

**PENGARUH ARUS KAS BEBAS, *NON-DEBT TAX SHIELD*,
STRUKTUR ASET, RISIKO BISNIS, DAN SET PELUANG
INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN UTANG**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Program Studi Akuntansi



Oleh:

**DEA AYU KUSUMA WARDHANI
NIM : 2017310455**

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2021**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Dea Ayu Kusuma Wardhani
Tempat, Tanggal Lahir : Banyuwangi, 27 Agustus 1998
N.I.M : 2017310455
Program Studi : Akuntansi
Program Pendidikan : Sarjana
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan
Judul : Pengaruh Arus Kas Bebas, *Non-Debt Tax Shield*, Struktur Aset, Risiko Bisnis, dan Set Peluang Investasi terhadap Kebijakan Utang

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,
Tanggal:

Co. Dosen Pembimbing,
Tanggal:

(Dra. Gunasti Hudiwinarsih, Ak.,M.Si.)
NIDN: 0713115901

(Lufi Yuwana Mursita, S.E., M.Sc.)
NIDN: 0726109401

Ketua Program Studi Sarjana Akuntansi
Tanggal:

Dr. Nanang Shonhadji, SE, M.Si., Ak., CA.

THE EFFECT OF FREE CASH FLOW, NON-DEBT TAX SHIELD, ASSET STRUCTURE, BUSINESS RISK, AND INVESTMENT OPPORTUNITY SET ON DEBT POLICY

Dea Ayu Kusuma Wardhani
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas Surabaya
E-mail: deaayukusumawardhani@gmail.com

ABSTRACT

Debt policy is a policy taken by management in order to obtain financing sources from outside the company so that it can be used to finance the company's operational activities. This study aims to determine the effect of free cash flow, non-debt tax shield, asset structure, business risk, and investment opportunity set on debt policy. This research was conducted at manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) 2015-2019. The number of samples used in this study were 82 manufacturing companies using purposive sampling technique. The analysis technique in this study uses multiple linear regression. Based on the results of the research conducted, it shows that the free cash flow, non-debt tax shield, and business risk have effect on debt policy. Meanwhile, the asset structure and investment opportunity set have no effect on debt policy.

Keywords: *Free Cash Flow, Non-Debt Tax Shield, Asset Structure, Business Risk, Investment Opportunity Set, and Debt Policy*

PENDAHULUAN

Salah satu tujuan utama dari perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan kemakmuran dari para pemilik atau pemegang saham. Peningkatan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan cara pengaturan kegiatan manajemen yang salah satunya melalui manajemen keuangan. Manajemen keuangan perusahaan berperan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan keputusan dalam menentukan kebijakan pendanaan yang tepat bagi perusahaan (Umar, 2016: 1). Untuk menambah modal sebagai sumber pendanaan diperoleh dari dua sumber

yaitu sumber dana internal dan eksternal. Dalam menjalankan kegiatan operasinya, setiap perusahaan pasti memerlukan berbagai kebutuhan terutama kebutuhan dana (Larasati, 2011). Ketika pendanaan internal mengalami kesulitan, pada kondisi tertentu ada kalanya perusahaan tidak dapat memenuhi kebutuhan dana bagi perusahaan untuk perkembangan usahanya. Oleh sebab itu, seorang manajer dituntut untuk mencari suatu alternatif yang tepat untuk memenuhi dana tersebut sehingga operasional perusahaan tetap berjalan lancar. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung

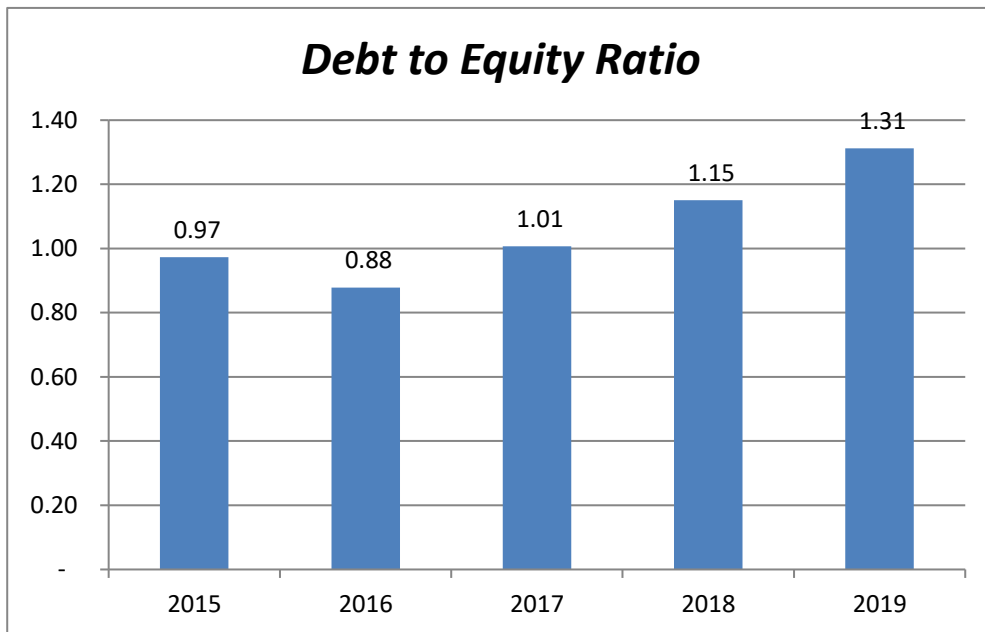
membutuhkan dana dari sumber eksternal yang lebih besar.

