. Tahun penelitian terdahulu 2017-2019 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.

10. Nurdani & Rahmawati (2020)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, kebijakan dividen, struktur aset, pertumbuhan perusahaan dan arus kas bebas terhadap kebijakan utang. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah ukuran perusahaan, profitabilitas, kebijakan dividen, struktur aset, pertumbuhan penjualan dan arus kas bebas untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kebijakan utang. Sampel yang digunakan pada penelitian ini hanya menggunakan sampel penelitian pada perusahaan manufaktur dengan rentang waktu empat tahun. Disarankan pada penelitian selanjutnya untuk menambah rentang waktu, agar hasil penelitian menjadi lebih representatif dalam menggunakan rentang waktu yang lebih lama dan data yang

digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan periode 2015-2018. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah purposive sampling sedangkan teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah statistik deskriptif, uji asumsi klasik, analisis regresi berganda dan pengujian hipotesis. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurdani & Rahmawati (2020) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang, profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Variabel kebijakan dividen dan struktur aset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan pertumbuhan penjualan dan arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Terdapat persamaan antara penelitian sekarang dengan penelitian terdahulu yang terletak pada:

- a. Data yang diperoleh juga dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Variabel independen ukuran perusahaan dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependennya.
- c. Teknik yang digunakan analisis regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Variabel independen yang digunakan peneliti terdahulu yaitu profitabilitas, kebijakan dividen, dan struktur aset, sedangkan penelitian sekarang

menggunakan variabel independen *sales growth*, biaya agensi, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan utang.

- b. Tahun penelitian terdahulu 2015-2018 sedangkan penelitian sekarang 2017-2021.

Tabel 2. 1
MATRIKS PENELITIAN TERDAHULU

No.	VARIABEL	PENELITI									
		Heny Chamdiyah & Anang Subardjo (2019)	Ria Nurdani & Ika Yustina (2020)	Ikeu Nurjanah & Dendi Purnama (2020)	Adam Afiezan et al., (2017)	Mia Nur Mufidah & Fachrurrozie (2021)	Katharina et al., (2021)	Adi Supardi, (2022)	Hermant & Dravinca Rona Liem, (2022)	Nurkholik, & Kharirotul Khasanah, (2020)	Elisya Carlin & Eny Purwaningsih, (2022)
1	Free Cash Flow				TB			B		TB	
2	Kepemilikan Manajerial	B-									
3	Kepemilikan Instiusional	B+				B-					
4	Profitabilitas				TB		TB				
5	Ukuran Perusahaan				TB		B				
6	Kebijakan Dividen		B+			B+					
7	Struktur Aset		B+					B+			
8	Sales Growth		B+								
9	Pertumbuhan Perusahaan			B-		B+					
10	Likuiditas						B	B-			
11	Biaya Agensi							B-		B-	
12	RisikoBisnis								B		

Keterangan :

B = Berpengaruh

B+ = Berpengaru Positif

B- = Berpengaru Negatif

TB = Tidak Berpengaruh

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Keagenan

Hubungan keagenan menurut B. Santoso (2015) adalah hubungan yang terjadi antara dua pihak yakni principal dan agen dimana agen adalah pihak yang diberikan wewenang dan mandat oleh principal untuk mengelola perusahaan dan bekerja untuk kepentingan principal. Pengaturan hubungan pemegang saham menurut agensi digambarkan sebagai hubungan antara prinsipal (alternatif) dan prinsipal, yang merupakan prinsipal dari prinsipal, dan tindakan prinsipal. Agen menerima instruksi dari pemegang saham (prinsipal) untuk menjalankan bisnis demi kepentingan terbaik prinsipal, yang berarti meningkatkan biaya kepemilikan perusahaan dan meningkatkan kesuksesan pemegang saham. Manajer saat ini memiliki kepentingan mereka sendiri, seperti meningkatkan kesejahteraan pribadi mereka dengan memprioritaskan pendapatan dan komisi. Masing-masing pihak memiliki kepentingannya sendiri dalam hal ini.

