

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN UTANG
DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI PEMODERASI PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA**

Andy

Universitas Tarumanagara
andy@fe.untar.ac.id

Giovanni Angeline

Universitas Tarumanagara
angelinegiovanni@gmail.com

Yose Roberto

Universitas Tarumanagara
yoseroberto@gmail.com

Henryanto Wijaya

Universitas Tarumanagara
henryantow@fe.untar.ac.id

Levina Febrianty

Universitas Tarumanagara
levinafebrianty@yahoo.com

ABSTRACT

Dividend policies, asset structure, company size, growth, and profitability can all impact how manufacturing companies manage their debt. The research was conducted between 2017 and 2019 with a purposive sampling method of 37 manufacturers listed on the Indonesia Stock Exchange. The debt policy is the independent variable in this study, whereas the dependent variables are as follows: dividend policy, company performance, asset structure, and liquidity. Profitability serves as a moderating variable. The findings indicate that the dividend policy alongside liquidity has a significant impact on a company's debt policy, whereas asset structure, company size and growth, and profitability have no significant impact on debt policy. The profitability variable has little effect on the relationship between debt policy and dividend policy, asset structure, size, firm growth, and liquidity. This study summarizes the importance of prudent debt management in order to avoid an imbalance of internal and external resources.

Keywords: *Dividend Policy, Asset Structure, Firm Performance, Liquidity, Debt Policy.*

ABSTRAK

Kebijakan dividen, struktur aset, ukuran perusahaan, pertumbuhan, dan profitabilitas semuanya dapat memengaruhi cara perusahaan manufaktur mengelola

utang mereka. Penelitian dilakukan antara tahun 2017 hingga 2019 dengan sampel berupa 37 produsen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang didapat dari metode *purposive sampling*. Dalam penelitian ini, kebijakan utang menjadi variabel bebas, sedangkan variabel yang merupakan variabel terikatnya adalah sebagai berikut: kebijakan dividen, kinerja perusahaan, struktur aset, dan likuiditas. Profitabilitas berfungsi sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menyatakan adanya pengaruh signifikan antara kebijakan dividen dan likuiditas terhadap kebijakan utang perusahaan. Di sisi lain, struktur aset, ukuran dan pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang. Profitabilitas memiliki pengaruh kecil pada hubungan antara kebijakan utang dan kebijakan dividen, struktur aset, ukuran, pertumbuhan perusahaan, dan juga likuiditas. Kajian ini merangkum pentingnya pengelolaan utang yang hati-hati agar tidak terjadi ketidakseimbangan sumber daya internal dan eksternal.

Kata Kunci: Kebijakan Dividen, Kinerja Perusahaan, Struktur Aset (Aktiva), Likuiditas, Kebijakan Utang.

PENDAHULUAN

Ketika ada suatu perusahaan sering mengandalkan modal eksternal, perusahaan tersebut pasti akan menghadapi konflik kepentingan atau konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer, yang disebut sebagai konflik keagenan. Benturan kepentingan ini mengakibatkan biaya keagenan, yang dapat dikurangi dengan menerapkan teori pembiayaan utang (*trade off theory*). Menurut (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018), di bawah teori *trade-off*, bisnis dapat mengoptimalkan penggunaan pembiayaan utang dan ekuitas untuk meminimalkan risiko utang. Berbeda dengan teori *pecking order*, badan usaha seringkali mencari pembiayaan dari dalam organisasi (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018). Demikian pula, bisnis dengan kapasitas yang lebih besar untuk menghasilkan keuntungan memiliki lebih sedikit utang. Jika struktur permodalan perusahaan mengandung hutang dalam jumlah yang signifikan, dianggap lebih berisiko, seolah-olah perusahaan menggunakan hutang dan tidak mampu membayarnya, membahayakan likuiditas dan posisi manajemen perusahaan. Menurut teori *pecking order* dan *trade-off*, bisnis harus mengatur penggunaan hutang mereka agar tetap rendah. Namun, jumlah pelaku usaha yang terus mengandalkan utang masih relatif tinggi. Selain itu,