Kebijakan utang merupakan salah satu kebijakan pendanaan dalam perusahaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasionalnya (Trisnawati, 2016). Menurut Riyanto (2011: 98) kebijakan utang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan utang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar (utang). Perusahaan juga harus berhati-hati dalam menggunakan kebijakan utang tersebut karena 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 (Gusti, 2013). Di sisi lain, kebijakan utang merupakan salah satu keputusan penting yang harus diambil oleh manajer menyangkut keputusan pendanaan, karena keputusan tersebut akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga berdampak pada kemakmuran pemegang saham. Apabila manajer memilih utang sebagai sumber modal untuk mengelola perusahaan, maka diharapkan manajer dapat menggunakan modal secara optimal dan lebih berhati-hati dalam penggunaannya, karena penggunaan utang dalam jumlah yang besar akan menimbulkan risiko bagi perusahaan.

Banyaknya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mendorong terjadinya persaingan yang ketat antar perusahaan manufaktur. Perusahaan bersaing dalam meningkatkan laba perusahaan agar nilai perusahaan dapat meningkat. Tujuan perusahaan menurut Brigham dalam Karinaputri, (2012) menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui

peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham.

Peneliti *Center of Reform on Economics* (CORE), menyatakan bahwa sektor yang paling potensial untuk mendapatkan investasi pemerintah dan mendorong pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan merupakan industri manufaktur. Hal ini dipertegas pula dengan kontribusi industri manufaktur terhadap pertumbuhan ekonomi yang per kuartal II/2019 mencapai 19,52 persen dari PDB. Sesuai dengan data statistik utang luar negeri (ULN) Indonesia (SULNI) pada bulan Juli 2019 menyatakan bahwa sektor industri manufaktur juga mengalami kesulitan dalam mengakses pembiayaan, terbukti dari utang luar negeri dari sektor industri manufaktur mencapai USD 34,47 miliar. Melihat kondisi perekonomian saat ini yang cenderung kurang stabil membuat banyak perusahaan gulung tikar akibat dari tingginya biaya yang harus dikeluarkan perusahaan serta perusahaan tersebut harus membayar beban utang yang meningkat akibat ambruknya nilai tukar rupiah terhadap US dolar (ekonomi.bisnis.com, 2019).



Sumber: Data BEI 2015-2019, diolah

Gambar 1
Rata-Rata Debt to Equity Ratio pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2019

Pada Gambar 1 menunjukkan nilai rata-rata dari *debt to equity ratio* (DER) pada seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2019. Pada tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai rata-rata DER pada tahun 2015 hingga 2019 mengalami fluktuasi dan cenderung mengalami peningkatan terutama pada tahun 2017 sampai 2019. Adanya kenaikan dari DER menunjukkan adanya kenaikan pada total liabilitas atau penurunan pada ekuitas. Sebaliknya, adanya penurunan DER menandakan penurunan total liabilitas dan kenaikan pada ekuitas. *Debt to equity ratio* (DER) dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka perusahaan semakin tinggi risikonya karena pendanaan dari unsur utang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*) artinya jika utang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas satu. Pada Gambar 1.1 menunjukkan masih tingginya rata-rata penggunaan utang

pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI terutama pada tahun 2017-2019 dimana angka DER menunjukkan diatas angka satu. Oleh sebab itu perlu dilakukan penelitian kembali mengenai kebijakan utang untuk mengetahui pengaruh dari beberapa variabel yang digunakan di dalam penelitian ini sebagai pertimbangan untuk menentukan keputusan pendanaan. Kasmir (2014: 166), menyatakan bahwa "*Debt to Equity Ratio*" (DER) merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui perbandingan antara total liabilitas dengan total ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui seberapa besar aset perusahaan dibiayai dari utang."

