

**PENGARUH STRUKTUR ASET, LIKUIDITAS, PROFITABILITAS,  
KEBIJAKAN DIVIDEN, KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL  
DAN RISIKO BISNIS TERHADAP KEBIJAKAN UTANG  
(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG  
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015-2017)**

**Benedicta Agustine Kusumi<sup>1</sup>**  
Universitas Multimedia Nusantara  
[benedicta.kusumi@student.umn.ac.id](mailto:benedicta.kusumi@student.umn.ac.id)

**Chermian Eforis<sup>2</sup>**  
Universitas Multimedia Nusantara  
[chermian@umn.ac.id](mailto:chermian@umn.ac.id)

Diterima 12 Agustus 2020  
Disetujui 24 September 2020

*Abstract— The purpose of this research is to obtain the empirical evidence about the effect of the asset structure, liquidity measured by current ratio, profitabilty measured by return on asset, dividend policy measured by dividend payout ratio, institutional's ownership and business risk toward debt policy.*

*The sample in this research was selected using purposive sampling method and the secondary used in this research was analyzed using multiple regression method. The total amount of sample in this research were 30 firms which have been registered as manufacture sector in BEI simultaneously for the year 2015-2017, published financial statements as the end of 31 December and had been audited, used Rupiah as currency, had a positive net income, payment cash dividend, did not do corporate action, specifically: share split, reverse split, right issue, and treasury share, had issues institutional's ownership.*

*The result of this research were (1) asset structure, liquidity, and institutional ownership have significant negative effect towards debt policy, (2) profitability has significant positive effect towards debt policy, (3) dividend policy and business risk has no significant effect towards debt policy*

**Keywords: Asset Structure, Business Risk, Debt Policy, Dividend Policy, Institutional's Ownership, Liquidity, Profitability**

## **1. PENDAHULUAN**

Penurunan suku bunga acuan BI menjadi 5,5 persen banyak dimanfaatkan oleh perusahaan untuk mengajukan pinjaman ke bank, seperti emiten farmasi PT Kalbe Farma Tbk (KLBF). PT KLBF seperti yang dilansir situs Kontan, memanfaatkan tren penurunan suku bunga dengan melakukan pinjaman melalui bank. Pinjaman tersebut nantinya akan digunakan untuk menambah modal dan *capital expenditure (capex)* perusahaan pada tahun 2020 (Dewi, 2019).

Selain PT KLBF, PT Estika Tata Tiara Tbk (BEEF) juga memanfaatkan tren penurunan suku bunga dengan berencana menerbitkan obligasi sebesar Rp350 miliar pada kuartal pertama tahun 2020 dikutip dari situs koran Neraca, dana hasil penerbitan surat

obligasi akan digunakan untuk akuisisi sejumlah aset seperti tanah dan bangunan (Nabhani, 2019). PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) juga memanfaatkan suku bunga yang rendah yang ditawarkan oleh perusahaan afiliasinya Unilever Finance International AG (UFI) yang bemarkas di Swiss. Menurut Sekretaris perusahaan UNVR, pinjaman dana tersebut nantinya akan digunakan untuk membiayai *capex* yang dialokasikan oleh PT UNVR sebesar Rp 1,64 Triliun. *Capex* tersebut akan digunakan untuk menambah kapasitas pabrik (Okezone, 2017).

Menurut Nurhayati (2012) dalam Rokhmawati dan Efni (2017), utang dapat memberikan dampak positif dengan keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan, akibat penggunaan utang tersebut akhirnya mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Contoh perusahaan yang memanfaatkan pengurangan pajak dari utang adalah PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk (INTP). Berdasarkan laporan keuangan INTP, perusahaan memiliki kenaikan utang tahun 2018 sebesar 6% lebih tinggi dari tahun 2017. Dengan meningkatnya utang perusahaan memiliki beban keuangan yang meningkat dari sebelumnya pada tahun 2017 sebesar Rp14.093.000.000 menjadi Rp18.661.000.000 pada tahun 2018 sehingga laba sebelum pajak perusahaan perusahaan yang sebelumnya Rp2.287.989.000.000 pada tahun 2017 berkurang menjadi Rp1.400.822.000.000 pada tahun 2018. Peningkatan beban keuangan yang dimiliki perusahaan dapat mengurangi beban pajak yang harus dibayarkan perusahaan.

Namun penggunaan utang yang berlebih juga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Contoh perusahaan yang menggunakan utang berlebih dan mengalami kesulitan keuangan adalah PT Krakatau Steel Tbk (KRAS). Berdasarkan CNN Indonesia KRAS telah mengumumkan restrukturisasi utang sebesar Rp30 triliun yang melibatkan sepuluh bank nasional, bank swasta nasional dan bank swasta asing. Menurut Direktur Utama Krakatau Steel Silmy Karim restrukturisasi utang merupakan upaya untuk menyelamatkan KRAS karena telah mencatatkan kerugian selama 8 tahun berturut-turut sejak 2012 hingga 2019. Pada kuartal ketiga tahun 2019 KRAS memiliki kerugian sebesar Rp2,97 triliun dan sepanjang 2018 KRAS memiliki utang sebesar Rp1,05 triliun (CNN Indonesia, 2020). Sehingga manajemen dituntut untuk menetapkan kebijakan utang yang optimal, agar perusahaan dapat terhindar dari risiko kebangkrutan.

Teori *trade-off* menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan utang dengan proporsi yang optimal dengan memaksimalkan manfaat dari utang dalam mengurangi pembayaran pajak dan memperkecil biaya kebangkrutan dari utang (Umbarwati dan Fachrurrozie, 2018).

Menurut Puspitasari dan Manik (2016), kebijakan utang adalah keputusan manajemen untuk menentukan besar kecilnya utang sebagai sumber pendanaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional suatu perusahaan. Kebijakan utang diprosikan dengan *Debt to Total Asset Ratio (DAR)*, menurut Weygandt *et al.* (2019) *DAR* dihitung dengan membagi total utang dengan total aset. Menurut Weygandt, *et al.* (2019) mengatakan "*Debt to total assets ratio measure the percentage of total assets provided by creditors*" yang artinya mengukur seberapa besar persentase aset yang dibiayai utang. Semakin tinggi *DAR* maka semakin tinggi porsi aset yang dibiayai utang. Dalam menentukan kebijakan utang, perlu diperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang. Berdasarkan jurnal penelitian sebelumnya, terdapat beberapa faktor yang dianggap mempengaruhi kebijakan utang (*DAR*) termasuk diantaranya adalah struktur aset, likuiditas, profitabilitas, kebijakan dividen, kepemilikan saham institusional dan risiko bisnis.

Struktur aset perusahaan menjadi salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan utang. Struktur aset merupakan proporsi jumlah aset tetap dari total aset perusahaan (Tay, 2009 dalam Nuswandari, 2019). Menurut Rajagukguk *et al.* (2017) struktur aset dapat diukur dengan membandingkan aset tetap dengan total aset perusahaan

yang merupakan alat ukur dalam penelitian ini. Semakin tinggi struktur aset, menunjukkan proporsi aset tetap yang dimiliki perusahaan tinggi. Dengan meningkatnya aset tetap maka jumlah aset tetap yang dapat dijadikan jaminan akan meningkat. Perusahaan yang memiliki aset tetap yang sesuai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman akan menggunakan utang yang lebih tinggi karena kreditor akan memberikan pinjaman jika perusahaan memiliki jaminan (Umbarwati dan Fachrurrozie, 2018).