Menurut (Ali Farhan, 2021:133) Ketika terdapat pemisahan antara pemilik (*principal*) dengan manajer (agen) di suatu perusahaan, maka terdapat kemungkinan bahwa keinginan pemilik diabaikan. Fakta ini, dan kesadaran bahwa agen itu mahal, menetapkan landasan bagi sekelompok gagasan rumit namun bermanfaat yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*). Ketika pemilik (atau manajer) mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan pada pihak lain, terdapat hubungan keagenan antara kedua pihak. Hubungan keagenan, seperti hubungan antara pemegang saham dengan manajer, akan efektif selama manajer mengambil keputusan investasi yang konsisten dengan

kepentingan pemegang saham. Namun, ketika kepentingan manajer berbeda dengan kepentingan pemilik, maka keputusan yang diambil oleh manajer kemungkinan besar akan mencerminkan preferensi manajer dibandingkan dengan pemilik. Secara umum, para pemilik ingin memaksimalkan nilai saham. Ketika manajer juga memiliki sejumlah besar saham perusahaan tersebut, mereka pasti akan memilih strategi yang menghasilkan apresiasi nilai saham.

2.2.2 Pecking Order Theory

Menurut (Eugene F. Brigham, 2021:505) *Pecking order theory* adalah logis, dan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan, meskipun masih ada beberapa perdebatan tentang kepentingan relatifnya. Logis bagi perusahaan untuk mengikuti urutan kekuasaan ini karena tidak ada biaya flotasi yang dikeluarkan untuk meningkatkan modal sebagai kredit spontan atau laba ditahan, dan biayanya relatif rendah saat menerbitkan utang baru. Namun, biaya flotasi untuk penerbitan saham baru cukup tinggi, dan adanya efek informasi/sinyal asimetris membuatnya semakin tidak diinginkan untuk dibiayai dengan saham biasa baru.

Pecking order theory menjelaskan modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan. *Pecking order theory* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih laba ditahan, utang, dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. *Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang mengalami keuntungan cenderung meminjam dalam jumlah sedikit dikarenakan sumber pendanaan internal

perusahaan cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi yang diperoleh dari keuntungan yang didapat perusahaan. Sedangkan pada perusahaan yang kurang menguntungkan cenderung memiliki utang yang lebih besar dikarenakan sumber dana internal perusahaan tidak cukup dan lebih memilih utang sebagai sumber dana eksternal Nurkholik & Khasanah (2022).

2.2.3 Kebijakan Utang

Menurut Dr. Tarjo, (2021:4) kebijakan utang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Tetapi keberadaan utang justru bisa menjadi cerminan bahwa kinerja saham perusahaan kurang baik. Ketika risiko perusahaan tinggi yang diukur dengan rasio utang yang tinggi, maka manajemen berusaha untuk menurunkan risiko persepsian bagi kreditur dengan cara menyajikan laporan laba yang relatif lebih stabil, artinya manajer tidak melakukan rekayasa laba. Kebijakan utang diperlukan untuk mendanai operasional perusahaan melalui utang.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2.2.3 Sales Growth

Menurut (Ari Pranaditya, Rita Andini, 2021:3) *Sales growth* atau pertumbuhan penjualan merupakan salah satu faktor penting yang menentukan kelangsungan hidup perusahaan dan merupakan indikator penting dari penerimaan pasar dari produk atau jasa perusahaan tersebut. Menurut Supriadi (2022) Pertumbuhan penjualan (*Sales growth*) merupakan keberhasilan investasi pada periode sebelumnya yang dapat memprediksikan investasi di periode berikutnya dengan melihat peluang pasar. Pertumbuhan penjualan juga

merupakan suatu indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Menurut Nurdani & Rahmawati (2020) dalam buku Brigham dan Houston (2013) berpendapat bahwa perusahaan dengan penjualan yang stabil dapat lebih aman dalam memperoleh banyak pinjaman dan menanggung biaya tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil.

$$\text{Sales Growth} = \frac{\text{Penjualan Tahun ini} - \text{Penjualan Tahun Lalu}}{\text{Penjualan Tahun Lalu}}$$

2.2.4 Biaya Agensi

Menurut (Dr. Ely Siswanto, 2017:61) Jensen & Meckling (1976) adalah peneliti pertama yang memberi definisi biaya agensi yang diartikan sebagai jumlah : 1) biaya monitoring oleh prinsipal; 2) biaya *bonding* bagi agen; dan 3) kerugian sisa (*residual loss*) (Jensen & Meckling, 1976:308). Biaya agensi dapat dipahami sebagai total biaya pilihan kontrak yang berbeda, artinya biaya yang diakibatkan dari netralisasi informasi asimetri (kontrak berbasis perilaku) dan konflik tujuan (kontrak berbasis hasil) ditambah biaya akibat oportunistik agen, artinya kerugian yang ditanggung oleh prinsipal yang diakibatkan tindakan agen dengan kepentingannya sendiri dengan biaya prinsipal.

