

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini tentu tidak lepas dari penelitian-penelitian terdahulu yang telah dilakukan. Penelitian yang akan dilakukan memiliki keterkaitan yang sama beserta persamaan maupun perbedaan dalam objek yang akan diteliti.

1. Aries Veronica (2020)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh risiko bisnis, kebijakan dividen, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan perusahaan dan tangibilitas terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah kebijakan utang sebagai variabel dependen dan risiko bisnis, kebijakan dividen, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan perusahaan dan tangibilitas sebagai variabel independen. Sampel yang digunakan adalah 28 perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Metode pengumpulan data pada penelitian ini menggunakan metode dokumentasi dengan menggunakan data sekunder. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda. Hasil penelitian yang dilakukan adalah terdapat pengaruh simultan risiko bisnis, kebijakan dividen, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan perusahaan dan tangibilitas terhadap kebijakan utang.

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

- a. Sampel menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- b. Penggunaan pengujian hipotesis.
- c. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda
- e. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.
- f. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- g. Variabel independen diantaranya menggunakan risiko bisnis.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Penelitian terdahulu selain menggunakan risiko bisnis adalah menggunakan kebijakan dividen, tangibilitas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan perusahaan sebagai variabel independen sedangkan penelitian sekarang menggunakan arus kas bebas, *non-debt tax shield*, set peluang investasi sebagai variabel independen.
- b. Sampel, dalam penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2013-2017 sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel pada periode 2015-2019.

2. **Ria Nurdania dan Ika Yustina 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 perusahaan dan arus kas bebas sebagai variabel independen, kebijakan utang sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan adalah 15 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2015-2018. Teknik pengambilan sampel adalah menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi dengan menggunakan data sekunder. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas, kebijakan dividen, struktur aset, dan arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang sedangkan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

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

- a. Variabel independen diantaranya menggunakan arus kas bebas dan struktur aset.
- b. Penggunaan pengujian hipotesis.
- c. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- d. Sampel menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- e. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- f. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda
- g. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Sampel, dalam penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2018 sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel pada periode 2015-2019.
- b. Penelitian terdahulu dalam penelitiannya tidak menggunakan variabel *non-debt tax shield*, risiko bisnis dan set peluang investasi sebagai variabel independen, sedangkan penelitian sekarang memakai variabel tersebut.

3. **Ulfi Nihayah Fitriyani dan Muhammad Khafid (2019)**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan arus kas bebas terhadap kebijakan utang dengan profitabilitas sebagai moderasi. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan arus kas bebas sebagai variabel independen, kebijakan utang sebagai variabel dependen dan profitabilitas sebagai variabel moderasi. Sampel yang digunakan adalah 41 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2016. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah menggunakan metode *purposive sampling*. Metode pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi dengan data sekunder. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi moderasi. Hasil penelitiannya adalah kepemilikan institusional dan kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Selain itu, profitabilitas tidak dapat

memoderasi pengaruh yang signifikan antara kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan arus kas bebas terhadap kebijakan utang.

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

- a. Variabel independen diantaranya menggunakan arus kas bebas.
- b. Penggunaan pengujian hipotesis.
- c. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- d. Sampel menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- e. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- f. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.

Perbedaan antara penelitian sekarang dan penelitian terdahulu terletak pada:

- a. Dalam penelitian terdahulu menggunakan variabel moderasi yaitu profitabilitas sedangkan peneliti sekarang tidak menggunakan variabel moderasi.
- b. Dalam penelitian terdahulu selain arus kas bebas menggunakan variabel kepemilikan institusional dan kebijakan dividen sedangkan penelitian sekarang menggunakan struktur aset, *non-debt tax shield*, risiko bisnis dan set peluang investasi sebagai variabel independen.
- c. Periode sampel yang digunakan berbeda, penelitian terdahulu adalah pada periode 2014-2016 sedangkan sekarang pada periode 2015-2019.

- d. Teknik analisis data pada penelitian terdahulu menggunakan teknik analisis regresi moderasi sedangkan sekarang menggunakan regresi linier berganda.

4. Anisa Nurfitriana dan Fachrurrozie (2018)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh risiko bisnis, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang dengan profitabilitas sebagai pemoderasi pada subsektor industri manufaktur barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2012-2016. - Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah risiko bisnis, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan sebagai variabel independen dan kebijakan utang sebagai variabel dependen serta profitabilitas sebagai variabel moderasi. Sampel yang digunakan adalah 21 perusahaan subsektor industri manufaktur barang konsumsi periode 2012-2016. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi moderasi (MRA) . Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa risiko bisnis, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak memengaruhi kebijakan utang. Profitabilitas dapat memperkuat risiko bisnis terhadap kebijakan utang. Profitabilitas dapat memperkuat pertumbuhan perusahaan hingga kebijakan utang. Profitabilitas gagal memoderasi ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang.

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

- a. Variabel independen menggunakan risiko bisnis.
- b. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- c. Penggunaan pengujian hipotesis.
- d. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- e. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.