beberapa bisnis tidak dapat memaksimalkan pemanfaatan utang mereka, mengakibatkan kebangkrutan atau ketidakmampuan untuk memenuhi kewajiban utang mereka. Seperti halnya PT Nyonya Meener yang dinyatakan pailit pada 3 Agustus 2017 dan memiliki utang kepada kreditur sebesar Rp117 miliar dan karyawan sebesar Rp.98 milyar ((mediaindonesia.com), 2017; Purbaya, 2017; Utami, 2017). Contoh lain adalah kasus PT Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk (PT DAJK) dinyatakan pailit pada 22 November 2017 karena utang bank jangka panjang sebesar Rp870,16 miliar (Sari, 2017; Sugianto, 2018). Sesuai dengan penjelasan di atas, beberapa factor seperti kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aset, dan pertumbuhan perusahaan memengaruhi kebijakan utang. Pembayaran dividen merupakan bagian dari pemantauan kegiatan perusahaan oleh pimpinan manajemen sebagai agen. Saat manajemen memiliki proporsi saham yang rendah, maka perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang lebih tinggi. Artinya, kebijakan dividen yang tinggi berdampak pada kenaikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Pada penelitian yang dilakukan oleh Suryani dan Khafid (Suryani & Khafid, 2016), tercatat hasil bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh yang positif kepada kebijakan hutang. Namun sebuah penelitian lain yang dilakukan oleh Umbarwati dan Fachrurrozie (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan. Ukuran perusahaan merupakan sebuah skala besar atau kecilnya suatu perusahaan yang dicerminkan dari tinggi-rendahnya kegiatan operasional suatu perusahaan itu sendiri. Semakin besar ukuran perusahaan yang dimiliki akan memberikan kemudahan bagi suatu perusahaan dalam mengakses pendanaan dari sumber hutang. Penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang yang dilakukan oleh (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) menyatakan adanya pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan hutang. Pada penelitian lain oleh Lumapow (Lumapow, 2018), ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Menurut (Syamsudin, 2016), struktur aktiva akan menjadi penentu besarnya alokasi setiap komponen aset (aset lancar dan aset tetap). Sejumlah besar komposisi aktiva tetap berwujud dalam perusahaan juga memiliki peluang mendapatkan tambahan dana atau modal dengan hutang,

karena aktiva tetap memberikan jaminan pada perusahaan untuk mendapatkan hutang. Pada penelitian sebelumnya mengenai pengaruh struktur asset terhadap kebijakan hutang, oleh Umbarwati dan Fachrurrozie (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018), struktur aktiva berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan penelitian lain (Novita & Ardini, 2020) menyimpulkan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Pertumbuhan perusahaan bisa diakui melalui aset yang dimiliki perusahaan, dan juga memiliki hubungan dengan kebijakan hutang untuk meningkatkan kebijakan hutang perusahaan. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan & positif terhadap kebijakan hutang, hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Irawan et al., 2016). Namun terdapat perbedaan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) yang menunjukkan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi pedoman ketika akan memutuskan perihal kebijakan utang perusahaan dan menggambarkan faktor-faktor yang memberikan pengaruh pada kebijakan utang sehingga dapat digunakan sebagai pedoman dalam pengambilan keputusan investasi.

LANDASAN TEORI

Agency Theory. Menurut (Jensen & Meckling, 1976), Teori Keagenan menyatakan bahwa terdapat kepentingan yang berbeda antara manajer dan pemegang saham, sehingga menimbulkan konflik kepentingan. Salah satu konflik kepentingan ini muncul sebagai akibat dari informasi yang tidak selaras di antara pemegang saham (prinsipal) dan manajer (agen), sebagai contoh yaitu kurangnya sumber daya untuk memberikan cukup informasi dalam laporan keuangan untuk memantau manajer. Hal ini menyebabkan praktik manajemen laba, di mana informasi yang disajikan tidak cukup untuk mengukur kinerja. Pengelola. Semakin besar asimetri informasi, semakin agresif praktik manajemen laba; oleh karena itu, pemantauan diperlukan untuk memastikan bahwa kepentingan manajer dan pemegang saham selaras.