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis, dan set peluang investasi terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019.

RERANGKA TEORETIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

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 kepentingan antara pemegang saham dengan manajer bisa terjadi dalam menentukan keputusan pendanaan.

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.

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.

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. Pembiayaan dengan menggunakan utang memiliki beberapa keunggulan dan kelemahan.

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).

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

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. Perusahaan dengan tingkat FCF yang rendah akan mempunyai level utang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan utang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost*. 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. Arus kas bebas (FCF) dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Ross dkk, 1999 dalam Affandi, 2015):

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

Non-Debt Tax Shield

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. *Non-debt tax shield* diukur dengan menggunakan skala rasio. Rumus yang digunakan dalam penelitian ini sesuai dengan yang digunakan oleh Thian (2012) sebagai berikut :

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

Struktur Aset

Struktur aset adalah aset perusahaan yang dapat dijamin oleh perusahaan kepada kreditor. Menurut Brigham & Houston (2011: 188), 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). Struktur aset dapat dihitung dengan rumus (Showalter, 1999 dalam Arfan dan Maywindlan, 2013):

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

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. 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 (Yeniati, 2010). 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 :

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

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. 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. Penelitian ini menggunakan proksi *market to book value of asset* (MBVA) untuk mengukur variabel IOS. MBVA dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Utang

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. 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. 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.

Pengaruh *Non-Debt Tax Shield* terhadap Kebijakan Utang

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). 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. 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.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang

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. 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. 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.

Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Utang

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. 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. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Alzomaia (2014), Wimelda dan Marlinah (2013), dan Murtiningtyas (2012) menyatakan bahwa risiko bisnis mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang.

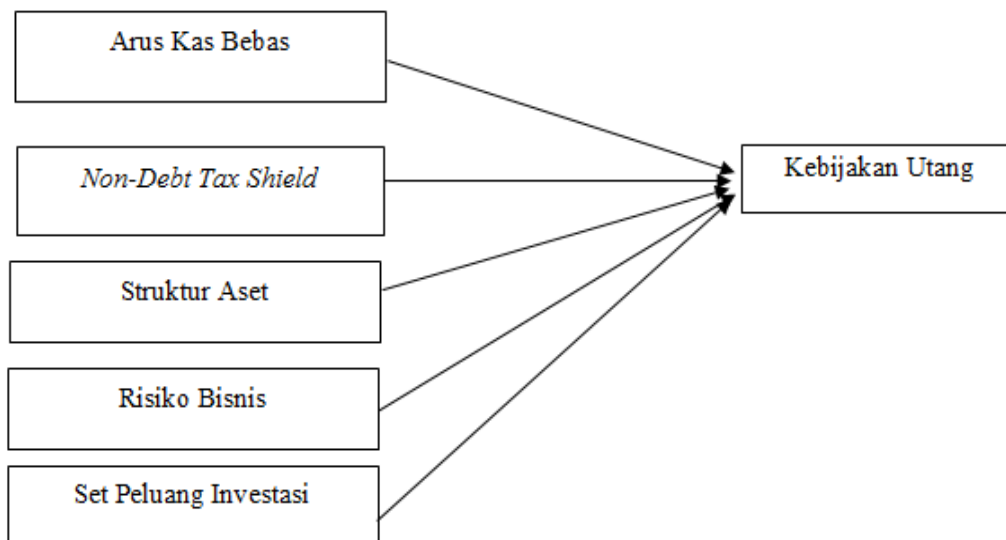
Pengaruh Set Peluang Investasi terhadap Kebijakan Utang

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. 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. 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.

Kerangka Pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2

Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, maka muncul hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₁: Arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang.

H₂: *Non-debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan utang.

H₃: Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang.

H₄: Risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang.

H₅: Set peluang investasi berpengaruh pada kebijakan utang.

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*. Adapun kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015-2019, (2) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan auditan tahun 2015-2019, (3) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangannya dalam mata uang rupiah, (4) Penelitian ini terbatas pada variabel independen yaitu arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis dan set peluang investasi, (5) Data yang dibutuhkan pada penelitian ini tersedia pada laporan keuangan dan tahunan auditan pada tahun 2015-2019.

Dari 193 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, maka diperoleh 82 perusahaan yang menjadi sampel penelitian sesuai dengan kriteria pemilihan sampel.

Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2019 sejumlah 82 perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data dalam penelitian ini menggunakan laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah menggunakan metode dokumentasi yang diperoleh yaitu dengan cara mengunduh secara langsung laporan keuangan perusahaan manufaktur yang tersedia dalam situs Bursa Efek Indonesia (BEI) www.idx.co.id dan *website* dari perusahaan.

Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yaitu kebijakan utang dan variabel independen yang terdiri dari arus kas bebas (FCF), *non-debt tax shield* (NDTS), struktur aset (SA), risiko bisnis (*BRISK*), dan set peluang investasi (IOS).

Definisi Operasional Variabel

Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan dari pihak ketiga untuk membiayai aktifitas operasional perusahaan (Salim, 2004 dalam Harianti, 2016: 4). Penentuan kebijakan utang ini berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi utang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan utang yang kecil atau tidak sama sekali maka

perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan. Dalam penelitian ini, kebijakan utang dihitung dengan menggunakan *Debt-Equity Ratio* (DER).

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

Arus Kas Bebas

Arus kas bebas merupakan kas yang tersedia di perusahaan yang dapat digunakan untuk berbagai aktivitas. arus kas bebas (FCF) dihitung dengan menggunakan rumus yang dikemukakan Ross dkk., (1999) yaitu:

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

Keterangan:

FCF_{it} = Arus kas bebas

AKO_{it} = Arus kas operasi perusahaan i pada tahun t

PM_{it} = Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

MKB_{it} = Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Non-Debt Tax Shield

Keuntungan pajak yang berupa biaya depresiasi yang dapat dikurangkan dalam menentukan penghasilan kena pajak disebut dengan *non-debt tax shield*. Depresiasi dan amortisasi merupakan *cash flow* sebagai sumber modal dari dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi pendanaan dari utang. *Non-debt tax shield* (NDTS) menggunakan rasio depresiasi terhadap total aset sebagai proksinya (Hanafi, 2015: 320). Rumus yang digunakan untuk menghitung NDTS sesuai dengan yang digunakan oleh Thian (2012) sebagai berikut :

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

Struktur Aset

Struktur aset adalah besarnya aset yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan kepada kreditor. Menurut Brigham dan Houston (2011: 188) perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang. Struktur aset dapat dihitung dengan rumus (Showalter, 1999 dalam Arfan dan Maywindlan, 2013):

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

Risiko Bisnis

Risiko bisnis ini merupakan risiko yang dihadapi perusahaan ketika tidak menggunakan utang sehingga dapat dilihat pengaruhnya terhadap pengambilan kebijakan utang perusahaan. Menurut Mulianti (2010), risiko bisnis (*BRISK*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

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

Set Peluang Investasi

Set peluang investasi adalah tersedianya alternatif investasi di masa datang bagi perusahaan. Peluang investasi tidak dapat diobservasi secara langsung sehingga perlu digunakannya proksi untuk mengetahui berapa besarnya peluang yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Penelitian ini menggunakan proksi *market to book value of asset* (MBVA) untuk mengukur variabel set peluang investasi. Menurut Arieska (2011) MBVA dapat dirumuskan sebagai berikut:

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

Teknik Analisis Data

Teknik-teknik yang dilakukan dalam mengelola data setelah data terkumpul yaitu:

Analisis Deskriptif

Pada penelitian ini analisis deskriptif digunakan untuk memberi gambaran variabel yang diteliti, yaitu arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis dan set peluang investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2019.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi residual data berdistribusi normal atau tidak (Ghozali, 2013: 160). Uji normalitas dalam penelitian ini adalah *Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat sebesar 0.05 (Ghozali, 2011: 32). Model regresi yang baik adalah residual data terdistribusi normal atau mendekati normal.

Uji Multikolinieritas

Menurut Ghozali (2012: 105) uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah suatu model regresi terdapat korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen. Untuk mengetahui adanya multikolinieritas antar variabel, maka dapat dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan nilai *tolerance* dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen yang diuji. Batas nilai VIF adalah 10 dengan nilai *tolerance* sebesar 0,1.

Uji Autokorelasi

Menurut Ghozali (2013: 105) uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Pengujian ini menggunakan *runs test* dengan nilai signifikansi sebesar 0.05. Jika regresi bebas dari autokorelasi maka model regresi dianggap baik.

Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual pengamatan satu ke pengamatan lainnya (Ghozali, 2011: 139). Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan metode *glejser test* dengan nilai signifikansi 0.05. Syarat model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas.