Menurut Hermanto & Liem (2022) Biaya keagenan dapat muncul apabila dalam pelaksanaan manajer atau agen tidak sesuai dengan keinginan atau kemauan dari para pemegang saham, dalam halnya juga dapat terjadi dalam perusahaan subsektor makanan dan minuman. Para manajer selaku bagian yang mempunyai tanggung jawab untuk mengelola perusahaan, kebanyakan lebih

memilih untuk mencoba dan melakukan sesuatu yang akan memaksimalkan kepentingannya dan mengesampingkan kepentingan pemegang saham, sehingga dapat menyebabkan masalah keagenan (*agency problem*).

$$AUR_{it} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$$

2.2.5 Ukuran Perusahaan

Menurut (Dr. Lela Nurlaela Wati, S.E., 2019:31) ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan investor dalam melakukan investasi. Ukuran perusahaan menunjukkan adanya perbedaan risiko usaha perusahaan besar dan kecil. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat ditunjukkan dengan total aktiva, total penjualan, rata-rata tingkat penjualan, dan rata-rata total aktiva. Ukuran perusahaan pada dasarnya terbagi menjadi tiga kategori yaitu perusahaan besar, perusahaan menengah, dan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka semakin baik teknologi dan sistem dalam perusahaan serta adanya kemudahan bagi manajemen dalam menggunakan aktiva perusahaan akan mendorong peningkatan kinerja perusahaan. Ukuran perusahaan yang semakin besar menunjukkan kapasitas produksi perusahaan yang semakin besar sehingga semakin meningkat profitabilitasnya.

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan salah satu variabel yang banyak digunakan untuk menjelaskan mengenai variasi pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan. Terdapat beberapa permasalahan mengenai pengaruh ukuran perusahaan (*Size*) terhadap kualitas ungkapan. Hal ini dapat dilihat dari

berbagai penelitian empiris yang telah dilakukan menunjukkan bahwa pengaruh total aktiva hampir selalu konsisten dan secara statistik signifikan. Beberapa penjelasan yang mungkin dapat menjelaskan fenomena ini adalah bahwa perusahaan besar mempunyai biaya informasi yang rendah, perusahaan besar juga mempunyai kompleksitas dan dasar pemilikan yang lebih luas dibanding perusahaan kecil.

Pengukuran ukuran perusahaan dapat diketahui dari:

- a. Total aktiva perusahaan
- b. Jumlah karyawan
- c. Omset penjualan

Besar kecilnya perusahaan dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan logaritma natural dari neraca total sebagai dasar penilaian. (Dwi Yuniarti Abubakar ,Sylvia Christina Daat & Mariolin A. Sanggenafa 2020). Semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar aktivitasnya. Berikut adalah rumus untuk ukuran perusahaan :

1. Total Aset

$$Ukuran\ Perusahaan = Ln (Total\ Aset)$$

2.2.6 Free Cash Flow

Menurut (Van Horne, 2017:489) arus kas bebas (*free cash flow*) adalah arus kas yang tersisa setelah dikurangkan dari pendapatan yang diharapkan, adanya biaya operasi yang diharapkan dan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan (dan meningkatkan) arus kas. Jika dinyatakan dengan cara lain, arus kas bebas adalah kelebihan arus kas yang diperlukan untuk mendanai

semua proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif ketika didiskontokan dengan tingkat imbal hasil yang diminta yang tepat. Estimasi arus kas bebas harus mencakup pertimbangan adanya pengaruh sinergi, karena di bagian ini dibahas mengenai dampak marginal dari akuisisi. Selain itu, estimasi arus kas tersebut harus dihitung sebelum beban apa pun. Dasar pemikirannya adalah untuk memisahkan struktur keuangan akuisisi prospektif dari nilai keseluruhannya sebagai suatu investasi. Perhatian utama adalah pada arus kas operasional setelah pajak yang muncul karena mengoperasikan perusahaan yang diakuisisi, bukan pada laba bersih prospektif setelah perubahan keuangan.