Perbedaan antara penelitian yang sekarang dan penelitian yang terdahulu terletak pada:

- a. Dalam penelitian terdahulu sampel yang digunakan adalah perusahaan subsektor industri manufaktur barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2016, sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel seluruh sektor pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019.
- b. Penelitian terdahulu menggunakan ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan sebagai variabel independen tambahan sedangkan penelitian sekarang menggunakan arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset dan set peluang investasi.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan profitabilitas sebagai variabel moderasi, sedangkan penelitian sekarang tidak menggunakan variabel moderasi.
- d. Penelitian terdahulu menggunakan teknik analisis regresi moderasi (MRA) sedangkan penelitian sekarang menggunakan analisis regresi linier berganda.

5. Laela Lanjarsih dan InangWijayanti (2018)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, aset berwujud, *non-debt tax shield*, dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah profitabilitas, likuiditas, aset berwujud, *non-debt tax shield*, dan pertumbuhan penjualan dan struktur modal sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan adalah 12 perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI periode 2013-2015. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan menggunakan metode dokumentasi sebagai metode pengambilan data. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi panel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial variabel profitabilitas dengan *return on asset* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, likuiditas signifikan negatif terhadap struktur modal, aset berwujud tidak berpengaruh terhadap struktur modal, variabel *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, dan variabel pertumbuhan penjualan negatif signifikan terhadap struktur modal.

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

- a. Variabel independen diantaranya menggunakan *non-debt tax shield*
- b. Penggunaan pengujian hipotesis.
- c. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.

- e. Variabel dependen menggunakan struktur modal yang diukur dengan menggunakan proksi *debt to equity ratio* (DER).

Perbedaan antara penelitian yang sekarang dan penelitian yang terdahulu terletak pada:

- a. Dalam penelitian terdahulu menggunakan profitabilitas, likuiditas, aset berwujud, dan pertumbuhan penjualan sebagai variabel independen tambahan sedangkan dalam penelitian terdahulu menggunakan arus kas bebas, struktur aset, risiko bisnis dan set peluang investasi.
- b. Penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI periode 2013-2015, sedangkan penelitian sekarang menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan teknik analisis regresi panel sedangkan penelitian sekarang menggunakan regresi linier berganda.

6. **Netti Ratnasari (2017)**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh ukuran perusahaan, struktur aset, *non-debt tax shield* (NDT), pertumbuhan penjualan dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah ukuran perusahaan, struktur aset, *non-debt tax shield* (NDT), pertumbuhan penjualan dan kebijakan dividen dan kebijakan utang sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan adalah 84 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2015. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*

dengan menggunakan metode dokumentasi sebagai metode pengambilan data. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, struktur aset, *non-debt tax shield* (NDT), pertumbuhan penjualan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang.

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

- a. Variabel independen diantaranya menggunakan *non-debt tax shield* dan struktur aset.
- b. Penggunaan pengujian hipotesis.
- c. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.
- e. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- f. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda.
- g. Menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Perbedaan antara penelitian yang sekarang dan penelitian yang terdahulu terletak pada:

- a. Dalam penelitian terdahulu menggunakan ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan dan kebijakan dividen sebagai variabel independen tambahan sedangkan dalam penelitian terdahulu menggunakan arus kas bebas, risiko bisnis dan set peluang investasi.
- b. Penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2015, sedangkan penelitian sekarang

menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019.

7. Soraya dan Meiryanand Peramanasari (2017)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh *non-debt tax shield*, *tangibility*, profitabilitas, pertumbuhan, ukuran, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, risiko bisnis dan set peluang investasi yang ditetapkan pada kebijakan utang. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah *non-debt tax shield*, *tangibility*, profitabilitas, pertumbuhan, ukuran, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, risiko bisnis dan set peluang investasi sebagai variabel independen, dan kebijakan utang sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan adalah 33 perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2010-2013. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan menggunakan metode dokumentasi sebagai metode pengambilan data. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda. Hasil penelitian *non-debt tax shield*, *tangibility*, profitabilitas, pertumbuhan ukuran, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang. Variabel independen lainnya seperti kepemilikan manajerial, risiko bisnis, dan set peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

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

- a. Variabel independen diantaranya menggunakan *non-debt tax shield*, risiko bisnis dan set peluang investasi.
- b. Penggunaan pengujian hipotesis.
- c. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.
- e. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- f. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda

Perbedaan antara penelitian yang sekarang dan penelitian yang terdahulu terletak pada:

- a. Dalam penelitian terdahulu menggunakan profitabilitas, tangibility, pertumbuhan, ukuran, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen sebagai variabel independen tambahan sedangkan dalam penelitian terdahulu menggunakan arus kas bebas dan struktur aset.
- b. Penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode 2010-2013, sedangkan penelitian sekarang menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019.