Alat Analisis

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis, dan set peluang investasi terhadap kebijakan utang. Teknik analisis yang digunakan adalah uji regresi linier berganda. Persamaan regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \epsilon$$

Keterangan:

- Y : Kebijakan Utang
- α : Konstanta
- β : Koefisien Regresi
- X₁ : Arus Kas Bebas
- X₂ : *Non-Debt Tax Shield*
- X₃ : Struktur Aset
- X₄ : Risiko Bisnis
- X₅ : Set Peluang Investasi

ε : Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan untuk menjelaskan variabel penelitian yang diujikan dengan melihat gambaran nilai minimum, maksimum, *mean* dan deviasi standar dari variabel dependen dan variabel independen.

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Std. Deviasi
FCF	299	-0,909	0,569	0,2094	0,2220
NDTS	299	-0,446	0,750	0,2295	0,2033
SA	299	0,001	0,805	0,3802	0,1803
BRISK	299	-0,239	0,392	0,0726	0,0821
MBVA	299	0,220	14,602	1,4329	1,3651
DER	299	0,070	2,124	0,7332	0,4714

Sumber: Data diolah, 2020

Uji Asumsi Klasik

Data yang digunakan dalam penelitian perlu untuk dilakukan uji asumsi klasik sebelum dianalisis menggunakan analisis regresi linier berganda. Uji asumsi klasik dilakukan untuk menguji normalitas, multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

Tabel 2
Hasil Uji Asumsi Klasik

Jenis Uji	Hasil Uji	Penjelasan
Autokorelasi	Asymp, Sig, (2-tailed) = 0,118	Tidak terjadi autokorelasi
Normalitas	Asymp, Sig, (2-tailed) = 0,200	Berdistribusi Normal
Multikolinieritas	Tolerance \geq 0,10 dan Nilai VIF \leq 10.	Tidak terjadi multikolinieritas
Heteroskedastisitas	FCF= 0,058 NDTS= 0,772 SA= 0,073 BRISK= 0,000 IOS = 0,998	Ditemukan adanya masalah heteroskedastisitas dalam model penelitian ini yaitu pada variabel risiko bisnis (BRISK) yang memiliki tingkat signifikansi 0,000 (0,000 < 0,05)

Sumber: Data diolah, 2020

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda bertujuan untuk mengetahui seberapa jauh hubungan pengaruh/korelasi antara satu atau lebih variabel independen terhadap satu variabel dependen. Persamaan yang dihasilkan dalam permodelan regresi linear berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$DER = 1,059 + 0,994 FCF - 0,293 NDTS + 0,116 SA - 1,855 BRISK + 0,028 MBVA + e$$

Keterangan:

- Y : Kebijakan Utang
- α : Konstanta
- β : Koefisien Regresi
- X₁ : Arus Kas Bebas
- X₂ : Non-Debt Tax Shield
- X₃ : Struktur Aset
- X₄ : Risiko Bisnis
- X₅ : Set Peluang Investasi
- e : Error

Uji Hipotesis

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

Jenis Uji	Hasil Uji	Penjelasan
Uji F	F = 37,688 Sig = 0,000	Model regresi fit
Uji R ²	Adjusted R Square = 0,381	38,1% Variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen
Uji t	FCF= 0,000 NDTS= 0,008 SA= 0,411 BRISK= 0,000 MBVA= 0,116	Terdapat 3 variabel independen yang berpengaruh dan 2 variabel independen yang tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Sumber: Data diolah, 2020

Tabel 4
Rangkuman Hasil Uji Hipotesis

H	Keterangan	Hasil Pengujian
H ₁	Arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang	H ₁ didukung
H ₂	Non-debt tax shield berpengaruh terhadap kebijakan utang	H ₂ didukung
H ₃	Struktur aset berpengaruh	H ₃ tidak

	terhadap kebijakan utang	terdukung
H ₄	Risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang	H ₄ terdukung
H ₅	Set peluang investasi berpengaruh pada kebijakan utang	H ₅ tidak terdukung

Sumber: Data diolah, 2020

Pengaruh Arus Kas Bebas (FCF) terhadap Kebijakan Utang (DER)

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. Arus kas bebas inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan atau konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer (Smith & Kim, 1994 dalam Gusti, 2013: 7). Perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi cenderung akan 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 hasil pengujian hipotesis dapat disimpulkan bahwa H₁ diterima dan H₀ ditolak, maka dapat disimpulkan bahwa arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang. 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 Fitriyani dan Khafid (2019) serta Prathiwi dan Yadnya (2017) yang

menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Pengaruh *Non-Debt Tax Shield* (NDTS) terhadap Kebijakan Utang (DER)