Dengan proporsi aset tetap yang tinggi perusahaan juga mampu mengoptimalkan kegiatan operasional perusahaan dan meningkatkan jumlah produk yang dihasilkan sehingga pendapatan akan meningkat. Peningkatan pendapatan yang diikuti dengan beban efisien, akan meningkatkan keuntungan perusahaan. Keuntungan yang meningkat akan meningkatkan kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajibannya terkait dengan pembayaran utang, kreditor akan melihat hal ini sebagai dasar untuk meningkatkan pinjaman kepada perusahaan. Pinjaman tersebut dapat digunakan untuk pendanaan aset sehingga aset yang didanai oleh utang menjadi lebih tinggi dan kebijakan utang semakin meningkat. Hasil penelitian Rajagukguk, et al. (2017) mengatakan bahwa struktur aset memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang dan Sari (2015) mengatakan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang serta penelitian Indraswary, et al (2016) mengatakan bahwa struktur aset berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan menurut penelitian Mardiyati, et al. (2018) dan Prayogi, et al. (2016) struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Variabel independen kedua yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan utang adalah likuiditas. Menurut Weygandt, et al. (2019), rasio likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo dan untuk memenuhi kebutuhan kas yang tidak terduga. Likuiditas dapat diukur dengan menggunakan *Current Ratio (CR)* dengan cara membandingkan *current assets* dan *current liabilities*. *Current Ratio* merupakan rasio yang banyak digunakan untuk mengevaluasi likuiditas perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk melunasi utang jangka pendek. Semakin tinggi *current ratio* artinya perusahaan memiliki aset lancar yang cukup untuk meningkatkan kapasitas perusahaan memenuhi kewajibannya terkait kemampuan membayar utang jangka pendek. Hal ini akan menjadi dasar bagi kreditor untuk meningkatkan pinjaman kepada perusahaan. Pinjaman tersebut dapat perusahaan gunakan untuk mendanai aset sehingga aset yang didanai dengan utang menjadi lebih tinggi dan kebijakan utang semakin meningkat. Hasil penelitian Ayunina (2019) dan Yap (2016) mengatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan penelitian yang dilakukan Zheng (2018) mengatakan bahwa likuiditas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.

Variabel independen ketiga yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan utang adalah profitabilitas. Menurut Weygandt et al. (2019), profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam periode tertentu. Dalam penelitian ini, profitabilitas diukur menggunakan *Return on Assets (ROA)*, yaitu dengan membandingkan *net income* dengan *average total assets* yang dimiliki perusahaan (Weygandt et al., 2019). *ROA* menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan aset yang dimiliki perusahaan (Denziana dan Yunggo, 2017). *ROA* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mengelola asetnya dengan efisien maka produk yang dihasilkan perusahaan akan meningkat. Kegiatan operasional perusahaan akan meningkat dan menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi. Pendapatan yang tinggi diikuti beban yang efisien maka akan menghasilkan laba yang tinggi. Semakin tinggi laba akan meningkatkan kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajibannya terkait pembayaran utang. Dengan begitu kreditor akan lebih percaya untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan. Pinjaman

tersebut dapat digunakan untuk mendanai aset sehingga kebijakan utang semakin meningkat. Hasil penelitian Soraya dan Permanasari (2017), Sari (2015), Prayogi, et al. (2016) mengatakan profitabilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan hasil penelitian Angela dan Yanti (2019) menyatakan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.

Variabel independen keempat yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan utang adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen menurut Martono dan Harjito (2003) dalam Bahri (2017) merupakan keputusan laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diproksikan dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio (DPR)* menurut Brigham dan Houston (2011) dalam Bahri (2017) *DPR* dapat diperoleh dengan membandingkan dividen tunai per lembar saham terhadap laba bersih per lembar saham. *Dividend Payout Ratio (DPR)* adalah rasio yang melihat bagian *earning* atau laba yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor (Subramanyam, 2014). Ketika *DPR* tinggi artinya proporsi dividen tunai per lembar saham yang dibagikan lebih tinggi dari jumlah laba yang diestimasikan akan diterima oleh pemegang saham. Dividen tunai per lembar saham yang tinggi akan mengakibatkan sumber pendanaan internal perusahaan menjadi lebih rendah. Dengan rendahnya sumber pendanaan internal dikarenakan pembayaran dividen yang tinggi akan mendorong manajemen untuk menggunakan utang sebagai sumber pendanaan aset perusahaan, sehingga kebijakan utang meningkat. Hasil penelitian Soraya dan Permanasari (2017) dan Anindhita, et al. (2017) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang, sedangkan penelitian Rajagukguk, et al. (2017) secara positif kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang dan Akbar dan Ruzikna (2017) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Variabel independen kelima yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan utang adalah kepemilikan saham institusional. Kepemilikan saham institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun (Viriya dan Suryaningsih, 2017). Pihak institusi yang memiliki saham institusional contohnya bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun dan institusi lainnya (Trisnawati, 2016). Kepemilikan institusional dapat diukur dengan tingkat persentase kepemilikan saham yang dimiliki institusional dibagi total saham perusahaan yang beredar (Kohardinata dan Herdinata, 2013 dalam Viriya dan Suryaningsih, 2017). Menurut Yenieatie dan Destriana (2010) dalam Viriya dan Suryaningsih (2017), pemegang saham institusional lebih memperhatikan kenaikan harga saham dan keuntungan yang didapat melalui pembagian dividen. Pihak pemegang saham institusional tidak menginginkan perusahaan menggunakan pendanaan dengan cara menerbitkan saham baru karena akan menurunkan kepemilikan saham pihak institusional. Proporsi kepemilikan institusional yang tinggi akan membuat pihak institusi memiliki kontrol untuk mendorong manajemen melakukan pendanaan dengan utang karena dengan utang, perusahaan juga dapat menerima manfaat dari penggunaan utang berupa pengurangan pajak sehingga kebijakan utang perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian Yanti (2019) kepemilikan saham institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, sedangkan menurut Viriya dan Suryaningsih (2017) kepemilikan saham institusional tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan utang dan Anindhita, et al. (2017) menyatakan kepemilikan saham institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Variabel independen keenam yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan utang adalah risiko bisnis. Risiko bisnis merupakan suatu risiko atau ketidakpastian kemampuan perusahaan dalam membiayai biaya operasionalnya sehingga berdampak pada ketidakpastian

kemampuan perusahaan menciptakan earnings (Yap, 2016). Dalam penelitian ini risiko bisnis diukur dengan membandingkan standar deviasi *earning before interest and tax (EBIT)* dengan rata-rata *EBIT* (Horne dan Wachowicz, 2005 dalam Viriya dan Suryaningsih, 2017). Rasio ini menunjukkan seberapa besar penyimpangan yang terjadi antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian yang sebenarnya (*actual return*) (Eduardus, 2010 dalam Megawati dan Kurnia, 2015). Ketika risiko bisnis rendah artinya standar deviasi lebih kecil dan menandakan bahwa perusahaan memiliki *income* yang stabil. Ketika *income* perusahaan stabil maka kapasitas perusahaan untuk membayar utang tepat waktu akan meningkat dan kreditor akan melihat ini sebagai dasar untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan. Pinjaman tersebut dapat digunakan untuk mendanai aset sehingga kebijakan utang akan meningkat. Hasil penelitian Viriya dan Suryaningsih (2017) dan Dewi (2015) risiko bisnis berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan Soraya dan Permanasari (2017) dan Yap (2016) menyatakan risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang

## 2. TINJAUAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

### 2.1 Trade-off Theory

*Trade-off theory* menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan utang dalam proporsi yang optimal dengan memaksimalkan manfaat yang didapatkan dari utang untuk mengurangi pembayaran pajak dan meminimalkan biaya kebangkrutan yang timbul dari utang (Brigham dan Houston, 2017). Menurut *trade-off theory*, profitabilitas perusahaan yang tinggi, akan makin meningkatkan kapasitas perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dari luar. Dengan pinjaman dari luar yang makin tinggi, perusahaan akan mendapat keuntungan pajak dari *tax shield* (Yoshendy *et al.*, 2015).