8. Ni Made Dhyana Intan Prathiwi dan I Putu Yadnya (2017)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh dari *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas terhadap kebijakan utang. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah *free cash flow*, struktur aset, risiko

bisnis dan profitabilitas sebagai variabel independen, kebijakan utang sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan adalah 23 perusahaan pada sektor *property dan real estate* yang terdaftar di BEI periode 2009-2013. Teknik pengambilan sampel adalah menggunakan metode *purposive sampling* dan melalui observasi *non-participant*. Metode pengambilan data adalah menggunakan dokumentasi. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa *free cash flow*, risiko bisnis dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Sementara variabel struktur aset tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang. *Free cash flow* dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang, risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang dan struktur aset berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan utang.

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

- a. Penggunaan pengujian hipotesis.
- b. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.
- c. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- d. Variabel independen diantaranya menggunakan arus kas bebas, risiko bisnis dan struktur aset.
- e. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- f. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda

Perbedaan antara penelitian yang sekarang dan penelitian yang terdahulu terletak pada:

- a. Dalam penelitian terdahulu menggunakan profitabilitas sebagai variabel indepenen tambahan, sedangkan dalam penelitian sekarang menggunakan *non-debt tax shield* dan set peluang investasi.
- b. Sampel yang digunakan berbeda, penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2009-2013, sedangkan penelitian sekarang menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2015-2019.

9. Bertha Andriella (2015)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh set kesempatan investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, laba ditahan, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, *retained earning*, dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan kebijakan utang sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan adalah 97 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2012-2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Metode pengambilan data dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa set kesempatan investasi tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang, pertumbuhan perusahaan tidak

berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang, struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang, laba ditahan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang, dan kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang.

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

- a. Variabel independen diantaranya menggunakan set peluang investasi dan struktur aset.
- b. Penggunaan pengujian hipotesis.
- c. Sampel menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- d. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- e. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- f. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.
- g. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian yang sekarang dan penelitian yang terdahulu terletak pada:

- a. Dalam penelitian terdahulu perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2014, sedangkan sekarang pada periode 2015-2019.
- b. Dalam penelitian terdahulu selain set peluang investasi dan struktur aset, mereka menggunakan pertumbuhan perusahaan, *retained earning* dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen, sedangkan penelitian sekarang memakai arus kas bebas, *non-debt tax shield* dan risiko bisnis sebagai variabel independen.

10. **Muhammad Fahmi dan Rahmawati Hanny Yustrianthe (2015)**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan utang pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2013. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah *insider ownership*, struktur aset, ukuran perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas sebagai variabel independen, serta kebijakan utang sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan adalah 34 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013. Teknik pengambilan data yang digunakan adalah *purposive sampling*. Metode pengambilan data yang digunakan adalah metode dokumentasi. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial struktur kepemilikan insider, sekumpulan peluang investasi, struktur aset, dan arus kas bebas. tidak memengaruhi kebijakan utang. Hanya ukuran perusahaan dan sebagian memengaruhi kebijakan utang profitabilitas. Struktur kepemilikan orang dalam, seperangkat peluang investasi, struktur aset, ukuran perusahaan, arus kas bebas dan profitabilitas secara simultan memengaruhi kebijakan utang.

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

- a. Variabel independen diantaranya menggunakan arus kas bebas dan struktur aset.
- b. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- c. Penggunaan pengujian hipotesis.

- d. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- e. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.
- f. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian yang sekarang dan penelitian yang terdahulu terletak pada:

- a. Penelitian terdahulu menggunakan *insider ownership*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas sebagai variabel independen tambahan, sedangkan dalam penelitian terdahulu menggunakan *non-debt tax shield*, risiko bisnis dan set peluang investasi sebagai variabel independen tambahan.
- b. Dalam penelitian terdahulu memakai sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2013 sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019.

11. Megawati dan Suci Kurnia (2015)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kepemilikan orang dalam, set kesempatan investasi, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis terhadap kebijakan utang perusahaan pada properti dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah *insider ownership*, *investment opportunity set*, *firm growth* dan risiko bisnis sebagai variabel independen, serta kebijakan utang sebagai variabel dependen. Sampel yang digunakan adalah 68 perusahaan property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013. Teknik pengambilan data yang digunakan adalah *purposive sampling*. Metode pengambilan data yang digunakan adalah

metode dokumentasi. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa: 1) Insider Ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan pada *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia, 2) Set kesempatan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan pada *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia, 3) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan pada *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia, 4) Risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan pada *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia.

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

- a. Variabel independen diantaranya menggunakan set peluang investasi dan risiko bisnis.
- b. Variabel dependen menggunakan kebijakan utang.
- c. Penggunaan pengujian hipotesis.
- d. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*.
- e. Menggunakan metode dokumentasi untuk metode pengumpulan data.
- f. Teknik analisis data menggunakan regresi linier berganda.

Perbedaan antara penelitian yang sekarang dan penelitian yang terdahulu terletak pada:

- a. Penelitian terdahulu menggunakan *insider ownership* dan ukuran perusahaan sebagai variabel independen tambahan, sedangkan dalam

penelitian sekarang menggunakan arus kas bebas, *non-debt tax shield* dan struktur aset sebagai variabel independen tambahan.

- b. Dalam penelitian terdahulu memakai sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2013 sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019.