Menurut Mas'ud (2008) dalam Umar (2016: 20), *non-debt tax shield* merupakan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan digunakan sebagai modal untuk mengurangi utang. Penghematan pajak selain dari pembayaran bunga akibat penggunaan utang juga berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. Semakin besar aset tetap yang dimiliki sesuai ketentuan UU perpajakan, maka biaya depresiasi semakin besar dan pembayaran pajak semakin kecil. 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. Perusahaan dengan tingkat *non-debt tax shield* yang tinggi mengindikasikan adanya penggunaan utang yang kecil. Dari hasil pengujian hipotesis sehingga dapat disimpulkan bahwa H₂ diterima dan H₀ ditolak, maka dapat disimpulkan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan utang. Perusahaan yang memiliki nilai *non-debt tax shield* yang besar menandakan tersedianya manfaat pajak melalui penyusutan aset tetap yang besar. Jika perusahaan sudah merasa mempunyai keuntungan pajak melalui *non-debt tax shield*, maka penggunaan utang sebagai penyedia *debt tax shield* akan cenderung dikurangi begitu pula sebaliknya. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Sari (2017) serta Soraya dan Permanasari (2017) yang menyatakan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Pengaruh Struktur Aset (SA) terhadap Kebijakan Utang (DER)

Struktur aset merupakan penentuan seberapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aset, baik aset lancar maupun aset tetap. Struktur aset merupakan jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan. 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. Dari hasil pengujian hipotesis dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima dan H_3 ditolak, maka disimpulkan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini karena apabila perusahaan mencari utang sebagai sumber pendanaan utama maka akan semakin memperbesar biaya modal yang dikeluarkan. Selain itu masih rendahnya aset tetap dan struktur aset yang dimiliki perusahaan menjadi indikator tidak berpengaruhnya struktur aset terhadap kebijakan utang. Salah satu persyaratan mengajukan pinjaman utang adalah adanya aset tetap berwujud yang dapat dijamin. Perusahaan yang asetnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan utang karena investor akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan. Dari analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Prathiwi dan Yadnya (2017) serta Fahmi dan Yustrianthe (2015) yang menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan hal ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sari (2017) dan Andriella (2015) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Risiko Bisnis (BRISK) terhadap Kebijakan Utang (DER)

Risiko bisnis merupakan indikator yang penting dalam menentukan kebijakan pendanaan. Risiko bisnis adalah risiko yang ditanggung perusahaan ketika tidak berhasil menutupi biaya operasionalnya. Menurut Gitman dan Zutter (2012), semakin tinggi risiko bisnis, maka manajemen akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan mengenai struktur modalnya. Semakin besar risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki utang yang kecil karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan utang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utang mereka. Dari hasil pengujian hipotesis sehingga dapat disimpulkan bahwa H_4 diterima dan H_0 ditolak, maka disimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang. Risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan utang karena semakin banyak menggunakan utang, akan semakin tinggi beban biaya kebangkrutan. Selain itu kreditur cenderung menolak untuk memberikan pinjaman jika perusahaan tersebut memiliki risiko bisnis yang tinggi. Semakin tinggi risiko bisnis maka akan semakin rendah kebijakan utang, begitu pula sebaliknya semakin rendah risiko bisnis maka semakin tinggi kebijakan utang. Dari analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Prathiwi dan Yadnya (2017) serta Megawati dan Kurnia (2015) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Set Peluang Investasi (MBVA) terhadap Kebijakan Utang (DER)

Dalam berinvestasi, IOS memiliki pengaruh penting terhadap suatu pengambilan keputusan yang diambil oleh perusahaan. Teori set peluang investasi berkaitan dengan keputusan pendanaan yang telah dilakukan perusahaan terdiri dari keputusan pendanaan jangka pendek, menengah dan jangka panjang (Susanto, 2011). Dari hasil pengujian hipotesis dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima dan H_5 ditolak, yang berarti bahwa set peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Apabila dalam perusahaan set peluang investasi semakin tinggi tidak berarti bahwa perusahaan tersebut memiliki kebijakan utang yang tinggi hanya karena dianggap bahwa nilai set peluang investasi tinggi dan nilai kebijakan utang tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa adanya fluktuasi yang tidak konsisten dan tidak sesuai teori, maka dapat disimpulkan bahwa set peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Dari sudut pandang investor tidak memperlakukan besar kecilnya rasio utang terhadap modal, sehingga besar kecilnya *debt to equity ratio* tidak akan mempengaruhi keputusan investasi. Peningkatan utang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan membayar kewajibannya dimasa depan sehingga hal tersebut direspon positif oleh pasar. Sedangkan dari sudut pandang internal perusahaan, tingginya utang tidak mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Maka dapat disimpulkan bahwa tinggi rendahnya set peluang investasi tidak akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kebijakan utang. Dari analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa set peluang investasi tidak berpengaruh terhadap