### 2.2 Kebijakan Utang

Kebijakan utang perusahaan merupakan keputusan yang diambil oleh manajemen untuk menentukan besarnya utang dalam sumber pendanaan yang berguna untuk dari membiayai kegiatan operasional perusahaan (Bahri, 2017). Kebijakan utang dalam penelitian ini diukur dengan *Debt to Total Assets Ratio (DAR)*. *DAR* merupakan rasio yang menunjukkan seberapa besarnya utang yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai asetnya (Dewi, 2015). Menurut Christella dan Osesoga (2019), semakin tinggi rasio *DAR* maka menunjukkan bahwa utang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai asetnya semakin tinggi. Menurut Hery (2017) semakin rendah rasio *DAR* menunjukkan bahwa utang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai asetnya semakin rendah. Menurut Sawir (2004) dalam Arfina, *et al.* (2017), jika manajemen perusahaan dapat memanfaatkan dana yang berasal dari utang untuk memperoleh laba operasi yang lebih besar daripada beban bunga, maka penggunaan utang dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan dan akan meningkatkan *return* bagi pemegang saham. Sebaliknya, jika manajemen tidak dapat memanfaatkan dana dengan baik, perusahaan dapat mengalami kerugian.

### 2.3 Struktur Aset

Struktur aset merupakan merupakan proporsi jumlah aset tetap dari total aset perusahaan (Tay, 2009 dalam Nuswandari, 2019). Menurut Mardiyati, *et al.* (2018) aset tetap adalah aset yang dimiliki perusahaan yang bersifat permanen dan dapat habis dalam proses produksi yang memiliki jangka waktu perputaran lebih dari satu tahun. Dalam penelitian ini struktur aset diprosikan dengan menggunakan persentase aset tetap terhadap total aset (Rajagukguk, *et al.*, 2017). Menurut Weston dan Copeland (2008) dalam Sari (2015),

perusahaan yang mempunyai aset tetap jangka panjang lebih besar, maka perusahaan tersebut akan banyak menggunakan utang jangka panjang, dengan harapan aset tersebut dapat digunakan untuk menutup tagihannya. Dengan demikian semakin tinggi struktur aset perusahaan menunjukkan semakin tinggi kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin utang jangka panjang yang dipinjamnya. Sebaliknya semakin rendah struktur aset dari suatu perusahaan menunjukkan semakin rendah kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin utang jangka panjangnya

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rajagukguk, *et al.* (2017), struktur aset perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang. Sedangkan hasil penelitian Mardiyati, *et al.* (2018) dan Prayogi, *et al.* (2016) struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis mengenai pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang sebagai berikut:

**Ha1: Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.**

## 2.4 Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan meningkatkan jumlah kas dalam jangka waktu pendek untuk memenuhi kewajibannya (Subramanyam, 2014). Weygandt, *et al.* (2019) menyatakan bahwa rasio likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo dan memenuhi kebutuhan kas perusahaan. Weygandt, *et al.* (2019) menyatakan bahwa ada empat rasio yang digunakan untuk mengukur likuiditas, yaitu:

1. *Current Ratio*
2. *Acid Test (Quick) Ratio*
3. *Account Receivable Turnover*
4. *Inventory Turnover*

Dalam penelitian ini rasio likuiditas diukur dengan *current ratio (CR)*. Menurut Subramanyam (2014) rasio lancar atau *current ratio* merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek atau utang yang segera jatuh tempo pada saat ditagih secara keseluruhan. Kasmir (2016) menyatakan rata-rata standar industri untuk *current ratio* adalah sebesar 2 kali atau 2:1. Menurut Almilia dan Devi (2007) dalam Vina (2017) perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya, berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid dan mempunyai aset lancar lebih besar daripada utang lancarnya. Tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan (Burton *et al.*, 2000 dalam Vina, 2017). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ayunina, *et al.* (2019) dan Yap (2016) menyatakan likuiditas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian yang dilakukan Viriya dan Suryaningsih (2017) menyatakan likuiditas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan penelitian yang dilakukan Zheng (2018) mengatakan bahwa likuiditas tidak memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian tersebut, maka diajukan hipotesis mengenai pengaruh likuiditas terhadap kebijakan utang sebagai berikut:

**Ha2: Likuiditas yang diprosikan dengan CR berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.**

## 2.5 Profitabilitas

Menurut Weygandt, *et al.* (2019), rasio profitabilitas mengukur pendapatan atau keberhasilan dari kegiatan operasi perusahaan dalam periode waktu tertentu. Menurut Denziana dan Yunggo (2017) terdapat tiga rasio yang dapat digunakan dalam rasio profitabilitas, yaitu:

- a. *Return on asset (ROA)*,
- b. *Return on equity (ROE)*,
- c. *Net profit margin (NPM)*

Dalam penelitian ini profitabilitas diproksikan dengan *return on asset (ROA)*. Menurut Denziana dan Yunggo (2017), *ROA* merupakan rasio yang digunakan untuk menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Subramanyam, (2014) *net income* atau disebut juga *earnings/profit* merupakan hasil akhir dari operasi bisnis perusahaan selama jangka waktu tertentu. Menurut IAI (2018), aset adalah sumber daya yang dikendalikan oleh entitas sebagai akibat peristiwa masa lalu dan manfaat ekonomik masa depan dari aset tersebut diperkirakan mengalir ke entitas. *ROA* dapat menunjukkan bagaimana kinerja perusahaan dilihat dari penggunaan keseluruhan aset yang dimiliki oleh perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. *ROA* yang positif menunjukkan bahwa dari total aset yang dipergunakan untuk operasi perusahaan mampu memberikan laba bagi perusahaan. Sebaliknya jika *ROA* negatif menunjukkan total aset yang dipergunakan tidak memberikan keuntungan/kerugian (Mahardika dan Marbun, 2016).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Soraya dan Permanasari (2017) dan Sari (2015) mengatakan profitabilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, Prayogi, *et al.* (2016) mengatakan profitabilitas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan hasil penelitian Angela dan Yanti (2019) menyatakan profitabilitas tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian diatas, maka diajukan hipotesis mengenai pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan utang sebagai berikut:

**Ha<sub>3</sub>: Profitabilitas yang diproksikan dengan *ROA* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.**

## 2.6 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menurut Martono dan Harjito (2003) dalam Bahri (2017) merupakan keputusan laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Menurut Rajagukguk, *et al.* (2017) kebijakan dividen merupakan kebijakan untuk menentukan besarnya keuntungan perusahaan yang harus dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dan yang harus ditahan dalam bentuk laba ditahan. Menurut Weygandt, *et al.* (2019) dividen adalah pembagian kas atau aset lain oleh perusahaan kepada pemegang saham.

Kebijakan dividen pada penelitian ini diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Kasmir (2008) dalam Prasetyo dan Suryono (2016) mengatakan bahwa *DPR* merupakan hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa. Kieso, *et al.* (2018) menyatakan dividen dapat dibagikan dalam beberapa bentuk yaitu:

1. *Cash dividend* yaitu dividen yang dibagikan dalam bentuk uang tunai.
2. *Property Dividends* yaitu dividen yang dibayarkan dalam aset perusahaan selain uang tunai atau dividen dalam bentuk barang
3. *Liquidating Dividends* yaitu dividen selain dari saldo laba. Istilah ini artinya dividen tersebut adalah pengembalian investasi pemegang saham daripada keuntungan.
4. *Share Dividends* yaitu penerbitan saham oleh perusahaan sendiri kepada pemegang saham secara pro rata tanpa menerima pertimbangan apapun.

Menurut Weygandt, *et al* (2019) syarat pembagian *cash dividend* yaitu:

- a. *Retained earnings*: pembayaran *cash dividend* berasal dari saldo *retained earnings*.
- b. *Adequate cash*; sebelum mendeklarasi untuk membagikan *cash dividend*, perusahaan harus memiliki kas yang memadai.
- c. *A declaration of dividends*; pembayaran *cash dividend* dilakukan berdasarkan keputusan dewan direksi, perusahaan tidak akan membagikan dividen kecuali dewan direksi telah memutuskan untuk membagikannya.

Menurut Weygandt, *et al.* (2019), terdapat 3 penanggalan penting dalam dividen, yaitu:

1. Tanggal deklarasi yaitu dewan direksi menyatakan setuju untuk pemberian dividen tunai dan mengumumkannya kepada pemegang saham.
2. Tanggal pencatatan yaitu perusahaan menentukan kepemilikan dari saham yang beredar untuk tujuan dividen. Dalam jeda waktu antara tanggal deklarasi dengan tanggal pencatatan, perusahaan memperbarui catatan kepemilikan sahamnya.
3. Tanggal pembayaran yaitu perusahaan melakukan pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham yang tercatat.

Hasil penelitian yang dilakukan Soraya dan Permanasari (2017) dan Anindhita, *et al.* (2017) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang, sedangkan penelitian Rajagukguk, *et al.* (2017) dan Akbar dan Ruzika (2017) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang sebagai berikut:

**Ha4: Kebijakan dividen yang diprosikan dengan DPR berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.**

## 2.7 Kepemilikan Saham Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun yang diukur dengan persentase (Viriya dan Suryaningsih, 2017). Selain itu Akbar dan Ruzikna, 2017 mengatakan bahwa kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Institusi yang biasanya menjadi pemegang saham mayoritas memiliki kekuatan lebih untuk mengontrol dan menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976 dalam Setiawati dan Raymond, 2017). Menurut Kohardinata dan Herdinata (2013) dalam Viriya dan Suryaningsih (2017), kepemilikan institusional dapat diukur dengan membandingkan total kepemilikan saham institusional dengan jumlah keseluruhan saham beredar perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Akbar dan Ruzikna (2017) dan Angela dan Yanti (2019) menyatakan kepemilikan saham institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang, sedangkan menurut Viriya dan Suryaningsih (2017) dan Anindhita, *et al.* (2017) menyatakan kepemilikan saham institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian diatas, maka diajukan hipotesis mengenai pengaruh kepemilikan saham institusional terhadap kebijakan utang sebagai berikut:

**Ha5: Kepemilikan saham institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.**

## 2.8 Risiko Bisnis

Menurut Husna dan Wahyudi (2016) risiko bisnis adalah suatu fungsi dari ketidakpastian yang berhubungan erat dengan proyeksi pengembalian atas modal yang diinvestasikan di dalam suatu perusahaan, sedangkan menurut Sawir (2004) dalam Arfina *et al.*, (2017) risiko bisnis merupakan akibat langsung dari keputusan investasi perusahaan, yang



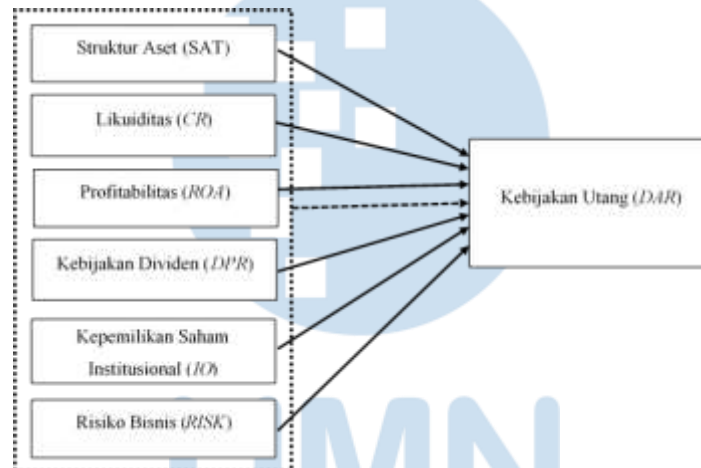
tercermin dalam struktur asetnya. Perusahaan yang menghadapi risiko bisnis yang tinggi, akan menghindari penggunaan hutang yang tinggi dalam mendanai asetnya, maka semakin tinggi risiko bisnis suatu perusahaan maka kebijakan hutang perusahaan tersebut rendah (Husna dan Wahyudi, 2016). Menurut Horne dan Wachowicz (2005) dalam Viriya dan Suryaningsih (2017) risiko bisnis dapat diukur dengan membandingkan standar deviasi *earning before interest and tax (EBIT)* dengan rata-rata *EBIT*. Menurut Syamsuddin (2013) dalam Rohana dan Pratiwi (2020), *Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)* adalah hubungan antara pendapatan sebelum pembayaran bunga dan pajak.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Viriya dan Suryaningsih (2017) dan Dewi (2015) risiko bisnis berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan Soraya dan Permanasari (2017) dan Yap (2016) menyatakan risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis mengenai pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan utang sebagai berikut:

**Ha<sub>5</sub>: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.**

## 2.9 Model Penelitian

Kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini, dapat digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 1. Model Penelitian**

## 3. METODE PENELITIAN

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *causal study*. *Causal study* merupakan studi dimana peneliti menggambarkan berbagai faktor yang menyebabkan terjadinya suatu masalah. Dapat disimpulkan bahwa *causal study* merupakan penelitian yang dilakukan untuk membuktikan hubungan sebab akibat yang terjadi dalam variabel penelitian (Sekaran dan Bougie, 2016). Masalah yang diteliti dalam penelitian ini adalah pengaruh variabel independen yang terdiri dari pertumbuhan penjualan, kebijakan dividen, likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal.

### 3.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan utang yang diproksikan dengan *debt to total assets ratio (DAR)*. Kebijakan Utang adalah keputusan yang dilakukan manajemen dalam menentukan besarnya utang yang digunakan untuk mendanai aset perusahaan. Sedangkan, *DAR* merupakan rasio keuangan digunakan untuk mengukur proporsi total aset yang dibiayai dengan menggunakan utang. Rumus yang digunakan untuk menghitung *debt to total assets ratio (DAR)*, yaitu (Weygandt, et al., 2019):

$$\text{Debt to Total Assets Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

### 3.2 Variabel Independen

Dalam penelitian ini terdapat enam variabel independen, yaitu struktur aset, likuiditas, profitabilitas, kebijakan dividen, kepemilikan saham institusional dan risiko bisnis.

#### 1. Struktur Aset

Struktur aset merupakan porsi aset tetap dari keseluruhan jumlah aset yang dimiliki perusahaan, dimana aset tetap tersebut digunakan sebagai jaminan perusahaan untuk memperoleh pinjaman. Struktur aset dalam penelitian ini dapat dihitung dengan cara membandingkan aset tetap dengan total aset perusahaan. Menurut Arfina *et al.* (2017) struktur aset dapat dihitung dengan menggunakan rumus, sebagai berikut:

$$\text{Struktur Aset (SAT)} = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

#### 2. Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban/utang jangka pendeknya. Dalam penelitian ini likuiditas diproksikan dengan *Current Ratio (CR)*. *CR* adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar. Menurut Weygandt *et al.* (2019) likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$$

#### 3. Profitabilitas

Profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari kegiatan operasi perusahaan pada periode waktu tertentu. Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka semakin menggambarkan tingginya kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan dengan *Return On Asset (ROA)*. *ROA* adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan memanfaatkan aset yang dimiliki. Menurut Weygandt, *et al* (2019), *ROA* dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Return on Asset (ROA)} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Total Asset}}$$

#### 4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk membagikan keuntungan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dan besarnya laba ditahan untuk kegiatan operasional perusahaan. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. *DPR* merupakan rasio yang menunjukkan persentase keuntungan perusahaan per lembar saham yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Menurut Brigham dan Houston (2011) dalam Bahri (2017) *Dividend Payout Ratio (DPR)* dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Cash dividends per share (DPS)}}{\text{Earnings per share (EPS)}}$$

#### 5. Kepemilikan Saham Institusional

Kepemilikan saham institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki pihak institusi seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain yang berada dalam negeri maupun luar negeri serta pemerintah dalam maupun luar negeri pada akhir tahun yang diukur dengan persentase. Dalam penelitian ini, kepemilikan saham institusional dapat diukur dengan rumus sebagai berikut (Kohardinata dan Herdinata, 2013 dalam Viriya dan Suryaningsih, 2017):

$$\text{Kepemilikan Saham Institusional (IO)} = \frac{\text{Total Institutional's Shares}}{\text{Outstanding Shares}}$$

#### 6. Risiko Bisnis

Risiko Bisnis merupakan ketidakpastian atas pengembalian modal yang diinvestasikan di dalam suatu perusahaan. Menurut Syamsuddin (2013) dalam Rohana dan Pratiwi (2020), *Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)* adalah hubungan antara pendapatan sebelum pembayaran bunga dan pajak. Risiko bisnis menurut Horne dan Wachowicz (2005) dalam Viriya dan Suryaningsih (2017) dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Risiko Bisnis (RISK)} = \frac{\text{Standar Deviasi EBIT}}{\text{Rata - Rata EBIT}}$$

### 3.3 Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa data keuangan perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2017. Menurut Sekaran dan Bougie (2016) data sekunder merupakan informasi yang dikumpulkan oleh pihak lain selain dari peneliti yang melakukan penelitian ini atau data dapat diperoleh dari sumber yang sudah ada. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan yang telah diaudit oleh auditor independen. Laporan keuangan tersebut dapat diperoleh dari *website* resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu, [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan *website* perusahaan.

### 3.4 Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi penelitian adalah perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit untuk tahun 2015 hingga tahun 2017. Populasi merupakan seluruh kelompok orang, peristiwa atau hal-hal yang menarik bagi peneliti untuk diinvestigasi (Sekaran dan Bougie, 2016). Sampel adalah bagian dari populasi. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel berdasarkan kriteria atau karakteristik yang ditentukan secara sengaja (Sekaran dan Bougie, 2016).

### 3.5 Teknik Analisis Data

Metode analisis data dalam penelitian ini menggunakan regresi linear berganda dengan bantuan pengolahan data menggunakan *SPSS (Statistic Product & Service Solution)*. Pengujian yang dilakukan diantaranya pengujian data berupa uji statistik deskriptif, uji normalitas, uji asumsi klasik (uji multikolonieritas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas), uji hipotesis (uji koefisien korelasi, uji koefisien determinasi, uji signifikansi simultan/ uji statistik F, uji signifikansi parameter individual/ uji statistik t).

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1 Objek Penelitian

**Tabel 1. Rincian Pengambilan Sampel Penelitian**

No	Kriteria Sampel	Jumlah perusahaan
1.	Perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2017	141 perusahaan
2.	Perusahaan manufaktur yang secara berturut-turut menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit auditor independen dan memiliki periode pelaporan dari 1 Januari sampai 31 Desember selama periode 2015-2017.	134 perusahaan
3.	Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dengan mata uang Rupiah selama periode 2015-2017.	108 perusahaan
4.	Perusahaan yang memiliki laba positif secara berturut-turut pada periode 2015-2017.	69 perusahaan
5.	Perusahaan manufaktur membagikan dividen tunai secara berturut-turut selama periode 2016-2018 atas laba periode 2015-2017.	46 perusahaan
6.	Perusahaan manufaktur yang tidak melakukan aksi korporasi, yaitu: <i>share split</i> , <i>reverse split</i> , <i>right issue</i> , dan <i>treasury share</i> secara berturut-turut selama periode 2015-2017.	31 perusahaan
7.	Perusahaan manufaktur yang memiliki struktur kepemilikan institusional secara berturut-turut selama periode 2015-2017.	30 perusahaan
	<b>Jumlah perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian</b>	<b>30 perusahaan</b>

### 4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi mengenai kebijakan utang (*DAR*), struktur aset (*SAT*), likuiditas (*CR*), profitabilitas (*ROA*), kebijakan dividen (*DPR*), kepemilikan saham institusional (*IO*) dan risiko bisnis (*RISK*) yang dilihat dari nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), *range*, dan standar deviasi (tingkat penyimpangan). Berikut ini merupakan hasil uji statistik deskriptif:

**Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif**

Descriptive Statistics						
	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DAR	90	.6154	.1110	.7264	.360921	.1637535
SAT	90	.6618	.0357	.6975	.378349	.1561104
CR	90	14.5804	.5842	15.1646	2.754529	2.3415626
ROA	90	.5481	.0066	.5547	.103569	.0960297
DPR	90	1.3929	.0647	1.4576	.392573	.2771437
IO	90	.5169	.4809	.9978	.834987	.1640144
RISK	90	.8971	.0040	.9011	.203012	.1827035
Valid N (listwise)	90					

**4.3 Uji Normalitas**

**Tabel 3. Hasil Uji Normalitas**

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
			Unstandardized Residual
N			90
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean		.0000000
	Std. Deviation		.10907209
Most Extreme Differences	Absolute		.104
	Positive		.104
	Negative		-.078
Test Statistic			.104
Asymp. Sig. (2-tailed)			.018 <sup>c</sup>
Monte Carlo Sig. (2-tailed)	Sig.		.262 <sup>d</sup>
	95% Confidence Interval	Lower Bound	.254
		Upper Bound	.271

a. Test distribution is Normal.  
 b. Calculated from data.  
 c. Lilliefors Significance Correction.  
 d. Based on 10000 sampled tables with starting seed 2000000.

Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan hasil dengan tingkat signifikansi *Monte Carlo Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,254 atau lebih besar dari 0,05. Melalui hasil pengujian ini, dapat dinyatakan bahwa semua variabel yang sedang diuji terdistribusi secara normal karena nilai signifikansi dari hasil uji lebih besar dari 0,05.

**4.4 Uji Asumsi Klasik**

**4.4.1 Uji Multikolonieritas**

**Tabel 4. Hasil Uji Multikolonieritas**

Coefficients <sup>a</sup>			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	SAT	.731	1.368
	CR	.752	1.329
	ROA	.774	1.292
	DPR	.737	1.357
	IO	.882	1.134
	RISK	.961	1.040

a. Dependent Variable: DAR

Berdasarkan Tabel 4 terlihat bahwa seluruh variabel independen yaitu Struktur Aset (SAT), Likuiditas (CR), Profitabilitas (ROA), Kebijakan Dividen (DPR), Kepemilikan Saham Institusional (IO), dan Risiko Bisnis (RISK) memiliki nilai *tolerance* yang lebih besar dari 0,10 dan nilai *VIF* (*Variance Inflation Factor*) yang lebih kecil dari 10, sehingga dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi multikolonieritas dalam model regresi.

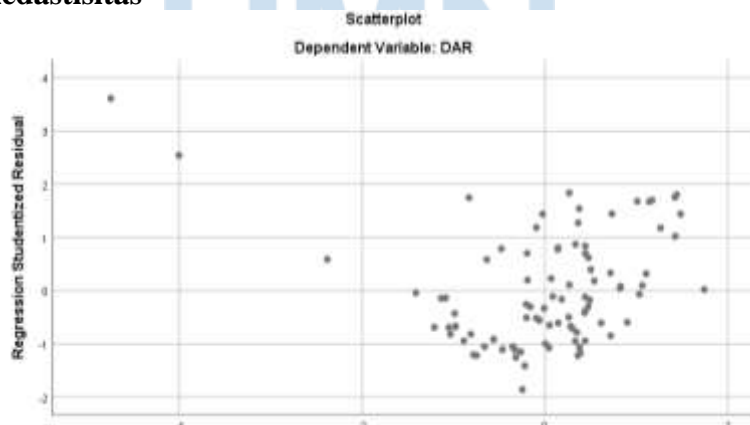
#### 4.4.1 Uji Autokorelasi

Tabel 5. Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary <sup>b</sup>	
Model	Durbin-Watson
1	2.152 <sup>a</sup>
a. Predictors: (Constant), RISK, CR, ROA, IO, DPR, SAT	
b. Dependent Variable: DAR	

Berdasarkan Tabel 5, hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa nilai *Durbin-Watson* adalah 2,152. Berdasarkan tabel *Durbin-Watson*, diketahui bahwa jika jumlah observasi 90 dan terdapat 6 variabel independen, maka nilai *du* adalah 1,8014. Nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,152 lebih besar dibandingkan dengan nilai *du* dan disaat bersamaan lebih rendah dari 2,1986 (4-1,8014) yang merupakan nilai 4-*du*, sehingga dapat diperoleh kondisi *Durbin-Watson* sebagai berikut  $1,8014 < 2,152 < 2,1986$  yang menunjukkan bahwa dalam model regresi linear tidak terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode *t* dengan kesalahan pengganggu pada periode (*t*-1) sebelumnya.

#### 4.4.3 Uji Heteroskedastisitas



Gambar 2. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan grafik *scatterplot* pada Gambar 2 hasil uji heteroskedastisitas yang ditunjukkan melalui grafik *scatterplot* menunjukkan bahwa titik-titik pada grafik *scatterplot* menyebar secara acak dan tidak membentuk suatu pola tertentu secara teratur (gelombang, melebar, dan kemudian menyempit). Titik-titik pada grafik *scatterplot* juga menyebar di atas

maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Oleh karena itu, dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

## 4.5 Uji Hipotesis

### 4.5.1 Uji koefisien korelasi

Analisis korelasi (R) bertujuan untuk mengukur kekuatan hubungan linear antara dua variabel (Ghozali, 2018). Berikut ini merupakan hasil uji koefisien korelasi:

**Tabel 6. Hasil Uji Koefisien Korelasi dan Koefisien Determinasi**

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.746 <sup>a</sup>	.556	.524	.1129457
a. Predictors: (Constant), RISK, CR, ROA, IO, DPR, SAT				
b. Dependent Variable: DAR				

Berdasarkan Tabel 6, nilai koefisien korelasi (R) dalam penelitian ini adalah sebesar 0,746 atau 74,6%. Nilai ini menunjukkan hubungan antara variabel independen yaitu struktur aset (SAT), likuiditas (CR), profitabilitas (ROA), kebijakan dividen (DPR), kepemilikan saham institusional (IO) dan risiko bisnis (RISK) dengan variabel dependen yaitu kebijakan utang (DAR) memiliki korelasi yang kuat. Hal ini dikarenakan nilai koefisien korelasi berada di antara 0,60-0,799.

### 4.5.2 Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi ( $R^2$ ) bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Berdasarkan Tabel 6, dapat diketahui nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,524 sehingga nilai ini menunjukkan bahwa variabel independen yaitu, struktur aset (SAT), likuiditas (CR), profitabilitas (ROA), kebijakan dividen (DPR), kepemilikan saham institusional (IO) dan risiko bisnis (RISK) dapat menjelaskan variabel dependen, yaitu kebijakan utang (DAR) sebesar 52,4% dan sisanya 47,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diuji dalam penelitian ini.

### 4.5.3 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F bertujuan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang terdapat dalam model regresi memiliki pengaruh secara bersama-sama atau simultan terhadap variabel dependen. Berikut hasil uji statistik F:

**Tabel 7. Hasil Uji Statistik F**

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.328	6	.221	17.347	.000 <sup>b</sup>
	Residual	1.059	83	.013		
	Total	2.387	89			
a. Dependent Variable: DAR						
b. Predictors: (Constant), RISK, CR, ROA, IO, DPR, SAT						

Berdasarkan Tabel 7, diketahui bahwa nilai F adalah sebesar 17,347 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi yang berada dibawah 0,05 menunjukkan bahwa variabel independen yaitu, struktur aset (SAT), likuiditas (CR), profitabilitas (ROA), kebijakan dividen (DPR), kepemilikan saham institusional (IO) dan risiko bisnis (RISK) secara bersama-sama (simultan) memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu, kebijakan utang (DAR) dan model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen.

#### 4.5.4 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2018). Berikut merupakan hasil uji statistik t:

Tabel 8. Hasil Uji Statistik t

Model		Coefficients <sup>a</sup>				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.716	.082		8.716	.000
	SAT	-.247	.090	-.235	-2.750	.007
	CR	-.055	.006	-.784	-9.297	.000
	ROA	.351	.142	.206	2.479	.015
	DPR	.043	.050	.074	.864	.390
	IO	-.190	.078	-.191	-2.449	.015
	RISK	-.028	.067	-.031	-.418	.677

a. Dependent Variable: DAR

Berdasarkan hasil uji statistik t diketahui bahwa variabel struktur aset (SAT) memiliki nilai t sebesar -2,750 dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,007. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a1}$  ditolak sehingga struktur aset tidak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang melainkan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Indraswary, *et al.* (2016) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Namun, bertentangan dengan penelirian Prayogi, *et al.* (2016) yang menyatakan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Total Asset Ratio*.

Berdasarkan uji statistik t diketahui bahwa variabel likuiditas (CR) memiliki nilai t sebesar -9,297 dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,000. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a2}$  ditolak sehingga likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* tidak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang melainkan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan. Hasil penelitian yang dilakukan Viriya dan Suryaningsih (2017) menyatakan likuiditas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan hasil uji statistik t variabel profitabilitas (ROA) memiliki nilai t sebesar 2,479 dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,015. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a3}$  diterima sehingga profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset (ROA)* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Soraya dan Permanasari (2017), Sari (2015), Dicky, *et al.* (2016) mengatakan profitabilitas memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan utang.



Berdasarkan hasil uji statistik t variabel kebijakan dividen (*DPR*) memiliki nilai t sebesar 0,864 dengan tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu 0,390. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a4}$  ditolak sehingga kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (*DPR*) tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan Rajagukguk, et al. (2017) bahwa secara positif kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang dan penelitian yang dilakukan Akbar dan Ruzika (2017) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang. Berdasarkan data sampel, terdapat 46 dari 90 atau 51,1% observasi mengalami peningkatan *DPR*. Ketika *DPR* meningkat artinya proporsi laba per lembar saham yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen juga tinggi. Berdasarkan data, meskipun *DPR* mengalami peningkatan namun pembayaran dividen pada arus kas pendanaan hanya mengalami rata-rata pertumbuhan sebesar 20,5% lebih kecil dibandingkan rata-rata pertumbuhan pembayaran utang sebesar 60%. Sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan hasil uji statistik t variabel kepemilikan saham institusional (*IO*) memiliki nilai t sebesar -2,449 dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,015. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a5}$  ditolak sehingga kepemilikan saham institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Putra dan Ramadhani (2017) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang serta bertentangan dengan penelitian Angela dan Yanti (2019) yang mengatakan bahwa kepemilikan saham institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang dan berbeda dengan hasil penelitian Viriya dan Suryaningsih (2017) yang mengatakan bahwa kepemilikan saham institusional tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan hasil uji statistik t variabel risiko bisnis (*RISK*) memiliki nilai t sebesar -0,418 dengan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu 0,677. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a6}$  ditolak sehingga risiko bisnis tidak memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hal ini sejalan dengan penelitian Soraya dan Permanasari (2017) dan Yap (2016) bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Viriya dan Suryaningsih (2017) dan Dewi (2015) bahwa risiko bisnis berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan data, terlihat bahwa sebanyak 57 dari 90 atau 63% observasi memiliki risiko bisnis dibawah rata-rata. Ketika risiko bisnis rendah artinya perusahaan memiliki penyimpangan yang rendah dari tingkat pengembalian yang diharapkan. Namun dalam penelitian ini, 57 observasi dengan risiko bisnis dibawah rata-rata memiliki rata-rata pertumbuhan standar deviasi *EBIT* sebesar 52%, standar deviasi yang tinggi artinya penyimpangan yang terjadi lebih tinggi dari tingkat pengembalian yang diharapkan. Hal ini juga dapat terlihat dari 57 perusahaan mengalami rata-rata mengalami perubahan *EBIT* sebesar 84%, dengan *EBIT* yang berfluktuasi tersebut kemampuan perusahaan untuk melakukan pembayaran utang menurun sebesar 12% yang terlihat dari rata-rata arus kas pembayaran utang. Dengan menurunnya kemampuan perusahaan untuk melakukan pembayaran utang ini akan menurunkan tingkat kepercayaan kreditor. Berdasarkan data terdapat 30 dari 57 atau 53% observasi memiliki *DAR* dibawah rata-rata. Sehingga dalam menentukan keputusan kebijakan utang suatu perusahaan, risiko bisnis kurang mampu menjadi indikasi dalam menentukan kebijakan utang yang tepat bagi perusahaan.

Berdasarkan tabel 8 diperoleh suatu persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian yaitu:

$$DAR = 0,716 - 0,247 SAT - 0,055 CR + 0,351 ROA + 0,043 DPR - 0,190 IO - 0,028 RISK$$

## 5. KESIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh pertumbuhan penjualan, kebijakan dividen, likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal secara parsial maupun simultan. Simpulan yang diperoleh dari hasil penelitian ini adalah:

1. Struktur aset memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Total Asset Ratio*. Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa  $H_{a1}$  ditolak.
2. Likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Total Asset Ratio*. Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa  $H_{a2}$  ditolak.
3. Profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Asset* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Total Asset Ratio*. Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa  $H_{a3}$  diterima.
4. Kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Total Asset Ratio*. Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa  $H_{a4}$  ditolak.
5. Kepemilikan saham institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Total Asset Ratio*. Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa  $H_{a5}$  ditolak.
6. Risiko bisnis berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Total Asset Ratio*. Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa  $H_{a6}$  ditolak.

Menurut *trade-off theory*, profitabilitas perusahaan yang tinggi, akan makin meningkatkan kapasitas perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dari luar. Dengan pinjaman dari luar yang makin tinggi, perusahaan akan mendapat keuntungan pajak dari *tax shield* (Yoshendy *et al.*, 2015). Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade off theory* terkait dengan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan utang. Berbeda halnya dengan likuiditas, yang menunjukkan hasil bahwa ketika perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar utang jangka pendek lebih tinggi, kebijakan utang menjadi semakin rendah.

### 5.2 Implikasi

Kebijakan utang merupakan keputusan yang diambil pihak manajemen untuk menentukan besarnya utang sebagai sumber pendanaan yang berguna untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Dalam *trade-off theory* dikatakan bahwa proporsi kebijakan yang optimal dilakukan dengan memaksimalkan manfaat yang didapat dari penggunaan utang berupa pengurangan pajak dan meminimalkan biaya kebangkrutan yang timbul dari utang.

Dalam penelitian ini, struktur aset berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio (DAR)*. Hal ini mengandung implikasi agar kedepannya perusahaan dapat memperhatikan struktur aset yang dimiliki. Artinya jika perusahaan ingin menggunakan pendanaan yang berasal dari eksternal berupa utang, maka perusahaan harus memiliki struktur aset dengan proporsi aset dalam penyelesaian yang

rendah. Karena dengan proporsi aset dalam penyelesaian yang rendah, maka perusahaan dapat memaksimalkan kegiatan operasionalnya. Dengan begitu penjualan meningkat dan diikuti dengan beban yang efisien akan meningkatkan laba perusahaan. Ketika laba yang perusahaan hasilkan meningkat maka kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajiban akan tinggi. Sehingga tingkat kepercayaan kreditor untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan akan meningkat dan kebijakan utang meningkat.

Selain struktur aset, likuiditas juga memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *DAR*. Hal ini mengandung implikasi agar kedepannya perusahaan dapat lebih memperhatikan likuiditas perusahaan. Artinya jika perusahaan ingin menggunakan pendanaan yang berasal dari eksternal berupa utang, maka perusahaan harus memiliki *CR* dengan proporsi kas yang lebih tinggi dibandingkan aset lancar lain berupa piutang dan persediaan. Perusahaan juga harus memiliki piutang yang dapat tertagih dengan cepat dan memiliki persediaan yang dapat terjual dengan cepat. Sehingga perusahaan dapat memiliki proporsi kas yang tinggi untuk memenuhi utang lancar yang jatuh tempo. Ketika perusahaan memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajibannya, tingkat kepercayaan kreditor akan meningkat untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan. Sehingga kebijakan utang perusahaan akan meningkat.

Dalam penelitian ini terbukti bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset (ROA)* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan (*DAR*). Hal ini mengandung implikasi agar kedepannya perusahaan dapat lebih memperhatikan profitabilitas perusahaan. Artinya jika perusahaan ingin menggunakan pendanaan yang berasal dari eksternal berupa utang, maka perusahaan harus memiliki *ROA* yang tinggi, karena dengan *ROA* yang tinggi artinya perusahaan memiliki kemampuan mengelola asetnya untuk menghasilkan laba yang tinggi. Laba yang tinggi menandakan perusahaan memiliki potensi untuk memenuhi kewajibannya yang jatuh tempo. Hal ini akan meningkatkan kepercayaan kreditor untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan. Pinjaman tersebut dapat perusahaan gunakan untuk mendanai asetnya, sehingga kebijakan utang perusahaan akan meningkat.

Dalam penelitian ini terbukti juga bahwa kepemilikan saham institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan *DAR*. Hal ini mengandung implikasi agar kedepannya perusahaan dapat lebih memanfaatkan utang sebagai pengurang pajak dalam perusahaan. Artinya jika perusahaan ingin menggunakan pendanaan yang berasal dari eksternal berupa utang, maka perusahaan harus memiliki proporsi utang dengan bunga yang tinggi. Karena dengan proporsi utang dengan bunga yang tinggi maka perusahaan dapat memaksimalkan manfaat yang didapat dari beban bunga berupa pengurangan pajak. Sehingga *return* yang didapatkan oleh pihak institusi akan meningkat dan akhirnya pihak institusi akan mendorong pihak manajemen untuk menggunakan utang dan kebijakan utang perusahaan akan meningkat.

### 5.3 Keterbatasan

Keterbatasan dari penelitian yang dilakukan yaitu terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi kebijakan utang (*DAR*) yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Hal ini diketahui dari nilai *adjusted R square* sebesar 52,4% sedangkan sisanya sebesar 47,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diuji dalam penelitian ini. Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2015-2017.

## 5.4 Saran

Berdasarkan simpulan dan keterbatasan dalam penelitian ini, maka saran yang dapat diberikan kepada peneliti selanjutnya terkait dengan kebijakan utang, yaitu menambahkan variabel independen seperti kepemilikan manajerial, pertumbuhan aset, dan ukuran perusahaan yang memiliki kemungkinan berpengaruh terhadap kebijakan utang. Serta menggunakan data lebih dari tiga tahun, dan memperluas objek penelitian misalnya dengan menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia agar hasil dapat digeneralisasi.

## 6. REFERENSI

- Akbar, D., & Ruzikna. (2017). Pengaruh Truktur Kepemilikan, Free Cash Flow, Struktur Aset, dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Sub Sektor Otomotif dan Komponen yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *JOM FISIP*.
- Angela, C., & Yanti. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*.
- Anindhita, N., Anisma, Y., & Hanif, R. A. (2017). Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Publik, Kebijakan Dividen, Stuktur Aset, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *JOM Fekon*.
- Arfina, W., Rokhmawati, A., & Efni, Y. (2017). Pengaruh Tangibility, Profitabilitas, Growth, Risiko Bisnis dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Kimia dan Dasar yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2015.
- Ayunina, M., Susyanti, J., & Salim, M. A. (2019). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan PPh Terhadap Kebijakan Utang (Studi Kasus Pada Perusahaan Property and Real Estate Yang Terdaftar Di BEI Periode 2014-2018). *E-Jurnal RIset Manajemen*.
- Bahri, S. (2017). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Arus Kas Bebas (Free Cash Flow) Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal PETA*.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2017). *Fundamentals of Financial Management Concise 9e*. Boston: Cengage Learning.
- Bursa Efek Indonesia. (2019, Januari 31). *IDX*. Retrieved September 20, 2019, from Laporan Tahunan Bursa Efek Indonesia: <https://www.idx.co.id/tentang-bei/laporan-tahunan/>
- CNN Indonesia. (2020, Januari 30). *CNN Indonesia*. Retrieved from Mengenal Permasalahan yang Membelit Krakatau Steel: <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20200129132623-85-469808/mengenal-permasalahan-yang-membelit-krakatau-steel>
- Denziana, A., & Yunggo, E. d. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Real Estate and Property yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015. *JURNAL Akuntansi & Keuangan*.
- Dewi, A. R. (2015). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Pada Perusahaan yang Harga Jual Produknya Tergantung Pada Harga Komoditas Pasar Dunia. *PARSIMONIA*.
- Dewi, H. K. (2019, Agustus 27). *Kontan.co.id*. Retrieved from Manfaatkan tren penurunan suku bunga, Kalbe Farma (KLBF) ajukan pinjaman ke bank: <https://investasi.kontan.co.id/news/manfaatkan-tren-penurunan-suku-bunga-kalbe-farma-klbf-ajukan-pinjaman-ke-ban>

- Fauzia, M. (2019, Agustus 22). *Kompas.com*. Retrieved from BI Turunkan Suku Bunga Acuan Jadi 5,5 Persen: <https://money.kompas.com/read/2019/08/22/144925426/bi-turunkan-suku-bunga-acuan-jadi-55-persen>
- Fitriyani, U. N., & Khafid, M. (2019). Profitability Moderates the Effects of Institutional Ownership, Dividend Policy and Free Cash Flow on Debt Policy. *Accounting Analysis Journal*.
- Ghozali, H. I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 25, edisi 9*. Badan penerbit Universitas Diponegoro.
- Ika, A. (2016, Juli 2). *Kompas.com*. Retrieved from 5 Kriteria Rapor Kredit yang Perlu Diketahui: <https://money.kompas.com/read/2016/07/02/210000926/5.kriteria.rapor.kredit.yang.perlu.diketahui?page=all>
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2018). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: salemba empat.
- Indraswary, H. U., Raharjo, K., & Andini, R. (2016). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2014. *Jornal of Accounting*.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2018). *Intermediate Accounting IFRS 3e*. USA: Wiley & Sons, Inc.
- Lidyah, R. (2017). Pengaruh Total Aset, Expense Ratio dan Portofolio Turnover Terhadap Kinerja Reksadana Saham di Indonesia. *I-Economic*.
- Mahardika, P. A., & Marbun, D. P. (2016). Pengaruh Current Ratio dan Debt to Equity Ratio Terhadap Return on Assets. *Widyakala*.
- Mardiyati, U., Qothrunnada, & Kurnianti, D. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Sektor Aneka Industri yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2012-2016. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*.
- Nabhani, A. (2019, September 9). *Harian Ekonomi Neraca*. Retrieved from Tren Suku Bunga Turun - Estika Tiara Bakal Rilis Obligasi Rp 350 Miliar: <https://www.neraca.co.id/article/121662/tren-suku-bunga-turun-estika-tiara-bakal-rilis-obligasi-rp-350-miliar>
- Nurchaqqi, R., & Suryarini, T. (2018). The Effect of Leverage and Liquidity on Cash Dividend Policy with Profitability as Moderator Moderating. *Accounting Analysis Journal*.
- Nuswandari, C., Himmawan, D.N., Tjahjaning, P., & Gunawan, F., (2019). Faktor-Faktor yang mempengaruhi Pemilihan Model Revaluasi Aset Tetap Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.
- Okezone. (2017, Mei 10). *Okefinance*. Retrieved from Bunga Lebih Rendah, Unilever Kantongi Pinjaman Rp3 Triliun dari Swiss: <https://economy.okezone.com/read/2017/05/10/278/1687898/bunga-lebih-rendah-unilever-kantongi-pinjaman-rp3-triliun-dari-swiss>
- Prasetyo, D. A., & Suryono, B. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Free Cashflow, Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*.
- Pratama, A. M. (2019, Juli 17). *Kompas.com*. Retrieved from Survei BI: Pertumbuhan Kredit Diprediksi Meningkat di Kuartal III 2019: <https://money.kompas.com/read/2019/07/17/120730226/survei-bi-pertumbuhan-kredit-diprediksi-meningkat-di-kuartal-iii-2019>
- Prayogi, D. A., Susetyo, B., & Subekti. (2016). Pengaruh Struktur Aset, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang. *PERMANA*.

- PT Bursa Efek Indonesia. (n.d.). *Idx.co.id*. Retrieved from Laporan Keuangan dan Tahunan: <https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/>
- Purnianti, N. K., & Putra, I. W. (2016). Analisis Fator-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Non Keuangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*.
- Puspitasari, S., & Manik, T. (2016). Pengaruh Struktur Aset, Current Ratio, Return on Assets, Net Profit Margin, Pertumbuhan Perusahaan terhadap kebijakan utang ( Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia Pada Periode Tahun 2011-2014).
- Putra, D., & Ramadhani, L. (2017). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Pada Perusahaan Jasa yang Listing Di BEI Tahun 2013-2015. *JURNAL Akuntansi & Keuangan*.
- Rajagukguk, L., Widyastuty, E., & Pakpahan, Y. (2017). Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Aset, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015. *Jurnal AKuntansi*.
- Rohana, S., & Pratiwi, A. (2020). Analisis Perbandingan Degree Of Financial Leverage Antara Bank Cimb Niaga Dan Bank Danamon. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan Dewantara*.
- Sari, Y. P. (2015). Pengaruh Net Profit Margin, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan*.
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory Seventh Edition*. Toronto: Pearson.
- Sekaran, U., & Roger, B. (2016). *Research Method for Business, &th Edition*. United Kingdom: John Wiley & Son.
- Setiawati, L. W., & Raymond, R. (2017). Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dividend Payout Ratio, Tangibility, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015. *BALANCE*.
- Soraya, & Permanasari, M. (2017). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Non Keuangan Publik. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial Statement Analysis Eleventh Edition*. New York: MCGraw-Hill Education.
- Trisnawati, I. (2016). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.
- Umbarwati, U., & Fachrurrozie. (2018). Profitablity as the Moderator of the Effect of Dividend Policy, Firm Size, And Asset Structure on Debt Policy. *Accounting Analysis Journal*.
- Viriya, H., & Suryaningsih, R. (2017). Determinant of Debt Policy: Empirical Evidence fro Indonesia. *Journal of Finance and Banking Review*.
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D., & Kieso, D. E. (2019). *Financial Accounting with International Financial Reporting Standards, 4th Edition*. USA: Wiley & Sons, Inc.
- Widyastuty, A. Y. (2019, Agustus 26). *Tempo.co*. Retrieved from Sri Mulyani: Ekonomi Dunia Confirm Melemah: <https://bisnis.tempo.co/read/1240336/sri-mulyani-ekonomi-dunia-confirm-melemah/full&view=ok>
- Yap, S. (2016). Pengaruh Karakteristik Perusahaan, Rasio Keuangan, Corporate Tax Rate dan Non-Debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Food and Beverage. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.

yoshendy, A., Achsani, N. A., & Maulana, T. A. (2015). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi. *Jurnal Bisnis & Manajemen* .

Zheng, J. (2018). Determinants of Corporate Debt Financing.