$$FCF = \frac{Net.Op - Net.Investment}{Total Aset}$$

2.3 Hubungan Antar Variabel

Pada sub bab hubungan antar variabel ini menjelaskan tentang kajian teori, sehingga sebagai dasar penyusunan dalam pembuatan kerangka pemikiran.

2.3.1. Pengaruh *sales growth* terhadap kebijakan utang

Menurut Supriadi (2022) dalam penelitian menjelaskan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan merupakan hasil perbandingan antara selisih penjualan tahun berjalan dengan penjualan tahun sebelumnya dengan penjualan tahun sebelumnya. Perusahaan yang memiliki penjualan stabil dapat lebih aman dalam mendapatkan pinjaman yang banyak dan menanggung biaya tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil dapat meningkat karena investasi yang dilakukan perusahaan juga meningkat.

Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah kecil. Hal itu

dikarenakan sumber dana internal perusahaan cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi yang berasal dari keuntungan yang diperoleh perusahaan (Nurdani & Rahmawati, 2020) . Pertumbuhan penjualan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang stabil. Pertumbuhan penjualan dari tahun sebelumnya secara berkala dapat digunakan untuk memprediksi pertumbuhan penjualan pada tahun yang akan datang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi (Nurkholik & Khasanah, 2022). Penelitian Afiezan et al., (2020) menyatakan bahwa Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

2.3.2. Pengaruh biaya agensi terhadap kebijakan utang

Menurut Carlin & Purwaningsih (2022) adanya pemisahan kepemilikan antara prinsipal dan agen, sering kali membuat agen bekerja secara berlawanan dengan kepentingan prinsipal. Manajemen tidak selalu mewakili kepentingan pemilik, melainkan cenderung bertindak untuk keuntungannya sendiri daripada memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Adanya perbedaan kepentingan tersebut menimbulkan konflik antara prinsipal dan agen sehingga akan menimbulkan biaya agensi. Tingkat biaya agensi yang tinggi dalam perusahaan akan mendatangkan pengawasan yang ketat, sehingga penggunaan utang oleh manajer berada pada tingkat yang wajar untuk mencegah terjadinya kesulitan keuangan dan risiko kebangkrutan.

Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yang mengungkapkan utang menjadi pilihan pendanaan eksternal yang lebih disukai daripada menerbitkan saham baru. Manajer selaku pengelola perusahaan lebih menyukai penggunaan utang dalam jumlah besar untuk membiayai perusahaan, karena manajer ingin mempertahankan kendali yang efektif terhadap perusahaan. Akibatnya, biaya agensi yang rendah akan meningkatkan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Hal ini sejalan dengan riset Hermanto & Liem (2022) bahwa biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

2.3.3. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang

Besar kecilnya suatu perusahaan merupakan faktor penting dalam menentukan nilai suatu perusahaan. Ukuran perusahaan menggambarkan ukuran perusahaan yang diperoleh dari total aset, total penjualan, rata-rata penjualan, dan rata-rata total aset. Diperkirakan dibandingkan dengan perusahaan kecil, perusahaan besar dapat menanggung utang yang lebih besar karena aset yang dijadikan jaminan memiliki nilai yang lebih tinggi dan kepercayaan terhadap bank lebih tinggi (Widiyati, 2020)

Perusahaan besar yang memiliki fleksibilitas dan kemampuan memperoleh dana tentunya dapat lebih mudah mengakses pasar modal. Perusahaan besar memiliki aset yang besar, sehingga kreditur lebih mudah memperoleh agunan. Dalam menjalankan operasional perusahaan, manajemen membutuhkan dana yang banyak jika ukuran perusahaan semakin besar Afiezan et al., (2020).