kebijakan utang. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Soraya dan Permanasari (2017), Andriella (2015) serta Fahmi dan Yustrianthe (2015) yang menunjukkan bahwa set peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang dan hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Megawati dan Kurnia (2015) yang menunjukkan bahwa set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan utang.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari arus kas bebas, *non-debt tax shield*, struktur aset, risiko bisnis dan set peluang investasi terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2019. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sejumlah 193 perusahaan. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 299 data yang di dapat dari 82 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama lima tahun (2015-2019) menggunakan metode *purposive sampling*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari laporan keuangan dan tahunan perusahaan di *Indonesian Stock Exchange (IDX)* serta *website* perusahaan. Pengujian data yang dilakukan adalah menggunakan alat uji SPSS versi 24 dengan menggunakan analisis data yang berupa analisis deskriptif, uji asumsi klasik dan uji regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa arus kas bebas, *non-debt tax shield*, dan risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan utang

sedangkan struktur aset dan set peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Hasil uji *adjusted R²* hanya menunjukkan angka 38 persen yang berarti bahwa nilai *R²* masih rendah. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen yang ditemukan tidak mampu menjelaskan variasi perubahan variabel dependen karena sebesar 62 persen dipengaruhi oleh variabel lain selain model. (2) Pada penelitian ini menggunakan data yang berturut-turut sehingga jika perusahaan yang tersebut tidak menyajikan data atau informasi secara lengkap di dalam laporan keuangan dan laporan tahunannya harus dieliminasi dan masih banyak jumlah perusahaan manufaktur yang dieliminasi pada tahun 2015-2019. (3) Setelah dilakukan uji heteroskedastisitas yang membuktikan bahwa variabel risiko bisnis (*BRISK*) mengalami gejala heteroskedastisitas yang berarti bahwa terdapat variasi data atau terdapat kerentanan data yang satu dengan data lainnya pada variabel risiko bisnis.

Saran

Saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan penelitian dengan meneliti variabel independen lain supaya dapat memperbaiki nilai *adjusted R²*, sehingga diperoleh prediksi yang lebih baik. (2) Dalam penelitian ini peneliti menggunakan perusahaan manufaktur sebagai objek penelitian, untuk penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan menggunakan objek penelitian yang lain dan tidak terbatas

pada perusahaan manufaktur seperti perusahaan *property* dan *real estate*. (3) Peneliti selanjutnya disarankan untuk menambah atau mengganti beberapa variabel penelitian dengan variabel lain yang diduga dapat memengaruhi kebijakan utang seperti contohnya kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan kepemilikan manajerial sehingga akan memungkinkan untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat sehingga tidak terjadi masalah dalam pengujian nantinya, seperti salah satunya terjadinya gejala heteroskedastisitas.

DAFTAR RUJUKAN

- Affandi, Chafidz. 2015. Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Skripsi, Fakultas Ekonomi Universitas Negri Yogyakarta.
- Alzomaia. 2014. Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Arab Saudi. *The International Journal of Business and Finance Research*. 8(2)
- Andriella, Bertha. 2015. Pengaruh Set Peluang Investasi, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aset, *Retained Earning*, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang. Skripsi. STIE Perbanas Surabaya
- Arfan, Muhammad,. & Trilas Maywindlan. 2013. Pengaruh Arus Kas Bebas, Collateralizable Assets, dan

- Kebijakan Utang Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, 6(2).
- Arieska, Metha., & Barbara Gunawan. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 13(1), 13-23.
- Brigham, Eugene F., & Houston, Joel F., 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Terjemahan*. Salemba Empat. Jakarta.
- Fahmi, Muhammad., & Yustrianthe, Rahmawati Hanny. 2015. Kajian Empiris Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di BEL. *Universitas Ahmad Dahlan Journal* . 5(1)
- Fatma, B.M., & Chicthi, J., 2011. Interaction Between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure og Governance : Three Stage Least Simultaneous Model Approach. *Journal of Management Research*, 3(2), 9.
- Fitriyah., & Hidayad. 2011. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi Dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang. *Media Riset Akuntansi*, 1(1), 1-15 [http://: Journal/.Unnes.ac.id](http://Journal/.Unnes.ac.id) diakses 18 November 2020.
- Fitriyani, Ulfi Nihayah., & Khafid, Muhammad. 2019. Profitability Moderates the Effects of Institutional Ownership, Dividend Policy and Free Cash Flow on Debt Policy. *Accounting Analysis Journal*. 8(1). 45-51
- Gitman, Lawrence J., & Chad J, Zutter. 2012. *Principles of Managerial Finance*. Pearson Education Limited. England.
- Gusti, Bertha F. 2013. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating. Skripsi, Universitas Negeri Padang.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS*. Universitas Diponegoro. Yogyakarta.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, Mamduh M. 2015. *Manajemen Keuangan*. BPFE. Yogyakarta.
- Hanafi, Mamduh M. 2016. *Analisis Laporan Keuangan*. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Hardiningsih, Pancawati., & Oktaviani, Rachmawati Meita. 2012. Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan*

- dan Perbankan, 1(1), 11-24
<http://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe9/article/download/916/471> diakses 18 November 2020
- Harianti, Juni. 2016. Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2011-2014. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Trisakti*. 6(1), 29-50.
- Hastalona, Dina. 2013. Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, 5(1), 60-72.
- Husnan, Suad. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. BPFE Yogyakarta. Yogyakarta.
- Husnan, Suad., & Enny Pudjiastuti. (2015). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Karinaputri, Nanda. 2012. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010). Skripsi, Universitas Diponegoro: Semarang.
- Larasati, E. 2011. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen Terhadap kebijakan Hutang. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 16(2), 103 -107.
- Lestari, Desi. 2014. Pengaruh Blockholder Ownership, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, dan Non-debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index (JII). *EKBISI*, 9(1).
- Megawati., & Suci Kurnia. 2015. Pengaruh Insider Ownership, Investment Opportunity Set (IOS), Pertumbuhan Perusahaan Dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Kajian Manajemen Bisnis*. 4(1), 92-109.
- Mulianti, F. M. 2010 Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2004-2007). Tesis, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro, Semarang.
- Murtiningtyas,. 2012. Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, <http://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaaj>.
- Nabel, Yoandhika. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Properti dan Real Estate di BEI. *Jurnal Manajemen*, 1(1).

- Pasaman Silaban. 2013. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Jurnal Manajemen*, 2(2), 112-127.
- Prathiwi, Ni Made Dhyana,. & Yadnya, I Putu. 2017. Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Aset, Risiko Bisnis Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *E-Jurnal Manajemen Unud*. 60-86
- Putri, D. A. 2013. Pengaruh Investment Opportuniti Set, Kebijakan Utang dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Manajemen*, 2(2).
- Riyanto, Bambang. 2011. *Dasar – Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi Keempat*. YBPFE UGM. Yogyakarta.
- Ross., dkk. 2013. *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Sari, Netti Ratna. 2017. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Non-Debt Tax Shield (NDT), Pertumbuhan Penjualan, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi, Universitas Maritim Raja Ali Haji Tanjungpinang, Kepulauan Riau*. 1-29.
- Setiana, E., & Sibagariang, E. 2013. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Telaah Akuntansi*, 15(1) 16-33.
- Soraya,. & Permanasari. 2017. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Publik. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 19(1). 103-116
- Steven., & Lina. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(3), Desember 163-181
- Sujarweni, V. Wiratna. 2015. *Akuntansi Manajemen*. Pustaka Baru Press. Yogyakarta.
- Surya., & Rahayuningsih. 2012. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 14(3), 213-225.
- Susanto, Y. K. 2011. Kepemilikan Saham, Kebijakan Deviden, Karakteristik Perusahaan, Resiko Sistematik, Set Peluang Investasi Dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(3), 195-210.
- Susilawati, Christine Dwi Karya, Lidy Agustina dan Se Tin. 2012. Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16(2), 178-187.
- Thian, Cheng Lim. 2012. Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China. *International*

Journal of Economics and Finance, 4(3), 191-203.

Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(1), 1-16.

Tiwari., & Krishnankutty. 2010. Determinants Of Capital Structure: Comparison Of Empirical Evidence For The Use Of Different Estimators. *Munich Personal ReFEC Archive*, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/48612/>

Tjeleni, Indra E. 2013. Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*, 1(3), 129- 139.

Trisnawati, Ita. 2016. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan NonKeuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 18(1), 33-42.

Umar, Nurul Hudha. 2016. Pengaruh Blockholder Ownership, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis Dan Non-Debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Hutang. Skripsi, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.

Umam, Khotibul. 2016. *Perbankan Syariah*. PT Raja Grafindo Persada. Jakarta.

Wimelda,. & Marlinah. 2013. Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Media Bisnis*. 5(3). 200-213

Yeniatie,. & Destriana, Nicken. 2010. Faktor- faktor yang Memengaruhi Kebijakan Hutang pada