Tabel 2.1
MATRIKS PENELITIAN TERDAHULU

No.	Nama Peneliti	Tahun	RB	SA	AKB	NDTS	SPI
1.	Aries Veronica	2020	TB				
2.	Ria Nurdania dan Ika Yustina Rahmawati	2020		B-	TB		
3.	Ufi Nihayah F. dan Muhammad Khafid	2019			B+		
4.	Anisa Nurfitriana dan Fachrurrozie	2018	TB				
5.	Laila Lanjarsih dan Inunge Wijayanti	2018				TB	
6.	Netti Ratnasari	2017		B		B-	
7.	Soraya dan Meiryanand Permanasari	2017	TB			B	TB
8.	Ni Made Dhyana Intan Prathiwi dan I Putu Yadnya	2017	B-	TB	B+		
9.	Bertha Andriella	2015		B+			TB
10.	Muhammad Fahmi dan Rahmawati Hanny Yustrianthe	2015		TB	TB		TB
11.	Megawati dan Suci Kurnia	2015	B-				B+

Keterangan:

B : Berpengaruh

TB : Tidak Berpengaruh

RB : Risiko Bisnis

SA : Struktur Aset

AKB : Arus Kas Bebas

NDTS : *Non-Debt Tax Shield*

SPI : Set Peluang Investasi

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Agency Theory

Jensen dan Meckling adalah yang pertama kali mengungkapkan mengenai teori keagenan. *Agency theory* mengatur hubungan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara agen dengan prinsipal, dimana manajer sebagai agen dan

pemegang saham sebagai prinsipal. Agen diberikan mandat oleh prinsipal untuk menjalankan bisnis demi kepentingan prinsipal, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham. Sedangkan manajer memiliki kepentingan sendiri yaitu bertambahnya kesejahteraan para manajer dengan berorientasi pada gaji dan komisi. Kondisi ini menunjukkan masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory*, yaitu adanya konflik kepentingan (Affandi, 2015: 7).

Di perusahaan besar, konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer bisa terjadi dalam menentukan keputusan pendanaan. Dalam keputusan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dengan utang dibandingkan dengan menerbitkan saham baru, sebaliknya, manajer tidak menginginkan pendanaan dengan utang. Manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan pemegang saham, untuk itu diperlukan biaya pengawasan. Kegiatan pengawasan yang dilakukan memerlukan biaya keagenan. Biaya keagenan digunakan untuk mengontrol semua aktivitas yang dilakukan manajer sehingga manajer dapat bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual antara kreditor dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Affandi, 2016: 19). Upaya perusahaan dalam mengurangi biaya keagenan biasanya dengan meningkatkan pendanaan dengan utang (Mayangsari dalam Indahningrum dan Handayani, 2009) (Setiana dan Sibagariang, 2013). Utang memiliki pengaruh yang penting terhadap konflik agensi dan pihak debitur dapat mengawasi suatu perusahaan dengan tingkat utang tinggi.

2.2.2. *Pecking Order Theory*

Penamaan *Pecking Order Theory* dilakukan oleh Stewart C. Myers tahun 1984. Myer dan Majluf mengemukakan bahwa tindakan-tindakan *pecking order theory*, yaitu suatu urutan keputusan perusahaan dalam pendanaan. Menurut Husnan (2010: 324), disebut sebagai *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Brealey, Myers & Marcus (2008), dalam Harianti (2016: 3) menyatakan bahwa perusahaan menyukai pendanaan internal dari pendanaan eksternal. Jika dibutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan lebih suka menggunakan utang dari pada menerbitkan saham baru.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut karena perusahaan memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Hidayat, 2013). Teori ini mendasarkan pada adanya informasi asimetris. Informasi asimetris adalah dasar dari timbulnya *pecking order theory*. Hal ini akan memengaruhi manajemen dalam mempertimbangkan pemilihan penggunaan dana internal perusahaan atau dana eksternal, dan memilih penggunaan utang baru atau penerbitan saham baru (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012).

2.2.3 *Trade off Theory*

Trade off theory pertama kali diperkenalkan pada tahun 1953 oleh Modigliani dan Miller. Menurut Hanafi (2016: 313), teori *trade off* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berfikir dalam kerangka *trade off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal. Teori *trade off* disebut sebagai teori pertukaran *leverage*, di mana perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan (Brigham & Houston, 2011: 183). Dalam *trade off theory* peningkatan utang yang terlalu banyak akan menimbulkan peningkatan risiko yaitu *financial distress*. Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2015: 282), *trade off theory* menjelaskan bahwa pengguna utang tidak hanya memberi manfaat tetapi juga ada pengorbanannya. Manfaat penggunaan utang berasal dari penghematan pajak tetapi juga dapat memunculkan biaya kebangkrutan yang terdiri dari *legal fee* dan *distress price*. Kemungkinan terjadinya kebangkrutan akan semakin besar apabila perusahaan menggunakan utang yang semakin besar. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan, dan semakin besar biaya kebangkrutan, maka semakin enggan perusahaan menggunakan utang yang banyak. Karena itu biaya kebangkrutan menahan perusahaan menggunakan utang pada tingkat yang berlebihan (Brigham dan Houston, 2013).

2.2.4 *Kebijakan Utang*

Kebijakan utang merupakan salah satu keputusan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal (Nabel, 2012). Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber

pembiayaan dari luar perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menyatakan bahwa kebijakan utang atau *debt policy* adalah keputusan perusahaan untuk memperoleh dana dari pihak ketiga untuk melakukan investasi. Definisi lain kebijakan utang adalah total liabilitas jangka panjang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai operasionalnya (Yeniatie dan Destriana, 2010).

Pembiayaan dengan menggunakan utang memiliki beberapa keunggulan dan kelemahan. Utang memiliki dua keunggulan penting dalam membiayai investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pertama, bunga yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak, yang selanjutnya akan menurunkan biaya efektif utang tersebut. Kedua, kreditor akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah tetap, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan baik (Solikahan dkk, 2013). Sementara kelemahan pembiayaan dengan menggunakan utang adalah (1) Semakin tinggi rasio utang semakin tinggi pula resiko perusahaan, sehingga suku bunganya mungkin akan lebih tinggi, (2) Apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutup kekurangan itu, dan perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup. Menurut *trade of theory*, semakin besar proporsi utang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan sehingga perusahaan harus berhati-hati dalam menggunakan kebijakan utang (Gusti, 2013). Kebijakan utang dapat dihitung dengan menggunakan rumus *debt to equity ratio*

(DER) yaitu dengan membagi total liabilitas dengan ekuitas (Megawati dan Suci, 2015).

$$DER = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Debt to equity ratio (DER) menunjukkan sampai sejauh mana modal perusahaan dapat menutupi atau membayar utang kepada pihak luar. Semakin rendah DER menunjukkan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya.

2.2.5 Arus Kas Bebas

Menurut Smith & Kim (1994), dalam Gusti (2013: 7) arus kas bebas inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan atau konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Ketika arus kas bebas tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan arus kas bebas tersebut sehingga terjadi *inefisiensi* dalam perusahaan atau akan menginvestasikan arus kas bebas dengan return yang kecil. Perusahaan yang memiliki arus kas besar/tinggi akan memonitor perilaku manajer dalam melakukan investasi dengan menambah utang, sehingga manajer tidak akan membuang-buang kas bebas perusahaan untuk investasi yang tidak menguntungkan. Setiana dan Sibagariang (2013) menyatakan bahwa arus kas bebas dapat digunakan untuk membayar utang, pembelian kembali saham, pembayaran dividen atau disimpan untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan masa mendatang.

Walau dinamakan arus kas bebas tetapi perusahaan tidak harus menggunakan kas ini dengan bebas karena kas ini merupakan satu sumber dana yang dapat digunakan untuk melancarkan kegiatan operasional perusahaan di

masa depan. Perusahaan dengan tingkat FCF yang rendah akan mempunyai level utang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan utang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost*. Semakin besar arus kas bebas perusahaan maka akan mempunyai level utang yang tinggi. Sebaliknya semakin kecil arus kas bebas maka level utang perusahaan akan rendah, karena perusahaan tidak menggunakan penambahan utang investasi, Astuti & Nurlaelasari (2013) dalam Harianti (2016:5). Sehingga dapat disimpulkan, adanya kenaikan dari FCF menunjukkan adanya kenaikan pada penggunaan utang. Sebaliknya, adanya penurunan nilai FCF menandakan penurunan pada penggunaan utang. Arus kas bebas (FCF) dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Ross dkk, 1999 dalam Affandi, 2015):

$$FCF_{it} = \frac{AKO_{it} - PM_{it} - MKB_{it}}{\text{Total Aset}}$$

2.2.6 *Non-Debt Tax Shield*

Manfaat utang adalah bunga utang yang bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Tetapi untuk mengurangi pajak, perusahaan bisa menggunakan cara lain, seperti depresiasi (biaya tetap non bunga). *Non-debt tax shield* merupakan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang (Mas'ud, 2008 dalam Umar, 2016: 20). Penghematan pajak selain dari pembayaran bunga akibat penggunaan utang juga berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. Oleh sebab itu, perusahaan yang memiliki jumlah aset tetap yang tinggi akan memperoleh keuntungan pajak yaitu berupa biaya depresiasi atau penyusutan yang tinggi pula sehingga dapat menekan penggunaan dana eksternal. Dengan demikian bisa dibuat prediksi bahwa

perusahaan dengan NDT tinggi, maka perusahaan tidak perlu menggunakan utang tinggi atau perusahaan. Adanya kenaikan dari NDTS menunjukkan adanya penurunan penggunaan utang. Sebaliknya, adanya penurunan NDTS menandakan kenaikan penggunaan utang. *Non-debt tax shield* diukur dengan menggunakan skala rasio. Rumus yang digunakan dalam penelitian ini sesuai dengan yang digunakan oleh Thian (2012) sebagai berikut :

$$\text{NDTS} = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Aset}}$$

2.2.7 Struktur Aset

Struktur aset adalah aset perusahaan yang dapat dijamin oleh perusahaan kepada kreditor. Menurut Brigham & Houston (2011: 188) dalam Ryan dan Willy (2014), struktur aset adalah sebuah jaminan perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan dalam menggunakan utang. Menurut Brigham dan Houston (2011: 188) perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang karena kreditor akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan. Struktur aset perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar (Fatma dkk, 2011) & (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012), Lim (2012) menyatakan bahwa perusahaan dengan proporsi aset tetap yang tinggi memiliki kemampuan yang lebih besar untuk melunasi utangnya, sehingga memiliki lebih banyak kesempatan untuk memperoleh utang. Hal ini dikarenakan karena aset tetap yang ada dapat digunakan sebagai jaminan utang oleh perusahaan. Adanya kenaikan dari aset tetap atau jaminan yang tinggi

menunjukkan adanya kenaikan pada penggunaan utang. Sebaliknya, adanya penurunan aset tetap atau jaminan yang rendah menandakan penurunan pada penggunaan utang (sedikit menggunakan utang). Junaidi (2013) struktur aset merupakan perbandingan antara total aset tetap bersih yang dapat digunakan sebagai jaminan utang, dengan total aset. Struktur aset dapat dihitung dengan rumus (Showalter, 1999 dalam Arfan dan Maywindlan, 2013):

$$\text{Struktur Aset} = \frac{\text{Total Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

2.2.8 Risiko Bisnis

Perusahaan memiliki sejumlah risiko yang didapat langsung akibat dari jenis usaha dari perusahaan tersebut, hal inilah yang dimaksud dengan risiko bisnis. Risiko bisnis juga menentukan keputusan tentang kebijakan utang yang akan diambil perusahaan. Berdasarkan pengertian risiko menurut Brigham dan Houston (2011; 157) adalah seberapa berisiko saham perusahaan jika perusahaan tidak mempergunakan utang. Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Semakin rendah risiko bisnis perusahaan, semakin tinggi rasio utang. Sedangkan perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi cenderung memiliki utang yang rendah, karena perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menghindari penggunaan utang dalam mendanai perusahaan, karena dengan menggunakan utang risiko likuiditas perusahaan akan semakin meningkat (Yeniatie, 2010). Peningkatan dari risiko bisnis menunjukkan adanya penurunan penggunaan utang (utang semakin rendah). Sebaliknya, adanya penurunan risiko bisnis menandakan peningkatan terhadap penggunaan utang. Risiko bisnis dihitung dengan di *proxy* menggunakan standar

deviasi dari EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) dibanding dengan total aset menurut Mulianti (2010), risiko bisnis bisa dirumuskan sebagai berikut :

$$BRISK = \frac{EBIT}{\text{Total Aset}}$$

2.2.9 Set Peluang Investasi

Menurut Putri (2013) set peluang investasi menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Set peluang investasi (IOS) juga menentukan sebuah kebijakan utang yaitu tersedianya aset riil, dan memiliki peluang dan kesempatan untuk investasi di masa depan, sehingga terjadi kombinasi diantara kedua hal tersebut, lalu menghasilkan set kesempatan investasi (IOS). Perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari modal sendiri atau ekuitas daripada utang. Set peluang investasi juga dipengaruhi oleh seberapa besar utang yang digunakan dalam struktur modal. Secara logika, perusahaan yang banyak melakukan pembiayaan dengan utang, tidaklah sehat. Utang yang besar akan memberikan dampak negatif pada nilai perusahaan (Ogolmagai, 2013). Jika pertumbuhan perusahaan menggunakan sumber biaya dari utang, manajer tidak dapat melakukan investasi secara optimal, karena kreditur akan memperoleh hak klaim pertama kali atas arus kas dari hasil investasi tersebut. Sehingga dapat disimpulkan, bahwa adanya kenaikan dari MBVA menunjukkan adanya penurunan pada penggunaan utang karena menggunakan modal sendiri. Sebaliknya, adanya penurunan MBVA menandakan kenaikan pada penggunaan utang dan penurunan pada penggunaan modal sendiri. Penelitian ini menggunakan

proksi *market to book value of asset* (MBVA) untuk mengukur variabel IOS.

MBVA dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$MBVA = \frac{(\text{Tot. Aset} - \text{Tot. Ekuitas}) + (\sum \text{Saham yang Beredar} \times \text{Harga Penutupan})}{\text{Total Aset}}$$

2.2.10 Hubungan Antar Variabel

1. Pengaruh Arus Kas Bebas (X_1) terhadap Kebijakan Utang (Y)

Arus kas bebas bagi perusahaan merupakan gambaran dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi setelah dikurangi biaya operasional dan pengeluaran lainnya. Pada *agency theory* dijelaskan bahwa adanya kemungkinan bahwa kepentingan manajemen bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Perbedaan kepentingan ini akan menimbulkan konflik yang disebut dengan masalah agensi (Tjeleni, 2013). Perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi cenderung akan meningkatkan utang perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan yang akan terjadi apabila perusahaan memiliki arus kas yang tinggi. Maka dengan adanya utang maka manajer tidak akan melakukan tindakan oportunistik terhadap arus kas yang tersedia, karena harus memikirkan dana untuk membayar beban bunga dan biaya pinjaman pokok dari utang tersebut (Affandi, 2015: 69).

Dari timbulnya masalah agensi maka biaya yang lebih akan dibutuhkan karena munculnya *agency cost* yang disebabkan oleh sistem pengawasan tersebut. Terdapat beberapa alternatif untuk mengurangi biaya agensi yaitu salah satunya adalah melalui peningkatan utang, peningkatan utang akan menurunkan konflik agensi dan menurunkan *excess cash flow*

yang ada dalam perusahaan yang dapat membatasi kemungkinan pemborosan dana oleh manajer. Hubungan arus kas bebas dengan kebijakan utang adalah semakin tinggi arus kas bebas maka perusahaan dapat menggunakan level utang yang tinggi pula dan akan menurunkan *agency cost* dan sebaliknya semakin kecil arus kas bebas maka level utang perusahaan akan rendah, karena perusahaan tidak menggunakan penambahan utang investasi (Harianti, 2016: 5). Hal tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Gusti (2013) dan Susilawati, Agustina dan Tin (2012) yang menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang.

2. Pengaruh *Non-Debt Tax Shield* (X_2) terhadap Kebijakan Utang (Y)

Non-debt tax shield (NDT) diperoleh dalam bentuk berkurangnya pajak karena adanya depresiasi aset tetap. Dengan demikian semakin besar aset tetap yang dimiliki, maka biaya depresiasi semakin besar dan pembayaran pajak semakin kecil. Biaya depresiasi tersebut lebih disukai manajemen untuk menekan penggunaan utang perusahaan (Umam, 2016: 61). Biaya depresiasi tersebut secara umum lebih disukai oleh manajemen untuk digunakan sebagai sumber dana internal, terutama ketika biaya tersebut besar sehingga manajemen dapat menekan penggunaan dana eksternal (Lestari, 2014).

Teori *trade-off* menyebutkan ada pertimbangan kerugian dan keuntungan ketika melakukan pendanaan. Penggunaan utang yang tinggi akan memberikan perlindungan berupa beban bunga utang yang dapat

digunakan sebagai *tax shield* atau pengurang laba pajak. Liem, dkk. (2013) menjelaskan *tax shield* sebagai indikator dari *non-debt tax shield* menunjukkan besarnya biaya non kas. Hidayat (2013) menjelaskan bahwa *non-debt tax shield* menyebabkan penghematan pajak yang bukan berasal dari penggunaan utang tetapi dapat digunakan untuk mengurangi utang, yaitu melalui depresiasi dan *investment tax credit*.

Berdasarkan *packing order theory* perusahaan menyukai pendanaan internal, karena perusahaan yang memiliki *non-debt tax shield* yang besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki cadangan dana internal yang besar. Demikian bisa dibuat prediksi bahwa perusahaan dengan *non-debt tax shield* tinggi, maka perusahaan tidak perlu menggunakan utang tinggi, ada hubungan negatif antara keduanya. Penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2014) menghasilkan bahwa *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Hastalona (2013), Thian (2012) dan Tiwari dan Kristinankutty (2010) menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

3. Pengaruh Struktur Aset (X_3) terhadap Kebijakan Utang (Y)

Istilah *collateral* juga digunakan untuk aset yang dijamin untuk utang (Ross dkk, 2013). Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan yang mempunyai struktur aset tidak fleksibel. Boot dkk, (2001) dalam Fatma

dkk, (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aset tetap lebih banyak mampu untuk menerbitkan utang lebih besar. Aset tetap bisa dipergunakan untuk jaminan dan mengurangi risiko kreditur dalam memberikan pinjaman utang. Bila perusahaan tidak dapat melunasi kewajiban utang, maka aset akan menjadi jaminan dengan cara dijual oleh pihak kreditur sebagai pelunasan (Susanto, 2011).

Semakin tinggi jaminan maka akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Teori keagenan menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan utang dengan melakukan jaminan pinjaman kepada pihak lain untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen. Semakin tinggi aset tetap maka semakin tinggi tingkat penggunaan utang yang dilakukan sebagai pengawasan terhadap manajemen. Sebaliknya, semakin rendah aset tetap maka semakin rendah tingkat penggunaan utang. Struktur aset perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah yang besar (Susanti & Mayangsari, 2014). Hal tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Steven dan Lina (2011), Surya dan Rahayuningsih (2012), Yenieatie dan Destriana (2010) yang menyatakan bahwa struktur aset memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang.

4. Pengaruh Risiko Bisnis (X₄) terhadap Kebijakan Utang (Y)

Perusahaan memiliki sejumlah risiko yang didapat langsung akibat dari jenis usaha perusahaan tersebut, hal inilah yang dimaksud dengan

risiko bisnis (Sujarweni, 2015: 206). Risiko merupakan bentuk keadaan ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi nantinya dengan keputusan yang diambil berdasarkan berbagai pertimbangan pada saat ini. Risiko bisnis mewakili tingkat risiko dari operasi perusahaan di masa datang yang tidak menggunakan utang (Fahmi, 2010: 449). Semakin besar risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki utang yang kecil. Perusahaan yang memiliki risiko tinggi cenderung kurang dapat menggunakan utang yang besar, seperti yang telah dijelaskan dalam *trade off theory* yang pada intinya menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan utang, bahwa semakin banyak utang semakin tinggi beban biaya kebangkrutan atau risiko yang ditanggung perusahaan.

Risiko bisnis yang tinggi akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk memperoleh pinjaman karena perusahaan tidak akan sanggup dalam menanggung beban tetap dari utang. Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan utang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan utang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utang mereka. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Alzomaia (2014), Wimelda dan Marlinah (2013), dan Murtiningtyas (2012) menyatakan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang.

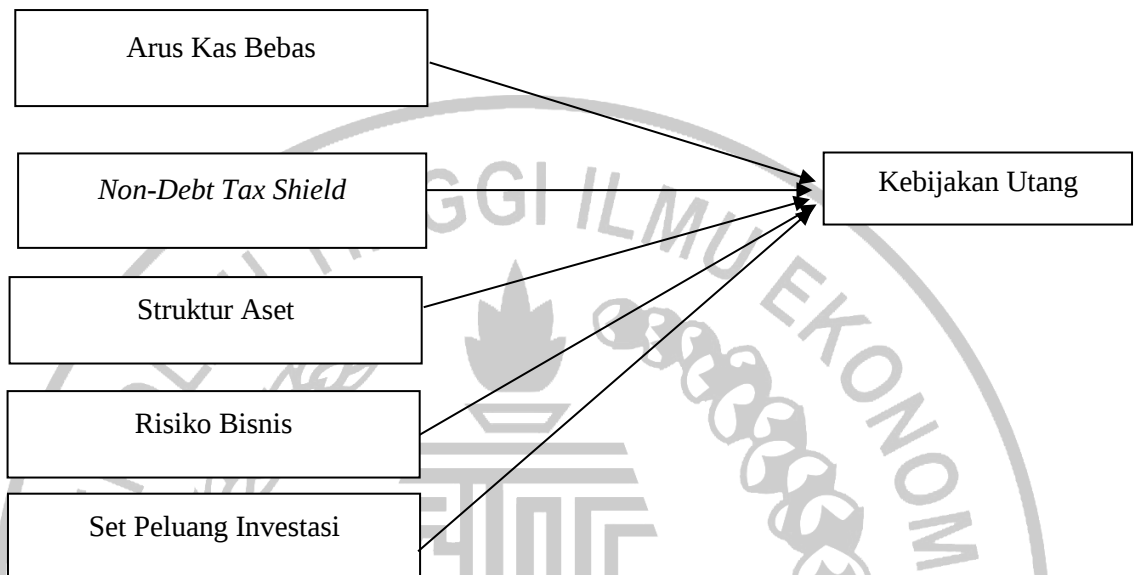
5. Pengaruh Set Peluang Investasi (X_5) terhadap Kebijakan Utang (Y)

Menurut Myers (1997) dalam Pasaman (2013), set peluang investasi (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aset yang dimiliki dan pilihan pertumbuhan dimasa yang akan datang. Teori set peluang investasi berkaitan dengan keputusan pendanaan yang telah dilakukan perusahaan (Susanto, 2011). Perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi menunjukkan bahwa dana internal perusahaan tersebut lebih dari cukup untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan sehingga dana eksternal tidak diperlukan. Hal ini terjadi jika pertumbuhan perusahaan menggunakan sumber biaya dari utang, manajer tidak dapat melakukan investasi secara optimal, karena kreditur akan memperoleh hak klaim pertama kali atas arus kas dari hasil investasi tersebut.

Semakin tinggi IOS dapat menyebabkan kebijakan utang menjadi semakin rendah. Peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada peluang investasi. Perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi, lebih cenderung menggunakan sumber pendanaan internal untuk mendanai aktivitas operasional perusahaan daripada harus melakukan pinjaman atau utang yang mengandung risiko. Menurut teori *pecking order* terdapat urutan pendanaan dalam suatu perusahaan dan yang menjadi pilihan pertama adalah perusahaan tersebut adalah menggunakan pendanaan internal sehingga utang akan menurun. Penelitian mengenai pengaruh set peluang investasi pada kebijakan utang dilakukan oleh Fitriyah dan Hidayad (2011) dan juga oleh Surya dan Rahayuningsih (2012), dalam

hasil penelitian tersebut membuktikan bahwa set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan utang.

2.3 Kerangka Pemikiran



Gambar 2.1
KERANGKA PEMIKIRAN

2.4 Hipotesis Penelitian

Dari penjelasan dan hasil penelitian diatas, hipotesis yang diajukan adalah :

H_1 : Arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang.

H_2 : *Non-debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan utang.

H_3 : Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang.

H_4 : Risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang.

H_5 : Set peluang investasi berpengaruh pada kebijakan utang.