Mayoritas perusahaan terdiri dari aset yang dimiliki perusahaan, aset yang tersedia, atau properti, serta pabrik dan peralatan. Semakin banyak uang yang Anda butuhkan untuk menjalankan bisnis, semakin besar itu. Akibatnya, korporasi membutuhkan sumber pendapatan tambahan selain perusahaan domestik, yang salah satunya adalah utang. Semakin banyak uang yang dipinjam perusahaan, semakin banyak uang yang dihabiskan untuk utang. Hal ini sejalan dengan temuan Nurjanah & Purnama (2020) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki dampak yang menguntungkan terhadap kebijakan utang. Dan juga seperti penelitian yang dilakukan oleh (Prathiwi & Yadnya, 2017) Ukuran perusahaan ini memiliki dampak positif pada kebijakan utang. Artinya semakin besar suatu perusahaan maka semakin mudah untuk mengambil utang dari debitur, dimana ukuran perusahaan dapat menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban yang dimiliki perusahaan.

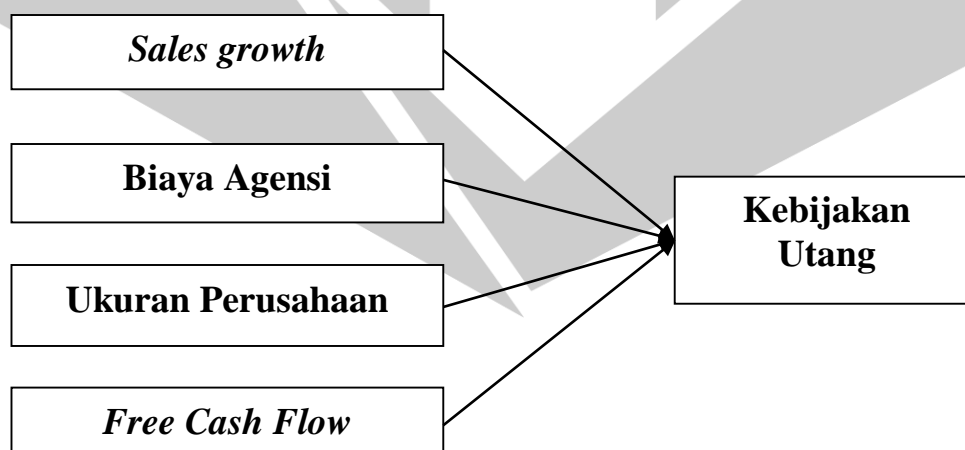
2.3.4. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang

Menurut Chamdiya & Subardjo (2019) Aliran kas bebas atau *free cash flow* (FCF) adalah cash flow yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada fixed asset (aset tetap) dan *working capital* (modal kerja) yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya. Variabel *free cash flow* memiliki koefisien yang positif, mengindikasikan bahwa apabila nilai *free cash flow* mengalami penambahan maka kemungkinan kebijakan utang pun akan mengalami penambahan nilai. Apabila semakin besar *free cash flow* yang tersedia pada suatu perusahaan, maka

semakin sehat suatu perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan perusahaan, pembayaran utang, dan dividen. Manajer cenderung dengan tujuan untuk memuaskan kepentingannya. Perusahaan dengan *free cash flow* besar mempunyai level utang tinggi dengan cara menurunkan *agency cost of free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber discretionary, khususnya aliran kas yang dibawah kendali manajemen. Ketika *free cash flow* tersedia maka manajer akan disinyalir menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang relatif rendah.

Free cash flow sering menjadi pemicu timbulnya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Manajemen biasanya lebih suka untuk menginvestasikan lagi dana tersebut pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan. Disisi lain, pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sehingga akan meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham. *Free cash flow* memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian diatas juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Supriadi (2022) bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang.

2.4 Kerangka Pemikiran



Gambar 2. 1
KERAINGKAI PEMIKIRAIN

2.5 Hipotesis Penelitian

Sehubungan dengan hasil penelitian terdahulu dan teori yang sudah dijelaskan diatas, maka penelitian ini dapat menggunakan hipotesis berikut :

H1 : Terdapat pengaruh *sales growth* terhadap kebijakan utang.

H2 : Terdapat pengaruh biaya agensi terhadap kebijakan utang.

H3 : Terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang.

H4 : Terdapat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang.