

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur

Gabriella Stephanie^{1*} dan Viriany²

^{1,2} Faculty of Economics and Business, Tarumanagara University Jakarta

Email Address:

gabriellastephanie14@gmail.com ; viriany@fe.untar.ac.id

*Corresponding author

Abstract: *This study aims to examine the effect of profitability, firm size, liquidity, and sales growth to the level of debt on manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange. The study period is from 2017 to 2019. The data collection method was carried out with purposive sampling and selected 35 companies. The samples obtained were analysed using panel data regression with fixed effect model as the best model amongst other panel data regression models. The research indicates that profitability and firm size have a negative significant effect on debt. Meanwhile, liquidity has a negative non-significant effect on debt. Lastly, sales growth has a positive non-significant effect on debt.*

Keywords: *Debt Policy, Profitability, Firm Size, Liquidity, Sales Growth*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode pada penelitian ini adalah 2017 sampai 2019. Terdapat 35 sampel yang terpilih menggunakan *purposive sampling* dan dianalisis menggunakan regresi data panel dengan *fixed effect model*. Penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan likuiditas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kata Kunci: Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan

PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi yang pesat memaksa perusahaan untuk sigap dalam menghadapi setiap persaingan bisnis. Tuntutan persaingan bisnis yang semakin tinggi juga membuat kebutuhan akan pendanaan semakin meningkat. Para manajer harus menentukan sumber pendanaan terbaik untuk menjamin kelangsungan hidup perusahaan. Dalam mengambil keputusan mengenai pendanaan yang akan digunakan perusahaan, ada beberapa faktor yang harus dipertimbangkan dan dianalisis oleh perusahaan. Oleh karena

itu, sebelum mengambil keputusan tentang sumber pendanaan terbaik bagi perusahaan, manajer harus mengkaji apakah modal perusahaan memenuhi kebutuhan perusahaan dan opsi mana yang paling menguntungkan bagi perusahaan. Namun dalam pengambilan keputusan pendanaan mana yang akan digunakan, perusahaan sering menghadapi konflik kepentingan antara manajer dan pemangku kepentingan yang disebut masalah keagenan. Manajer cenderung memilih pendanaan eksternal daripada pendanaan internal sedangkan pemangku kepentingan lebih memilih pendanaan internal.

Sumber pendanaan dapat berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Pendanaan dari dalam perusahaan dapat diperoleh dari saham biasa, saham preferen, dan laba ditahan. Sedangkan pendanaan eksternal biasanya berasal dari pinjaman dalam bentuk hutang jangka Panjang dari kreditur. Dengan keputusan yang tepat mengenai sumber pendanaan terbaik bagi perusahaan, risiko kebangkrutan juga dapat diminimalkan. Ketika perusahaan berjuang untuk bertahan hidup dengan modal sendiri, perusahaan akan mencari opsi pendanaan lain. Perusahaan akan menggunakan utang untuk membantu memenuhi kebutuhan dana operasional dibandingkan dengan menerbitkan saham biasa atau saham preferen baru.

Perusahaan yang menggunakan hutang sebagai salah satu strategi pendanaannya harus mewaspadaai risiko yang mungkin muncul. Risiko kebangkrutan sangat mungkin terjadi terutama ketika perusahaan mengalami defisit dan tidak mampu memenuhi kewajibannya untuk membayar hutang pada saat jatuh tempo. Perusahaan yang memilih hutang sebagai sumber pendanaannya dan tidak dapat memenuhi kewajibannya maka likuiditasnya dapat berisiko. Oleh karena itu, diperlukan pertimbangan yang mendalam dalam menentukan pendanaan mana yang paling ekonomis untuk perusahaan dan melakukan pengawasan terhadap penggunaan hutang agar penggunaan hutang tetap terkendali.

Berbagai penelitian telah dilakukan terkait kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Desmintari dan Yetty (2016) menemukan bahwa profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang. Sedangkan struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap hutang. Nalurita (2017) menyatakan bahwa ukuran perusahaan, tangibilitas dan non-debt tax shield berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap utang. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap utang dan likuiditas berpengaruh signifikan negatif terhadap utang. Penelitian lain yang dilakukan oleh Rinofah dan Mumpuni (2019) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap utang. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap hutang. Sedangkan tiga variabel lainnya yaitu likuiditas, *mispriicing* dan umur perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian sebelumnya terkait dengan penelitian ini telah dilakukan oleh Novitasari dan Viriany (2019) yang meneliti profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas pada kebijakan utang. Hasil penelitian Novitasari dan Viriany (2019) menemukan bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang periode 2015-2017. Penelitian ini memberikan kontribusi dalam menambah variabel pertumbuhan penjualan yang telah diteliti sebelumnya oleh Zuhria dan Riharjo (2016) pada periode 2011-2014. Penelitian ini menggunakan periode

penelitian selama tahun 2017-2019 dan penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur.

Berdasarkan ilustrasi di atas, penelitian ini bertujuan untuk menjawab (1) Apakah profitabilitas berpengaruh negatif terhadap hutang? (2) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap hutang? (3) Apakah likuiditas berpengaruh negatif terhadap hutang? (4) Apakah pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap hutang?

KAJIAN TEORI

Agency Theory. Dalam kaitannya dengan *corporate governance*, teori keagenan mengacu pada kemungkinan terjadinya konflik kepentingan antara pemangku kepentingan sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen. Teori ini menjelaskan bahwa ada kepentingan asimetris antara pemangku kepentingan dan manajer di mana pemangku kepentingan sebagai pemilik bisnis fokus mencari keuntungan sementara manajer membidik kemakmuran untuk diri mereka sendiri (Mohammed dan Muhammed, 2017). Teori keagenan mengasumsikan bahwa setiap individu bertindak berdasarkan kepentingannya sendiri. *Stakeholder* yang bertindak sebagai prinsipal cenderung hanya fokus pada tingkat pengembalian investasinya. Sedangkan manajer sebagai agen berusaha mengambil keputusan yang besar dan menguntungkan sehingga mendapatkan keuntungan seperti bonus dan kenaikan gaji.

Menurut Eisenhardt (1989), teori keagenan didasarkan pada tiga asumsi yaitu (1) asumsi kepentingan pribadi, (2) asumsi organisasi, dan (3) asumsi informasi. Konflik yang muncul karena adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer akan menimbulkan masalah keagenan. Informasi yang asimetris menjadi penyebab masalah keagenan ini. Manajer mendapatkan lebih banyak informasi daripada pemangku kepentingan. Oleh karena itu, pemangku kepentingan harus melakukan pengawasan agar pengelola bekerja sesuai dengan harapan pemangku kepentingan. Aktivitas-aktivitas tersebutlah yang menimbulkan biaya keagenan.

Pecking Order Theory. Perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal sebelum menggunakan dana eksternal. Dana internal adalah dana yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan dan dana eksternal dapat diperoleh dari hutang dan penerbitan saham. Teori ini menekankan pada hierarki pendanaan dimana perusahaan cenderung memilih dana internal jika tersedia. Namun bila diperlukan, perusahaan akan memilih utang sebagai pendanaan eksternal dan kemudian saham biasa sebagai pilihan terakhir. Penerbitan saham akan menjadi pilihan terakhir yang dipilih perusahaan karena dengan mengeluarkan saham baru perusahaan akan mendapatkan lebih banyak eksposur dari pihak eksternal (Kalui, 2017).

Teori *pecking order* juga menjelaskan bahwa perusahaan cenderung lebih menyukai pendanaan internal karena dengan pendanaan internal dapat mengurangi biaya flotasi. Namun jika perusahaan wajib menggunakan dana eksternal, utang akan menjadi pilihan utama mereka karena biaya penerbitan obligasi relatif lebih rendah dibandingkan biaya penerbitan saham baru (Brigham dan Houston, 2015). Teori ini didasarkan pada gagasan informasi asimetris antara pemangku kepentingan dan manajer. Manajer memiliki lebih banyak informasi tentang risiko dan nilai perusahaan daripada pemangku

kepentingan. Para pemangku kepentingan akan membaca situasi ini sebagai sinyal buruk. Oleh karena itu, sebagai upaya untuk menghindari konflik di masa depan, manajer akan mencoba untuk memilih hutang dengan risiko rendah sebagai pilihan pertama mereka untuk pendanaan eksternal (Kalui, 2017).

Trade-off Theory. Teori *trade-off* berimplikasi bahwa perusahaan cenderung meningkatkan penggunaan hutang karena keunggulannya yaitu *debt tax shield*. Hal ini membuat perusahaan terdorong untuk beralih ke utang karena utang memberikan keuntungan sebagai *tax shield* (Le, Viet, dan Anh, 2021). Pendanaan hutang lebih digemari karena beban bunga terjadi akibat penggunaan hutang membantu menghemat pembayaran pajak (Wikartika dan Fitriyah, 2018). Beban bunga merupakan *deductible expense* sehingga membuat pendanaan hutang lebih terjangkau dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Pengurangan pembayaran pajak juga memungkinkan perusahaan untuk menghasilkan lebih banyak keuntungan bagi para pemangku kepentingan (Brigham dan Houston, 2015).

Masalah biaya keagenan dapat muncul ketika penggunaan hutang meningkat. Jika perusahaan menggunakan terlalu banyak hutang, maka risiko kebangkrutan akan muncul juga. Oleh karena itu, para pemangku kepentingan akan meningkatkan pengawasan pengelola dalam menggunakan hutang (Rinofah dan Mumpuni, 2019). Teori *trade off* juga menjelaskan bahwa manajer harus menyeimbangkan manfaat dari penggunaan hutang dan biaya kesulitan keuangan. Dengan terciptanya keseimbangan antara manfaat penggunaan utang dan biaya kesulitan keuangan, struktur modal yang baik dapat dicapai. Selain itu, dengan menyeimbangkan penggunaan utang dalam mengatasi masalah biaya keagenan, struktur modal yang ideal pun dapat dicapai.

Kebijakan Hutang. Hutang merupakan peristiwa masa lalu yang menyebabkan kewajiban yang harus dipenuhi oleh perusahaan pada saat ini, sehingga mengakibatkan beralihnya sumber daya perusahaan kepada pihak lain (Kieso, Kimmel, dan Weygandt, 2015). Menurut Aryanto, Fauziyanti, dan Rochmah (2021) hutang merupakan kewajiban yang harus dipenuhi oleh perusahaan sebagai dampak dari pembiayaan eksternal yang digunakan untuk menjalankan kegiatan operasi perusahaan. Terkait dengan definisi tersebut, Novitasari dan Viriany (2019) menjelaskan bahwa hutang merupakan kewajiban perusahaan yang masih harus dipenuhi yang mana hutang tersebut digunakan oleh perusahaan sebagai pendanaan dari pihak luar. Hutang dapat didefinisikan sebagai kewajiban perusahaan yang masih harus dipenuhi sebagai dampak akan peristiwa masa lalu atas perolehan dana pihak luar yang digunakan perusahaan dalam rangka menjalankan kegiatan operasionalnya.

Dalam memilih opsi pendanaan terbaik, pemegang saham lebih memilih pendanaan hutang karena keterjaminan hak para pemegang saham lebih aman terhadap perusahaan (Zuhria dan Riharjo, 2016). Terkait dengan pernyataan tersebut, Aryanto, dkk. (2021) juga lebih lanjut menyatakan bahwa dengan penggunaan hutang, pemegang saham juga dapat menjadikannya sebagai sarana *monitoring* kinerja manajer dalam mengelola sumber dana perusahaan. Hal ini dikarenakan manajer cenderung akan berusaha untuk memaksimalkan manfaat yang dapat diperoleh dari pendanaan eksternal (Zuhria dan Riharjo, 2016).

Profitabilitas. Menurut Sudana (2019) profitabilitas adalah ukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber dayanya seperti aset, penjualan perusahaan, dan modal. Pernyataan ini juga didukung oleh Hidayat (2018) yang mengemukakan bahwa profitabilitas merupakan alat untuk memberikan gambaran atas tingkat efektifitas pengelolaan perusahaan untuk menghasilkan laba. Sedangkan, menurut Hanafih dan Halim (2018) profitabilitas adalah rasio yang menunjukkan kapasitas perusahaan untuk memperoleh pendapatan yang tinggi yang dilihat dari tingkat penggunaan aset, modal saham, dan penjualan perusahaan. Dari pernyataan-pernyataan di atas, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas merupakan salah satu tolak ukur kemampuan perusahaan dalam memaksimalkan penggunaan sumber dayanya seperti aset, modal saham dan penjualan untuk menghasilkan laba atau profit.

Perusahaan yang memperoleh laba tinggi cenderung memilih menggunakan dana dari dalam perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas yang kuat akan mengandalkan dana internal yaitu laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk mendanai operasionalnya. Di sisi lain, semakin tinggi profitabilitas perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber dana. Menggunakan hutang yang lebih tinggi juga akan meningkatkan pengembalian investasi yang diharapkan (Brigham dan Houston, 2015). Hal ini didukung oleh *trade-off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan margin yang tinggi akan memilih untuk menggunakan pembiayaan hutang karena beban bunga yang ditimbulkan dengan menggunakan hutang memberikan manfaat berupa pengurangan pajak.

Penelitian yang dilakukan oleh Desmintari dan Yetty (2016) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan menurut Nalurita (2017), profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun penelitian lain yang diuji oleh Septiani dan Suaryana (2018) menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Ukuran Perusahaan. Menurut Hery (2017), ukuran perusahaan adalah skala yang mengelompokkan ukuran suatu perusahaan yang dapat dilihat dari nilai total aset, nilai penjualan hingga nilai modal perusahaan. Hal serupa diungkapkan Effendi dan Ulhaq, (2021) ukuran perusahaan mengindikasikan besar kecilnya perusahaan yang dapat diukur dari jumlah penjualan, jumlah aset hingga jumlah tenaga kerja. Atas dasar pengertian-pengertian diatas, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan merupakan skala untuk mengklasifikasikan ukuran perusahaan yang dapat dinyatakan melalui nilai total aset, tingkat jumlah penjualan, dan total modal perusahaan.

Perusahaan berukuran besar mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kepemilikan aset yang tinggi. Aset tersebut merupakan sumber utama pendanaan perusahaan sehingga perusahaan cenderung mengutamakan penggunaan dana internal terlebih dahulu dibandingkan dengan meminjam dari pihak eksternal (Sevira dan Azhari, 2021). Pernyataan ini juga didukung oleh teori *pecking order* dimana semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar laba yang dihasilkan dan pembiayaan internal dapat dijadikan sebagai pilihan pertama dalam memenuhi kebutuhan perusahaan (Dewi dan Sudiarta, 2017). Akan tetapi, *trade-off theory* menyatakan sebaliknya. Semakin besar ukuran perusahaan, dana yang dibutuhkan semakin meningkat, begitu pula dengan

penggunaan hutang perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang besar berarti modal yang besar untuk menunjang kegiatan operasionalnya sehingga apabila dana internal tidak mencukupi maka salah satu alternatif yang akan dipilih perusahaan adalah dengan menggunakan hutang (Devi, Sulindawati, dan Wahyuni, 2017).

Nurdani dan Rahmawati (2020) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Nurjanah dan Purnama (2020) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan menurut Husaeni (2018), ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Likuiditas. Likuiditas mengacu pada kecakapan perusahaan untuk memenuhi hutang jangka pendeknya (Phung dan Misra, 2016). Kieso dkk. (2015) menjelaskan bahwa likuiditas merupakan ukuran kemampuan jangka pendek perusahaan untuk melunasi kewajibannya. Menurut Hanafi dan Halim (2018), likuiditas mengacu pada kemampuan jangka pendek perusahaan untuk memenuhi kewajibannya yang dapat diukur atas dasar aset lancar perusahaan relatif terhadap hutang lancarnya. Likuiditas dapat diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan untuk melunasi kewajiban lancarnya dengan menggunakan aktiva lancar.

Perusahaan yang likuid menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sanggup melunasi hutang-hutangnya. Hal ini dikarenakan perusahaan yang likuid relatif mempunyai penyimpanan dana internal yang besar. Pernyataan ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan tentang hierarki sumber dana yang disukai oleh perusahaan. Sebaliknya, kesanggupan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dapat dijadikan salah satu faktor penentu apabila perusahaan mengharapkan pendanaan eksternal. Hal ini dikarenakan kreditur akan menginterpretasikan perusahaan yang likuid sebagai sinyal yang baik bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba untuk memenuhi kewajibannya (Angeline dan Sha, 2021).

Penelitian Yusofli'in dan Yahya (2016) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian lain yang diuji oleh Novitasari dan Viriany (2019) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Berlawanan dengan penelitian sebelumnya, penelitian Zulkarnain (2020) menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pertumbuhan Penjualan. Pertumbuhan penjualan didefinisikan sebagai perubahan baik peningkatan atau penurunan total penjualan suatu perusahaan (Zuhria dan Riharjo, 2016). Menurut Sevira dan Azhari (2021), pertumbuhan penjualan adalah peningkatan total penjualan suatu perusahaan dari suatu periode ke periode suatu lainnya. Sedangkan menurut Nurhalis, Faisal, Juanda, Rahmawati, Anwar, dan Prihartini (2018), pertumbuhan penjualan didefinisikan sebagai tingkat penjualan perusahaan pada setiap periode. Pertumbuhan penjualan dapat didefinisikan sebagai jumlah perubahan total penjualan perusahaan dari satu periode ke periode lainnya, yang dapat diukur dengan membandingkan penjualan kumulatif tahun berjalan dengan penjualan kumulatif tahun berikutnya.

Perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi juga akan menerima pendapatan yang tinggi sehingga perusahaan mampu mendanai kegiatan operasinya menggunakan

dana internal yang dihasilkan dari penjualan (Zuhria dan Riharjo, 2016). Sesuai dengan teori *pecking order*, perusahaan akan memprioritaskan penggunaan dana internal jika memungkinkan kemudian melakukan pinjaman dan menerbitkan saham baru sebagai opsi terakhir. Sebaliknya, tingkat penjualan yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk tumbuh dan mengembangkan perusahaannya serta memaksimalkan keuntungannya. Dana internal tidak akan memenuhi keinginan perusahaan untuk memaksimalkan pendapatan sehingga pendanaan dari pihak luar menjadi pilihan selanjutnya untuk mendanai tujuan perusahaan. Pernyataan ini juga sejalan dengan *trade-off theory* dimana manajer akan mengalokasikan dana yang memberikan keuntungan bagi perusahaan untuk mendanai kegiatan perusahaan.

Permatasari dan Sulistyono (2019) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Di sisi lain, Zuhria dan Riharjo (2016) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Sebaliknya, penelitian Simatupang, Purwanti, dan Mardiaty menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengembangan Hipotesis dan Kerangka Teoritis

Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. Menurut Brigham dan Houston (2015), tingkat profitabilitas yang makin meningkat pada perusahaan mengindikasikan semakin kecilnya kemungkinan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Profitabilitas yang tinggi membuktikan bahwa perusahaan sedang berkembang. Perusahaan yang sedang berkembang akan bertujuan untuk memaksimalkan keuntungannya. Pernyataan ini sesuai dengan teori *pecking order*, yang menyatakan bahwa jika dana internal tersedia, perusahaan akan mengutamakan terlebih dahulu sebelum mencari pendanaan eksternal.

Ha1: Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. Semakin besar perusahaan, semakin besar keuntungannya. Ukuran perusahaan yang besar juga menunjukkan jumlah total aset yang besar. Perusahaan besar dapat memperoleh dana internal dari laba dan aset yang tinggi. Karena ketersediaan dana internal, perusahaan akan mengurangi ketergantungannya pada hutang dari pihak luar. Hal ini konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih sumber pendanaan internal.

Ha2: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

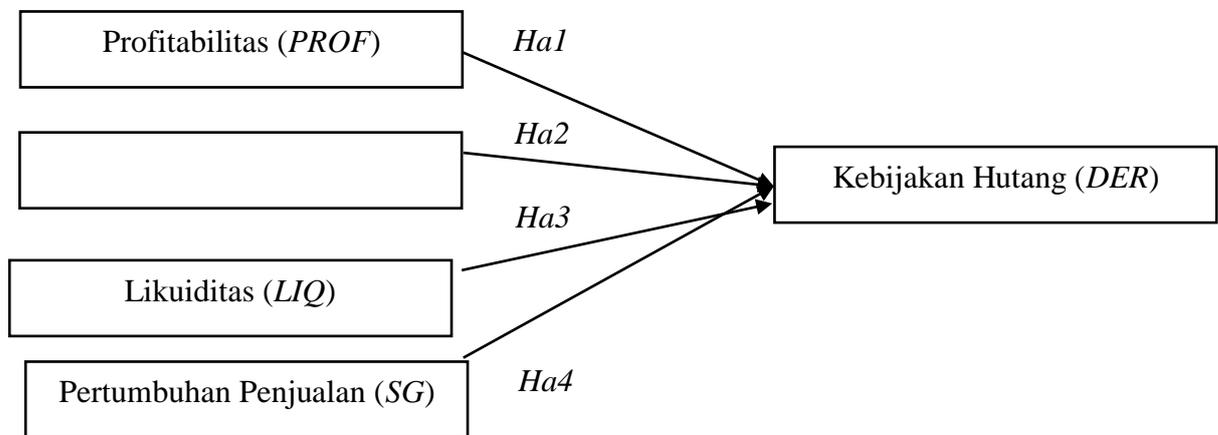
Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan untuk menggunakan aktiva lancar untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin tinggi likuiditas perusahaan, semakin besar ketersediaan dana internal. Karena dana internal sudah dapat memenuhi kebutuhan pembiayaan investasi, perusahaan yang likuid lebih tertarik menggunakan dana internal sebagai sumber pendanaan utama mereka.

Ha3: Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Hutang. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan penjualan akan berusaha mempertahankan pertumbuhan pendapatannya. Semakin tinggi tingkat penjualan, bagaimanapun, semakin tinggi biaya yang dibutuhkan. Dana internal tidak akan cukup untuk menutupi semua biaya yang terkait dengan peningkatan penjualan. Alhasil, perusahaan akan memilih hutang sebagai alternatif sumber pendanaan dari pihak ketiga. Sejalan dengan *trade-off theory*, manajer akan memilih sumber pendanaan yang paling sesuai dengan kebutuhan perusahaan. Penggunaan hutang dapat membantu perusahaan dalam mengurangi pembayaran pajak dan meningkatkan laba bersih.

Ha4: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hubungan antar semua variabel dalam penelitian ini dapat direpresentasikan pada Gambar 1 di bawah ini:



Gambar 1. Kerangka Teoritis

METODOLOGI

Desain Penelitian. Penelitian kausal yang akan dilakukan dalam penelitian ini untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 2017-2019. Dalam penelitian kausal, peneliti menghubungkan atau mencari hubungan sebab akibat dengan pengaruh dua atau lebih variabel yang diteliti.

Subyek Penelitian. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2017–2019. Data penelitian adalah data sekunder yaitu laporan tahunan yang diterbitkan setiap tahun oleh perusahaan. Teknik pemilihan sampel yang digunakan adalah purposive sampling dimana pemilihan sampel dilakukan dengan mempertimbangkan kriteria tertentu yaitu

(1) perusahaan manufaktur yang secara konsisten tercatat di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2017 sampai dengan tahun 2019 (2) perusahaan manufaktur yang tidak delisting dari Bursa Efek Indonesia (3) perusahaan manufaktur yang menggunakan Rupiah sebagai mata uang pelaporannya dalam laporan keuangan periode 2017 sampai dengan 2019 (4) perusahaan manufaktur yang melaporkan dan mempublikasikan laporan keuangannya per 31 Desember (5) perusahaan manufaktur yang memperoleh laba bersih pendapatan dari periode 2017 sampai 2019 (6) perusahaan manufaktur yang mengalami pertumbuhan penjualan dari tahun 2017 sampai 2019.

Operasionalisasi Variabel. Untuk lebih meningkatkan pemahaman, pengukuran dan pengumpulan data sumber perlu didefinisikan secara operasional untuk variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Tabel 1 menunjukkan definisi dari masing-masing variabel yang digunakan.

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Nama Variabel	Pengukuran	Skala	Sumber
DER	Kebijakan Hutang	$Total\ Debt/Total\ Equity$	Rasio	Desmintari dan Yetty (2016)
PROF	Profitabilitas	$Net\ Income/Total\ Assets$	Rasio	Desmintari dan Yetty (2016)
SIZE	Ukuran Perusahaan	$Ln(Total\ Asset)$	Rasio	Nurdani dan Rahmawati (2020)
LIQ	Likuiditas	$Current\ Assets/Current\ Liabilities$	Rasio	Desmintari dan Yetty (2016)
SG	Pertumbuhan Penjualan	$Sales_t - Sales_{t-1} / Sales_{t-1}$	Rasio	Nurdani dan Rahmawati (2020)

Metode Analisis. Untuk mendapatkan model terbaik dalam menentukan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat, penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Data yang terkumpul akan dianalisis menggunakan software E-views 9.0 melalui model analisis regresi data panel untuk memahami dampak profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan utang. Namun, sebelum dilakukan analisis regresi data panel, akan dilakukan analisis statistik deskriptif, data panel dan pengujian hipotesis.

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda untuk mengetahui hubungan antara empat variabel bebas terhadap satu variabel terikat yang dapat dirumuskan dalam model regresi linier berganda sebagai berikut:

$$DER = \alpha - \beta_1 PROF - \beta_2 SIZE - \beta_3 LIQ + \beta_4 SG + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

- α : Konstanta
- $\beta_1 - \beta_4$: Koefisien
- PROF : Profitabilitas
- SIZE : Ukuran Perusahaan
- LIQ : Likuiditas
- SG : Pertumbuhan Penjualan
- ε : Error

HASIL PENELITIAN

Analisis Data. Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini adalah 105 perusahaan sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan dengan purposive sampling. Kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Kriteria Pemilihan Sampel

No	Kriteria Sampel	Total
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	185
2	Perusahaan manufaktur yang IPO pada 2017-2019	(40)
3	Perusahaan manufaktur yang <i>delisting</i>	(2)
4	Perusahaan manufaktur yang tidak tutup buku pada 31 Desember	(3)
5	Perusahaan manufaktur yang tidak menggunakan IDR dalam laporan keuangannya dari 2017 sampai 2019	(26)
6	Perusahaan manufaktur yang mengalami kerugian pada periode 2017 sampai 2019	(40)
7	Perusahaan manufaktur yang tidak mengalami pertumbuhan penjualan dari 2017 sampai 2019	(39)
Total sampel		35
Total sample selama periode penelitian		105

Berdasarkan pemilihan kriteria yang ditentukan dengan prosedur *purposive sampling*, dipilih sebanyak 35 perusahaan untuk penelitian ini dalam periode pengamatan 2017-2019 atau tiga tahun, sehingga jumlah sampel sebanyak 105 sampel.

Uji Statistik Deskriptif. Data deskriptif yang diperoleh dengan menggunakan E-views 9 ditunjukkan pada Tabel 3. Hal ini menunjukkan bahwa variabel dependen utang memiliki nilai mean 0,817718, nilai maksimum 2,909487, nilai minimum 0,090589 dan nilai standar deviasi 0,597452. Variabel profitabilitas menunjukkan nilai rata-rata 0,094890, nilai maksimum 0,526704, nilai minimum 0,000526, dan nilai standar deviasi 0,098049. Nilai rata-rata variabel ukuran perusahaan sebesar 22.55430, nilai maksimum sebesar 30.63990, nilai minimum sebesar 14.70888, dan nilai standar deviasi sebesar 5.843727. Untuk variabel likuiditas nilai mean sebesar 2.294126, nilai maksimum sebesar 7.812213, nilai minimum sebesar 0.633693, dan nilai standar deviasi sebesar 1,337278. Terakhir, variabel pertumbuhan penjualan memiliki nilai rata-rata 0,120916, nilai maksimum 0,540114, nilai minimum 0,000548, dan nilai standar deviasi 0,105100.

Table 3. Statistik Deskriptif

	DER	PROF	SIZE	LIQ	SG
Mean	0.817718	0.094890	22.55430	2.294126	0.120916
Median	0.594302	0.065557	22.25983	1.935536	0.092191
Maximum	2.909487	0.526704	30.63990	7.812213	0.540114
Minimum	0.090589	0.000526	14.70888	0.633693	0.000548
Std. Dev.	0.597452	0.098049	5.843727	1.337278	0.105100
Skewness	1.332656	2.338026	-0.009213	1.448191	1.735619

Kurtosis	4.604675	8.984290	1.298075	5.536665	6.430437
Jarque-Bera	42.34507	252.3377	12.67389	64.85368	104.2011
Probability	0.000000	0.000000	0.001770	0.000000	0.000000
Sum	85.86044	9.963399	2368.201	240.8832	12.69621
Sum Sq. Dev.	37.12273	0.999817	3551.511	185.9844	1.148782
Observations	105	105	105	105	105

Pemilihan Model Regresi Data Panel. Dalam rangka pemilihan model regresi data panel antara *fixed effect model*, *common effect model*, dan *random effect model*, penelitian ini akan menggunakan uji *Chow*, *Hausman* dan *Lagrange Multiplier* untuk analisis lebih lanjut. Setelah pengujian terhadap *fixed effect model* (Tabel 4) dan *common effect model* (Tabel 5), hasil pengujian pada Tabel 6 dan Tabel 7 dengan uji *Chow* dan *Hausman* menunjukkan bahwa *fixed effect model* pada regresi data panel merupakan model terbaik untuk menentukan pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2017-2019. Uji *Lagrange Multiplier* tidak diterapkan dalam pemilihan model ini.

Tabel 4. *Fixed Effect Model*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.300989	0.489455	6.744218	0.0000
PROF	-3.931661	0.879503	-4.470319	0.0000
SIZE	-0.089017	0.021367	-4.166149	0.0001
LIQ	-0.048103	0.031191	-1.542211	0.1278
SG	0.065024	0.183370	0.354604	0.7240
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.959152	Mean dependent var		0.817718
Adjusted R-squared	0.935634	S.D. dependent var		0.597452
S.E. of regression	0.151576	Akaike info criterion		-0.656902
Sum squared resid	1.516377	Schwarz criterion		0.328855
Log likelihood	73.48736	Hannan-Quinn criter.		-0.257454
F-statistic	40.78313	Durbin-Watson stat		3.503455
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabel 5. *Common Effect Model*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.276829	0.212159	6.018270	0.0000
PROF	1.105281	0.482558	2.290462	0.0241
SIZE	0.002839	0.008065	0.352004	0.7256
LIQ	-0.300839	0.032954	-9.129166	0.0000
SG	0.513920	0.430501	1.193772	0.2354
R-squared	0.468219	Mean dependent var		0.817718
Adjusted R-squared	0.446948	S.D. dependent var		0.597452
S.E. of regression	0.444310	Akaike info criterion		1.261860
Sum squared resid	19.74114	Schwarz criterion		1.388239
Log likelihood	-61.24764	Hannan-Quinn criter.		1.313071
F-statistic	22.01187	Durbin-Watson stat		0.629483
Prob(F-statistic)	0.000000			

Uji Chow. Pengujian ini dilakukan untuk memilih model yang lebih baik atau sesuai untuk mengestimasi data panel antara *Pooled Least Square Model (Common Effect Model)* dan *Fixed Effect Model*. Dari hasil uji *Chow* didapatkan nilai probabilitas 0,0000 atau lebih kecil dari 0,05. Artinya H_0 ditolak atau model terbaik yang digunakan adalah *Fixed Effect Model*.

Tabel 6. Uji *Chow*

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	23.330272	(34,66)	0.0000
Cross-section Chi-square	269.470006	34	0.0000

Uji Hausman. Uji *Hausman* bertujuan untuk memilih model yang tepat untuk mengestimasi data panel antara *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model*. Hasil uji *Hausman* menunjukkan nilai probabilitas *random cross section* sebesar 0,0000 atau lebih kecil dari 0,05 sehingga H_0 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa model terbaik yang digunakan adalah *Fixed Effect Model*.

Tabel 7. Uji *Hausman*

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	52.330217	4	0.0000

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas. Uji multikolinearitas merupakan alat pengujian untuk menguji apakah terdapat korelasi antar variabel independen dalam suatu model regresi (Ghozali, 2018). Model regresi yang baik adalah model yang tidak ada korelasi antar variabel independen. Berdasarkan Tabel 8, hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa nilai multikolinearitas masing-masing variabel independen yang terdiri dari profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan ≤ 10 . Dapat dikatakan tidak ada gejala atau masalah multikolinearitas, artinya, tidak ada hubungan antara variabel bebas.

Tabel 8. Uji Multikolinearitas

	PROF	SIZE	LIQ	SG
PROF	1.000000	-0.339132	0.076803	-0.231491
SIZE	-0.339132	1.000000	0.089041	0.203214
LIQ	0.076803	0.089041	1.000000	-0.041288
SG	-0.231491	0.203214	-0.041288	1.000000

Uji Heteroskedastisitas (Glejser). Pengujian heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah terdapat ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain dalam model regresi. Penelitian ini menggunakan analisis non-grafis yaitu uji *Glejser* untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas pada model regresi dengan nilai signifikansi residual absolut berada di atas 0,05 sehingga tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Table 9. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: Glejser			
F-statistic	1.163920	Prob. F (4,100)	0.3314
Obs*R-squared	4.670996	Prob. Chi-Square (4)	0.3228
Scaled explained SS	5.138265	Prob. Chi-Square (4)	0.2734

Dari uji Heteroskedastisitas yang ditunjukkan di atas, nilai Prob. Chi-Square di atas 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas yang terdeteksi pada penelitian ini.

Uji Hipotesis

Uji Simultan (*F-test*). Variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan digunakan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kebijakan utang. Uji F digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen atau apakah model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen atau tidak. Jika F hitung $>$ nilai F tabel, maka H_0 ditolak dan variabel bebas mempengaruhi variabel terikat. Jika F hitung $<$ dari F tabel maka H_0 diterima dan dapat disimpulkan bahwa tidak ada variabel bebas yang mempengaruhi variabel terikat. Uji F digunakan untuk menguji apakah model penelitian

layak digunakan dalam penelitian atau tidak. Hasil uji F yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 10. F-test

Effects Specification	
Cross-section fixed (dummy variables)	
F-statistic	40.78313
Prob(F-statistic)	0.000000

Berdasarkan tabel di atas, hasil uji simultan (F) menunjukkan bahwa F hitung 40,78313 dengan taraf signifikansi 0,000. Dengan taraf signifikansi 5% atau 0,05 dimana jumlah variabel-1 (df1) adalah $5-1 = 4$, dan df2 (nk-1) adalah $35-4-1 = 30$, (n = jumlah sampel dan k = jumlah variabel bebas), maka diperoleh F tabel sebesar 0,89. Karena nilai F hitung > F tabel adalah $40,78313 > 0,89$ dengan taraf signifikansi 0,000 lebih kecil dari taraf signifikansi (α) 5% atau 0,05, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Likuiditas dan Pertumbuhan Penjualan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang dengan tingkat kepercayaan 95%.

Uji Parsial (t-Test). Determinasi antara profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang diuji secara parsial menggunakan uji statistik *t-test*. Uji t digunakan untuk menguji seberapa jauh pengaruh variasi variabel bebas terhadap variabel terikat. Hasil uji t yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 11. t-Test

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.300989	0.489455	6.744218	0.0000
PROF	-3.931661	0.879503	-4.470319	0.0000
SIZE	-0.089017	0.021367	-4.166149	0.0001
LIQ	-0.048103	0.031191	-1.542211	0.1278
SG	0.065024	0.183370	0.354604	0.7240

Berdasarkan tabel hasil uji-t di atas menunjukkan bahwa probabilitas variabel profitabilitas berada di bawah taraf 0,05 dan nilai koefisien sebesar -3,931661. Hal ini menjelaskan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Berdasarkan hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama (H_{a1}) dalam penelitian ini diterima.

Variabel ukuran perusahaan menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0001 yaitu < 0,05 dan nilai koefisien -0,089017. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang yang berarti hipotesis kedua (H_{a2}) diterima.

Pada variabel likuiditas, nilai probabilitas berada di atas tingkat 0,05 dan tingkat koefisien -0,048103. Artinya likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Oleh karena itu, hal ini menunjukkan bahwa H_3 sebagai hipotesis ketiga dalam penelitian ini ditolak.

Terakhir, pada variabel pertumbuhan penjualan menunjukkan nilai probabilitas 0,7240 yang berada di atas 0,05 dan tingkat koefisien 0,065024. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Dengan demikian, hipotesis keempat dan terakhir dalam penelitian ini ditolak.

Model Analisis Regresi Linier Berganda. Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda untuk mengetahui hubungan antara empat variabel bebas terhadap satu variabel terikat. Berdasarkan Tabel 11, hasil persamaan regresi dapat disimpulkan sebagai berikut:

$$DER = 3.301 - 3.932 PROF - 0.089 SIZE - 0.048 LIQ + 0.065 SG + \varepsilon \dots (2)$$

Keterangan:

DER : Kebijakan Hutang

3.301 : Konstanta

PROF : Profitabilitas

SIZE : Ukuran Perusahaan

LIQ : Likuiditas

SG : Pertumbuhan Penjualan

ε : Error

Dari persamaan di atas, nilai konstanta adalah 3,301. Hal ini menyatakan bahwa jika variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas dan pertumbuhan penjualan sama dengan nol, maka nilai *Debt-to-Equity Ratio* (DER) adalah 3,301. Nilai koefisien regresi profitabilitas (PROF) negatif sebesar 3,932, artinya setiap kenaikan satu unit profitabilitas (PROF) akan menurunkan *Debt-to-Equity Ratio* (DER) sebesar 3,932 dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Nilai koefisien regresi ukuran perusahaan (SIZE) negatif sebesar 0,089, artinya setiap kenaikan ukuran perusahaan (SIZE) sebesar satu satuan akan menurunkan *Debt-to-Equity Ratio* (DER) sebesar 0,089 dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Koefisien regresi likuiditas (LIQ) negatif sebesar 0,048, artinya setiap kenaikan satu unit profitabilitas akan menurunkan *Debt-to-Equity Ratio* (DER) sebesar 0,048 dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Nilai koefisien regresi pertumbuhan penjualan (SG) bernilai positif sebesar 0,065, artinya setiap kenaikan satu unit likuiditas juga akan meningkatkan *Debt-to-Equity Ratio* (DER) sebesar 0,065 dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*). Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model regresi dalam menjelaskan variasi variabel bebas. Rentang nilai untuk koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai disesuaikan R-kuadrat menarik menuju satu berarti bahwa kemampuan variabel independen menyediakan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi perubahan

pada variabel dependen. Hasil koefisien determinasi ditunjukkan pada Tabel 12 di bawah ini.

Tabel 12. Uji Koefisien Determinasi

Effects Specification	
Cross-section fixed (dummy variables)	
R-squared	0.959152
Adjusted R-squared	0.935634
S.E. of regression	0.151576

Berdasarkan tabel di atas, hasil uji koefisien determinasi menunjukkan nilai adjusted R-squared sebesar 0,95. Disimpulkan bahwa 95% dari variabel kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel independen profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas dan pertumbuhan penjualan. Sedangkan sisanya 5% (100% - 95%) dijelaskan oleh variabel atau faktor lain yang tidak berhubungan dengan variabel yang diteliti dalam penelitian ini, seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, arus kas bebas, dan sebagainya.

Rangkuman Hasil Uji Hipotesis. Berdasarkan Tabel 11 uji parsial (*t-Test*), tabel di bawah ini berisi ringkasan dari hasil pengujian.

Tabel 13. Rangkuman Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Penjelasan	Penemuan	Hasil
Ha1	Profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap Kebijakan Hutang	Profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap Kebijakan Hutang	Diterima
Ha2	Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap Kebijakan Hutang	Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap Kebijakan Hutang	Diterima
Ha3	Likuiditas berpengaruh signifikan negatif terhadap Kebijakan Hutang	Likuiditas tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang	Ditolak
Ha4	Pertumbuhan Penjualan berpengaruh signifikan positif terhadap Kebijakan Hutang	Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang	Ditolak

DISKUSI

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 11 di atas menunjukkan probabilitas variabel profitabilitas berada di bawah 0,05 dan nilai koefisien sebesar -3,931661 yang berarti profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan utang. Artinya, semakin tinggi laba yang dicapai perusahaan, semakin rendah penggunaan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas yang dihasilkan perusahaan, maka perusahaan cenderung membutuhkan pendanaan eksternal yang lebih sedikit dan akan lebih memilih untuk

menggunakan pendanaan dari sumber internal yaitu menggunakan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hal ini mengacu pada Brigham dan Houston (2015) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi menggunakan jumlah hutang yang lebih kecil.

Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian investasi yang tinggi akan menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaannya dengan dana internal. Sesuai dengan salah satu teori kebijakan hutang yaitu *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan akan lebih memilih sumber pendanaan internal daripada harus menggunakan sumber pendanaan eksternal atau hutang (Permatasari dan Sulisty, 2019).

Pecking order theory juga menyatakan lebih lanjut, jika suatu perusahaan membutuhkan dana maka harus terlebih dahulu menggunakan dana internal yaitu laba ditahan, tetapi jika harus mencari dana eksternal (eksternal), hutang akan menjadi tugas utama. Teori ini mengutamakan pembiayaan internal akan mengurangi pembiayaan eksternal yaitu utang. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan mampu menghasilkan dana yang lebih banyak untuk digunakan perusahaan sebagai kewajiban asuransi dan berdampak pada pengurangan penggunaan hutang perusahaan (Nurdani dan Rahmawati, 2020). Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Desmintari dan Yetty (2016) dan Nurjanah dan Purnama (2020) bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. Hasil pada Tabel 11 menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memperoleh nilai probabilitas di bawah 0,05 dan nilai koefisien -0,089017. Artinya penelitian ini menemukan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan utang. Nalurita (2017) menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki lebih sedikit informasi tentang asimetri. Akibatnya, kesempatan untuk menerbitkan saham *undervalued* berkurang, dan perusahaan besar akan didorong untuk menggunakan pembiayaan ekuitas. Selain itu, perusahaan besar memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal dibandingkan perusahaan kecil. Karena perusahaan lebih transparan dalam mengungkapkan laporan keuangan tahunan kepada pihak luar, biaya keagenan bagi perusahaan tersebut akan lebih rendah daripada perusahaan dengan informasi asimetris yang tinggi. Hal ini akan mengurangi kemungkinan untuk menerbitkan saham yang *undervalued* dan perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan saham sebagai sumber pendanaan. Oleh karena itu, akan lebih mudah untuk menarik ekuitas dan hutang perusahaan tersebut akan berkurang.

Perusahaan besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kepemilikan aset yang tinggi dan dapat dijadikan sebagai sumber pembiayaan, sehingga perusahaan cenderung lebih mengutamakan penggunaan sumber dana internal daripada hutang (Sevira dan Azhari, 2021). Perusahaan besar juga menyiratkan bahwa perusahaan memiliki sumber pendanaan internal yaitu laba ditahan yang besar, sehingga perusahaan dapat menggunakan laba ditahan tersebut untuk membiayai investasinya tanpa memerlukan pendanaan eksternal. Klaim ini juga didukung oleh teori *pecking order*, yang menurutnya semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula keuntungan yang dihasilkan dan pembiayaan internal yang dapat dijadikan sebagai

pilihan pertama untuk memenuhi kebutuhan perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang diuji oleh Rochmah, dkk. (2021) dan Sevira dan Azhari (2021) yang menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang. Dari uji t yang dilakukan sebelumnya, terlihat bahwa likuiditas memiliki nilai probabilitas sebesar 0,1278 dan nilai koefisien sebesar -0,048103. Sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Menurut Permatasari dan Sulisty (2019), nilai likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa keuangan internal perusahaan cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendek yang mempengaruhi pendanaan utang. Perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan internal, khususnya aset lancar, untuk memenuhi kebutuhan pendanaan baik untuk investasi maupun operasional. Semakin besar likuiditas perusahaan, semakin sedikit perusahaan menggunakan dana eksternalnya.

Setiap perusahaan, baik yang likuid maupun tidak likuid, membutuhkan dana untuk investasi. Jika dana internal tidak mencukupi, perusahaan akan mencari pendanaan dari luar. Perusahaan yang likuid relatif lebih mudah diperoleh, tetapi kreditur mempertimbangkan lebih dari sekedar tingkat likuiditas ketika menentukan kemampuan perusahaan untuk memperoleh pinjaman. Akibatnya, banyak faktor lain yang menjadi pertimbangan kreditur dalam memberikan pinjaman kepada pelaku usaha, baik yang likuid maupun tidak (Wirawan, 2017). Hasil pengujian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Zulkarnain (2020) dan Angeline and Sha (2021) bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Hutang. Hasil dari Tabel 11 menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki 0,7240 dan nilai koefisien 0,065024. Adanya ketidakpastian tingkat penjualan membantu untuk mempertimbangkan penggunaan hutang untuk memenuhi modal kerja perusahaan manufaktur. Hasil ini mendukung teori *pecking order* karena sebagian besar perusahaan perlu diberikan penyediaan dana internal untuk setiap aktivitas yang belum dapat diukur dari segi penerimaan pasar. Penjualan memiliki risiko yang cukup kompleks terkait dengan risiko yang tidak terjual. Oleh karena itu, manajemen perusahaan perlu memprioritaskan penyediaan dana internal untuk setiap aktivitas yang tidak dapat diukur dengan penerimaan pasar. Jika aktivitas perusahaan dibiayai dengan hutang, hal ini terkait dengan arus kas. Sebagai contoh, seluruh periode penjualan unit dalam aktivitas manufaktur dapat terjadi dalam beberapa tahun, dan nilai penjualannya tidak dapat ditentukan secara permanen dari waktu ke waktu, dan pembayaran bunga bank, misalnya, bersifat tetap dan terjadwal (Endri, Mustafa, dan Ryandi, 2019).

Lebih lanjut, Rochmah, dkk. (2021) menyatakan bahwa semakin besar pertumbuhan penjualan suatu perusahaan maka akan semakin mudah bagi perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dari kreditur, dan akan lebih mudah pula bagi perusahaan untuk melakukan penambahan pinjaman kepada bank. Akibatnya, ukuran pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh pada kenaikan atau penurunan kebijakan hutang. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan

oleh Mardiaty, dkk. (2019) dan Husaeni (2018) yaitu pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian di atas, dapat dikatakan bahwa model analisis regresi terbaik untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang adalah *fixed effect model*. Diketahui juga bahwa variabel profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan dua variabel lainnya yaitu likuiditas dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Beberapa hasil penelitian ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan hierarki pendanaan yang lebih disukai perusahaan yaitu pendanaan internal. Namun, jika pendanaan internal tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan perusahaan, pendanaan eksternal dengan hutang akan menjadi sumber pendanaan eksternal pertama yang dipilih perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi dan ukuran yang lebih besar cenderung memiliki banyak dana internal karena perusahaan sedang mengalami pertumbuhan. Oleh karena itu, peningkatan profitabilitas dan ukuran perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang.

Dua variabel lainnya yaitu likuiditas dan pertumbuhan penjualan yang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang sejalan dengan *trade-off theory*. Manajer akan membuat keputusan terbaik mengenai pendanaan yang dibutuhkan perusahaan. Likuiditas dan pertumbuhan penjualan adalah dua di antara banyak variabel yang akan dipertimbangkan manajer saat membuat keputusan pendanaan. Selain itu, kreditur juga mencari gambaran yang lebih besar dan tidak hanya likuiditas dan pertumbuhan penjualan untuk memutuskan apakah akan memberikan pinjaman atau tidak kepada perusahaan. Oleh karena itu, likuiditas dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap penentuan kebijakan hutang.

Batasan. (1) Sampel penelitian ini kurang mewakili seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2017 hingga 2019 (2) Penelitian ini hanya menggunakan periode penelitian tiga tahun antara 2017 hingga 2019 (3) Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel independen.

Saran.

Investor. Bagi investor yang akan berinvestasi pada perusahaan manufaktur, sebaiknya mempertimbangkan berbagai aspek yang dapat mempengaruhi nilai investasi. Tingkat hutang (*leverage*) dari perusahaan pemilik dapat digunakan sebagai ukuran profitabilitas dan kemungkinan perusahaan menjadi tempat investasi dan apakah perusahaan dapat memberikan tingkat pengembalian investasi yang tinggi.

Manajemen Perusahaan. Profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan dapat membantu dalam membuat keputusan terkait dengan pendanaan tambahan melalui hutang.

Penelitian Selanjutnya. (1) Penelitian lebih lanjut dapat memasukkan variabel-variabel seperti kebijakan dividen, kepemilikan institusional, arus kas bebas, kepemilikan manajerial, dan lainnya, serta penggunaan variabel hutang yang diterapkan pada proksi

lain (2) Penelitian lebih lanjut dapat memperluas sampel agar tidak hanya terbatas pada perusahaan manufaktur, tetapi juga perusahaan lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) (3) Memperluas periode penelitian dan menggunakan tahun selain 2017-2019.

DAFTAR PUSTAKA

- Angeline, B., & Sha, T. L. (2021). Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 3(2), 473-481. doi:<http://dx.doi.org/10.24912/jpa.v3i2.11686>
- Aryanto, T., Fauziyanti, W., & Rochmah, S. (2021). Analisis Faktor Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal STIE Semarang*, 13(1), 81-93. doi:<http://dx.doi.org/10.33747>
- Brigham, E. F., & F, H. J. (2015). *Fundamentals of Financial Management*. Mason: Cengage Learning.
- Desmintari, & Yetty, F. (2016). Effect of Profitability, Liquidity, and Assets Structure on The Company Debt Policy. *International Journal of Business and Commerce*, 5(6), 117-131.
- Devi, N. M., Sulindawati, N. L., & Wahyuni, M. A. (2017). Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi Undiksha*, 7(1). doi:<http://dx.doi.org/10.23887/jimat.v7i1.9585>
- Dewi, D. A., & Sudiarta, G. M. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Aset terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(4), 2222-2252.
- Effendi, E., & Ulhaq, R. D. (2021). *Pengaruh Audit Tenur, Reputasi Auditor, Ukuran Perusahaan dan Komite Audit*. Indramayu: Penerbit Adab.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. doi:<https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Endri, E., Mustafa, B., & Rynandi, O. (2019). Determinants of Debt Policy of Real Estate and Property Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(2), 96-104. doi:<https://doi.org/10.32479/ijefi.7618>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Guna, M. A., & Sampurno, R. D. (2018). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Diponegoro Journal of Management*, 7(2), 1-12.
- Hanafi, M. M., & Halim, A. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Hery. (2017). *Kajian Riset Akuntansi Mengulas Berbagai Hasil Penelitian Terkini dalam Bidang Akuntansi dan Keuangan*. Jakarta: Grasindo.
- Hidayat, W. W. (2018). *Dasar-dasar Analisa Laporan Keuangan*. Ponorogo: Uwais Inspirasi Indonesia.
- Husaeni, U. A. (2018). Determinants of Capital Structure in Company Listed in the Jakarta Islamic Index. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 26(2), 443-456.

- Kalui, F. M. (2017). The Applicability of Pecking Order Theory in Kenyan Listed Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22), 159-166.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Kimmel, P. D. (2015). *Financial Accounting*. Hoboken: Wiley.
- Le, H. D., Viet, N. Q., & Anh, N. H. (2021). Trade-Off Theory and Pecking Order Theory: Evidence from Real Estate Companies in Vietnam. *Economics and Business Quarterly Reviews*, 4(2), 79-94. doi:<https://www.doi.org/10.31014/aior.1992.04.02.347>
- Mohammed, S. A.-N., & Muhammed, J. (2017). The Relationship Between Agency Theory, Stakeholder Theory and Shariah Supervisory Board in Islamic Banking. *Humanomics*, 33(1), 75-83. doi: <http://doi.org/10.1108/H-08-2016-0062>
- Nalurita, F. (2017). Determination Of Capital Structure Factors: Evidence from Building Construction Industries in Indonesia. *Business and Entrepreneurial Review*, 17(1), 79-104. doi:<http://dx.doi.org/10.25105/ber.v16i2.5093>
- Novitasari, D. P., & Viriany. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 1(2), 153-162. doi:<http://dx.doi.org/10.24912/jpa.v1i2.4676>
- Nurdani, R., & Rahmawati, I. Y. (2020). The Effect of Firm Sizes, Profitability, Dividend Policy, Asset Structure, Sales Growth and Free Cash Flow on Debt Policy. *Andalas Management Review*, 4(1), 100-119. doi:<https://doi.org/10.25077/amar.4.1.100-119.2020>
- Nurhalis, Faisal, Juanda, Rahmawati, S., Anwar, F., & Prihartini, N. (2018). Analysis of Factors Affecting the Company's Debt Policy with Pecking Order Theory in Wholesale and Retail Companies in Indonesia. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 292(1), 726-730. doi:<https://www.doi.org/10.2991/agc-18.2019.109>
- Nurjanah, I., & Purnama, D. (2020). Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Revenue*, 1(2), 260-269. doi:<https://doi.org/10.46306/rev.v1i2.35>
- Permatasari, M., Sulisty, & Mustikowati, R. I. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Aset, Pertumbuhan Penjualan dan Likuiditas terhadap Struktur Modal. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 7(1), 1-9. doi:<https://doi.org/10.21067/jrma.v7i1.4240>
- Phung, D. N., & Mishra, A. V. (2016). Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Vietnamese Listed Firms. *Australian Economic Papers*, 55(1), 63-98. doi:<https://doi.org/10.1111/1467-8454.12056>
- Rinofah, R., & Mumpuni, D. L. (2019). Determinants of Capital Structure: Internal Factors (Accounting) versus External Factors (Market). *Jurnal Universitas Sebelas Maret*, 4(1), 28-34. doi:<https://doi.org/10.20961/snbr.v4i1.23282>
- Septiani, N. P., & Suaryana, I. G. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Likuiditas pada Struktur Modal. *E-Jurnal Akuntansi*, 22(3), 1682-1710. doi:<https://doi.org/10.24843/EJA.2018.v22.i03.p02>
- Sevira, D. A., & Azhari, M. (2021). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2019. *eProceedings of Management*, 8(2), 793-802.

- Simatupang, H. J., Purwanti, L., & Mardiaty, E. (2019). Determinants of Capital Structures based on the Pecking Order Theory and Trade-off Theory. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(1), 90-102. doi:<https://doi.org/10.26905/jkdp.v23i1.2579>
- Sudana, I. M. (2009). *Manajemen Keuangan Teori dan Praktik*. Surabaya: Airlangga University Press.
- Wikartika, I., & Fitriyah, Z. (2018). Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 10(2), 90-101. doi:<https://doi.org/10.26740/bisma.v10n2.p90-101>
- Wirawan, P. A. (2017). Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Likuiditas terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Sektor Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2014-2015. *Jurnal Pendidikan Ekonomi Undiksha*, 9(1), 1-10. doi:<http://dx.doi.org/10.23887/jjpe.v9i1.19982>
- Yusofi'in, S., & Yahya. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 5(9), 1-17.
- Zuhria, S. F., & Riharjo, I. B. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(11), 1-21.
- Zulkarnain, M. (2020). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*, 22(1), 49-54. doi:<http://dx.doi.org/10.29264/jfor.v22i1.7005>

UCAPAN TERIMA KASIH

Terima kasih kepada kedua orang tua peneliti yang telah memfasilitasi penelitian ini. Kepada sahabat peneliti, Audrey yang telah memberikan dukungan tak terbatas hingga penelitian ini dapat diselesaikan. Terakhir, kepada dosen pembimbing peneliti, Ibu Viriany yang telah membimbing dan mengarahkan penelitian ini dengan sabar.