Trade-off Theory. (Brigham & Houston, 2019) mengemukakan teori ini, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan proporsi utang yang optimal dapat

menyeimbangkan keuntungan, biaya kebangkrutan, dan penghematan pajak. Perusahaan yang membayar tarif pajak tinggi perlu berutang lebih banyak daripada yang membayar tarif pajak rendah. Demikian pula menurut (Jensen & Meckling, 1976), perusahaan akan menghemat uang untuk pajak jika mereka meminjam uang dari pihak lain. Perusahaan akan mengambil lebih banyak utang untuk mengurangi risiko. Perusahaan yang menghasilkan banyak uang akan menggunakan hutang untuk membayar operasi dan investasi mereka, terutama jika mereka memiliki banyak hutang.

Pecking Order Theory. Menurut Myers (1984), perusahaan akan memprioritaskan modal internal daripada modal eksternal. Bisnis biasanya akan memilih pendanaan sesuai dengan hierarki risiko yang melekat dalam aktivitas pendanaan mereka. Dengan demikian, premis teori ini adalah bahwa perusahaan membutuhkan dana eksternal hanya jika sumber daya internalnya tidak mencukupi. Artinya jika suatu usaha menguntungkan tidak perlu meminjam uang untuk mengelola operasionalnya (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018), melainkan menggunakan dana sendiri.

Kebijakan Dividen. Menurut Brigham and Houston (2019), Kebijakan Dividen adalah keputusan mengenai alokasi laba pada titik waktu tertentu antara dividen dan laba ditahan. Menentukan rasio laba yang optimal untuk mengalokasikan laba pada waktu tertentu sebagai dividen dan laba ditahan menjadi aspek penting dari kebijakan dividen. Semakin sedikit laba yang dialokasikan kepada pemegang saham, semakin banyak laba ditahan.

Ukuran Perusahaan. Riyanto (2013) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan ditentukan oleh ekuitas atau nilai asetnya. Pendapat ini didukung oleh (Amin Ibrahim, 2008) bahwa ukuran perusahaan ditentukan oleh total aset, total aset rata-rata, total penjualan, dan total penjualan rata-rata. Semakin besar bisnis, semakin banyak dana yang dibutuhkan untuk mendukung operasinya. Dengan demikian, ukuran bisnis dapat ditentukan dengan menggunakan total aset, ukuran *ln (ln size)*.

Struktur Aktiva. Menurut (Delcoure, 2007), struktur aset mencerminkan sejauh mana aset (aktiva) tetap mendominasi cerminan kekayaan bisnis. Kemudian, menurut (Syamsudin, 2016) struktur aset inilah yang menentukan besarnya dana yang dialokasikan untuk setiap komponen aset (aktiva) lancar dan aset (aktiva) tetap. Menurut definisi struktur aset dari beberapa sumber (Delcoure, 2007; Syamsudin, 2016), kita dapat menyimpulkan bahwa struktur aset merupakan sumber daya yang perusahaan miliki dan gunakan untuk menjalankan bisnis.

Pertumbuhan Perusahaan. Menurut Suprانتiningrum (2011), pertumbuhan perusahaan diukur dengan melihat perbandingan persentase aset pada tahun tertentu dengan tahun sebelumnya. Bisnis dengan pertumbuhan tinggi seringkali bergantung pada modal eksternal; semakin cepat bisnis tumbuh, semakin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai operasi serta investasi (Brigham & Houston, 2019). Semakin banyak perusahaan tumbuh dalam pendapatan atau aset dari waktu ke waktu, semakin baik bagi mereka untuk mendapatkan uang dari investor dan semakin mereka membutuhkan bantuan dari sumber uang luar.

Profitabilitas. Sebagaimana didefinisikan oleh Dennys & Rahayuningsih (2012), Profitabilitas menggambarkan hubungan antara pendapatan dan biaya yang dikeluarkan dalam pengoperasian total aset. Profitabilitas dapat diukur dengan rasio Return on Equity, yaitu rasio yang menunjukkan seberapa baik suatu bisnis dapat menghasilkan uang dengan semua uang yang telah diinvestasikan pemiliknya (Subramanyam, 2014). Dengan demikian, profitabilitas adalah gambaran dari keuntungan bisnis dan didefinisikan sebagai jumlah keuntungan bersih yang diperoleh oleh bisnis selama periode waktu tertentu.

Likuiditas. Beberapa peneliti (Hani, 2015; Subramanyam, 2014) menyatakan bahwa likuiditas merupakan kemampuan yang perusahaan miliki dalam memenuhi selueuh kewajibannya tepat pada waktunya, atau pada saat terjadinya jatuh tempo. Sementara itu, beberapa sumber lain (Hery, 2016; Subramanyam, 2014) mengartikan likuiditas sebagai rasio yang menunjukkan kemampuan suatu

perusahaan dalam memenuhi apa yang menjadi kewajibannya, atau kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendeknya. Dengan demikian, likuiditas menunjukkan kemampuan bisnis untuk memenuhi kewajibannya saat jatuh tempo.

Kebijakan Utang. Harmono (2014) mengartikan kebijakan utang sebagai cara pembiayaan usaha melalui kebijakan manajer dan pihak ketiga (sumber eksternal) dalam rangka menutupi biaya operasi bisnis. Menurut (Riahi-Belkaoui, 2004), ada tambahan perspektif tentang konsep utang, antara lain sebagai berikut: (a) dalam konteks aset, utang adalah janji perusahaan untuk memberikan sumber daya ekonomi kepada orang lain di masa depan; (b) dalam konteks pendapatan atau beban, hutang adalah kredit dan cadangan yang ditanggihkan yang tidak membuat perusahaan berjanji untuk memberikan sumber daya ekonomi kepada orang lain, tetapi penting untuk membandingkan dan menentukan berapa banyak uang yang dihasilkan perusahaan; c) c) pada neraca keuangan, utang termasuk kredit yang ditanggihkan dan cadangan yang tidak mewajibkan pengalihan sumber daya ekonomi. Kesimpulannya, hutang adalah pengorbanan potensial manfaat ekonomi masa depan yang dihasilkan dari kewajiban saat ini dan hutang oleh suatu perusahaan.

Kebijakan Deviden terhadap Kebijakan Utang. Ketika suatu perusahaan mampu menutupi biaya operasinya, maka perusahaan itu membagikan dividen sebagai cara menunjukkan keuntungan yang telah diperoleh tanpa memerlukan tambahan dana eksternal (Bathala et al., 1994). Sejumlah penelitian, termasuk (Tahir et al., 2020; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018), menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh secara negatif pada kebijakan utang. Pada penelitian lain (Suryani & Khafid, 2016; Wahyuni et al., 2016), kebijakan dividen memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan utang.

Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang. Besar atau kecilnya suatu perusahaan dapat mempengaruhi bagaimana mereka menggunakan hutang dari bisnis mereka. Mereka memiliki banyak uang karena pajak mereka tinggi. Jadi,

besar kecilnya suatu perusahaan dapat mempengaruhi seberapa besar hutang yang digunakan perusahaan untuk menjalankan usahanya. Ukuran perusahaan diduga berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan, yang didukung oleh penelitian yang relevan dari (Lopez-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Shaheen & Malik, 2012). Pada penelitian lain (Lumapow, 2018; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018), ukuran perusahaan berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan utang.

Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang. Jika suatu perusahaan memiliki aset yang dapat dijadikan jaminan pinjaman, maka akan lebih sering menggunakan hutang karena investor akan meminjamkan uang jika perusahaan memiliki sesuatu untuk mendukungnya. Penelitian sebelumnya mendukung klaim ini: (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) menemukan adanya pengaruh positif signifikan antara struktur aset terhadap kebijakan utang, sedangkan (Novita & Ardini, 2020) menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh antara struktur aset terhadap kebijakan utang.

Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Utang. Hutang lebih murah daripada menerbitkan saham baru karena biaya penerbitan saham baru lebih tinggi daripada biaya utang. Terdapat hubungan antara seberapa cepat bisnis tumbuh dan berapa banyak utang yang dimilikinya (Safitri & Wulanditya, 2017). Terdapat penelitian yang menunjukkan bahwa ketika sebuah perusahaan tumbuh, maka akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (Irawan et al., 2016). Namun terdapat perbedaan hasil penelitian lain (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) yang menyimpulkan tidak adanya pengaruh antara pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan utang.

Likuiditas terhadap Kebijakan Utang. Menurut (Subramanyam, 2014) likuiditas dapat digunakan untuk menentukan kemampuan dan kemauan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya berdasarkan nilainya. Secara alami, kewajiban yang dapat dipenuhi dengan baik akan mengurangi jumlah kewajiban yang belum dibayar. Laba ditahan juga dapat digunakan untuk melunasi hutang dalam hal ini. Karena

bisnis mampu membayar hutang, jumlah total hutang yang dimiliki bisnis akan berkurang.

Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang. Menurut teori *trade-off*, ketika profitabilitas perusahaan meningkat, perusahaan akan menggunakan dana eksternal untuk mendanai operasinya untuk menarik investor. (Akhmadi et al., 2020; Novita & Ardini, 2020; Wahyuni et al., 2016) sebelumnya telah melakukan penelitian tentang profitabilitas yang berpengaruh secara positif pada kebijakan utang. Namun terdapat perbedaan dengan temuan (Irawan et al., 2016; Safitri & Wulanditya, 2017; Sha, 2018) yang semuanya menyatakan adanya pengaruh negative antara profitabilitas terhadap kebijakan utang.

Hubungan Kebijakan Dividen pada Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh Profitabilitas. Semakin banyak keuntungan yang diperoleh perusahaan, semakin banyak dividen yang dapat dibayarkan. Hubungan antara kebijakan dividen dan hutang kemudian dimoderasi oleh profitabilitas, yang merupakan ukuran keuntungan perusahaan selama periode waktu tertentu. (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) menemukan bahwa profitabilitas bertindak sebagai moderator kebijakan utang.

Hubungan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh Profitabilitas. Jika kita menilik kepada teori *trade-off*, perusahaan yang membayar banyak pajak harus meminjam lebih banyak uang daripada bisnis yang membayar pajak lebih sedikit (Brigham & Houston, 2019). Ketika sebuah perusahaan mendapatkan keuntungan, hubungan antara ukurannya dan kebijakan hutangnya akan lebih kuat. Penelitian lain (Lumapow, 2018; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) menyatakan adanya efek negative antara ukuran perusahaan pada kebijakan utang.

Hubungan Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh Profitabilitas. Peningkatan profitabilitas perusahaan juga terkait dengan

peningkatan kekayaannya, yang diukur dengan total aset. Akibatnya, penggunaan utang perusahaan akan meningkat, karena perusahaan akan memiliki jaminan pendanaan masa depan yang berfungsi sebagai bentuk jaminan bagi para kreditur. Dalam penelitian lain (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018), tidak ditemukan pengaruh antara profitabilitas terhadap pengaruh struktur aset dan kebijakan utang.

Hubungan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh Profitabilitas. Terdapat penelitian (Nurfitriana & Fachrurrozie, 2018) yang menyatakan bahwa profitabilitas membuat hubungan antara kebijakan utang dan pertumbuhan perusahaan lebih kuat ketika ROE digunakan sebagai variabel. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak dipengaruhi oleh ROE dalam hal meminjam uang atau penetapan kebijakan hutang.

Hubungan Likuiditas terhadap Kebijakan Utang yang dimoderasi oleh Profitabilitas. Hal ini didasarkan pada kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajibannya, yang bertujuan untuk mengurangi hutang perusahaan. Kewajiban yang dikurangi melalui penggunaan dana yang diperoleh dari kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan. Sehingga usaha tersebut dapat memenuhi kewajibannya dengan menggunakan laba keuntungan sebagai sumber pendanaan.

Pengembangan Hipotesis

Perusahaan dengan alokasi kebijakan dividen yang lebih tinggi memiliki kebijakan utang yang lebih rendah. Penggunaan dividen berpotensi menurunkan biaya keagenan (*agency cost*). Pembagian dividen biasanya menunjukkan bahwa suatu perusahaan memiliki banyak dana internal dan menguntungkan. Ini dapat membantu memecahkan masalah dana ekstra yang berasal dari dalam perusahaan dan membuat manajer cenderung tidak menggunakannya untuk keuntungan mereka sendiri jika mereka memiliki kebijakan dividen. Akibatnya, perusahaan akan membayar dividen besar untuk membayar peluang investasi tanpa mengambil lebih banyak utang.

Ha1: Kebijakan Deviden memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang

Perusahaan harus memikirkan ukurannya dalam hal berapa banyak hutang yang dimilikinya. Semakin besar perusahaan, semakin mudah untuk mendapatkan modal (misalnya pendanaan eksternal) dari orang lain, karena ada jaminan bahwa perusahaan memiliki aset. Dengan demikian, struktur permodalan suatu usaha sangat dipengaruhi oleh seberapa besar ukuran perusahaannya dan kemudahannya mendapatkan pinjaman.

Ha2: Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang

Teori trade-off mengatakan bahwa bisnis dengan banyak aset tetap dan tarif pajak tinggi juga memiliki banyak utang. Untuk menurunkan tarif pajak perusahaan, perusahaan yang memiliki banyak aset dan berkinerja baik perlu menaikkan utang mereka.

Ha3: Struktur aktiva memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang

Perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan membutuhkan banyak pembiayaan hutang luar negeri dari negara lain. Karena pertumbuhan biasanya dilakukan untuk mendukung ekspansi bisnis, maka dipastikan perusahaan akan membutuhkan dana untuk mendukung ekspansinya. Hipotesis berikut dirumuskan dengan menggunakan kerangka kerja ini:

Ha4: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang

Likuiditas dapat digunakan untuk mengidentifikasi perusahaan yang bersedia dan mampu memenuhi kewajibannya. Ketika kewajiban dipenuhi dengan benar, jumlah kewajiban yang belum dibayar berkurang. Pembayaran utang dapat dilakukan dengan laba ditahan, sehingga mengurangi total utang perusahaan.

Ha5: Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan utang

Rasio profitabilitas yang ada dapat digunakan untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau profit. Sekali lagi, menurut teori *trade-off*, perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan meningkatkan kebijakan utangnya untuk melindungi kreditur dan menarik investor yang tertarik dengan ukuran struktur aset yang ada.

Ha6: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang

Pemegang saham yang ingin berinvestasi di suatu perusahaan dapat melakukannya karena perusahaan tersebut sangat menguntungkan. Keuntungan diperoleh dengan membagikan dividen dari perusahaan kepada pemegang saham. Untuk mengurangi biaya keagenan yang terkait dengan perselisihan antara prinsipal dan agen, perusahaan membayar dividen yang tinggi kepada manajer, sesuai dengan teori keagenan. Dengan meningkatnya pembayaran dividen, dana internal perusahaan akan semakin menipis sehingga mengharuskan penggunaan hutang, contohnya melalui sumber pendanaan eksternal.

Ha7: Profitabilitas memoderasi hubungan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Pertumbuhan ukuran perusahaan dan keuntungan yang tinggi akan membuatnya lebih bergantung pada hutang perusahaan. Profitabilitas perusahaan yang stabil akan menunjukkan seberapa besar dana yang dimiliki perusahaan di masa yang akan datang yang dapat digunakan untuk membayar hutang. Ini karena pemberi pinjaman lebih tertarik untuk berinvestasi pada bisnis yang menghasilkan uang.

Ha8: Profitabilitas memoderasi hubungan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Jika tidak menghasilkan uang, perusahaan akan mencari pendanaan melalui ekuitas. Jika sebuah perusahaan menghasilkan banyak uang, ia akan mencari uang tunai melalui hutang (teori trade-off). Ada lebih banyak hutang di perusahaan jika keuntungannya naik. Hal ini karena struktur aset perusahaan menunjukkan hal ini dan kreditur dapat yakin bahwa akan ada cukup dana di masa depan.

Ha9: Profitabilitas memoderasi hubungan Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

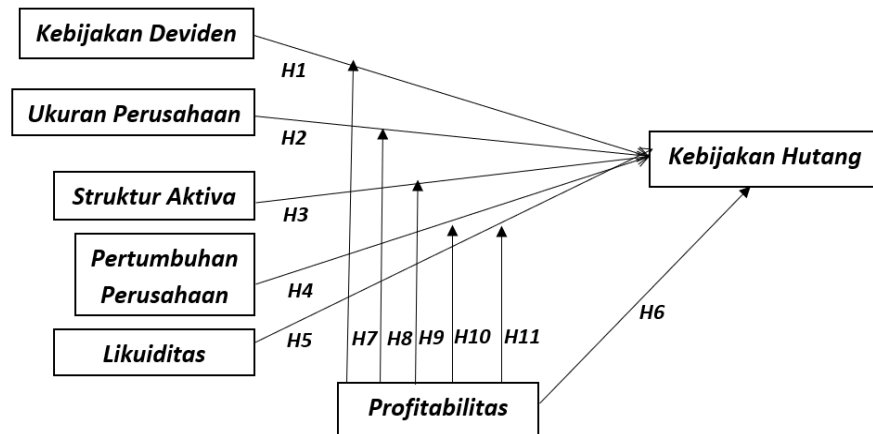
Menurut teori keagenan, perusahaan akan membutuhkan banyak dana untuk tumbuh dengan cepat dan menghasilkan keuntungan, jika perusahaan ingin cepat berkembang dan menghasilkan uang dengan cepat. Untuk mendapatkan sebagian pendanaan, perusahaan harus mengubah kebijakan utang. Pendanaan dari sumber lain juga digunakan untuk menumbuhkan dan mempertahankan operasi badan tersebut. Dengan demikian, laba dapat digunakan untuk mengurangi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan utangnya.

Ha10: Profitabilitas memoderasi hubungan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang.

Penilaian yang digunakan untuk menentukan kualitas suatu perusahaan didasarkan pada kemampuannya untuk memenuhi kewajibannya. Perusahaan akan menggunakan sumber dananya untuk melunasi hutang-hutang yang timbul sebagai akibat dari keuntungan perusahaan. Dengan cara ini, perusahaan dapat mengurangi jumlah utang yang dimilikinya saat ini. Dengan demikian, profitabilitas dapat digunakan untuk memitigasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan fiskal.

Ha11: Profitabilitas memoderasi hubungan Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang.

Dengan demikian, para peneliti dalam studi ini menggambarkan Kerangka Pemikiran sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017–2019 dengan memilih perusahaan manufaktur yang berada di BEI dari tahun 2017 hingga 2019. Penulis menggunakan “purposeful sampling” dengan kriteria sebagai berikut: a.) Perusahaan yang melakukan hal-hal di BEI dari 2017 hingga 2019. b.) Perusahaan yang tidak mengumpulkan uang melalui Penawaran Umum Perdana (IPO) sejak 2017. c) Perusahaan yang membuat barang pada periode 2017-2019 dan menggunakan mata uang rupiah memiliki laporan keuangan lengkap untuk variabel yang diteliti. d.) Perusahaan yang telah menghasilkan uang dan membayar dividen selama tiga tahun berturut-turut antara tahun 2017 hingga 2019. Dan e.) Perusahaan yang melakukan hal-hal pada tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember menjadikan 37 perusahaan untuk setiap periode penelitian sebagai sampel.

Berikut ini adalah tabel variabel operasional dan pengukuran yang digunakan:

Tabel 1. Variabel Operasional

Variabel	Ukuran	Skala
Kebijakan Deviden	$DPR = \frac{Dividend\ per\ Share}{Profit\ per\ Share}$	Rasio
Ukuran Perusahaan	$Firm\ Size = Ln(Total\ Assets)$	Rasio
Struktur Aktiva	$AST = \frac{Current\ Assets}{Total\ Assets}$	Rasio
Pertumbuhan Perusahaan	$Growth = \frac{(TA\ current\ year - TA\ last\ year)}{TA\ last\ year}$	Rasio
Likuiditas	$CR = \frac{Current\ Assets}{Current\ Liabilities}$	Rasio
Profitabilitas	$ROE = \frac{Net\ Profit\ After\ Tax}{Total\ Equity}$	Rasio
Kebijakan Utang	$DAR = \frac{Total\ Debt}{Total\ Asset}$	Rasio

Penelitian ini mengolah dan menganalisis data menggunakan Software Microsoft Excel 365 dan Tampilan Ekonometrika Student Version Lite versi 11. Statistik deskriptif, analisis regresi data panel, dan uji model fit semuanya digunakan dalam pengolahan data.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 Hasil Uji Chow untuk Regresi MRA

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	26.756357	(36,63)	0.0000
Cross-section Chi-square	309.746759	36	0.0000

Berdasarkan uji Chow atau *likelihood* regresi MRA, terdapat nilai F penampang sebesar 0,0000 pada probabilitas. Nilai ini memiliki tingkat signifikansi kurang dari 0,05 (H0 ditolak). FEM dapat digunakan dalam model estimasi yang dipilih untuk regresi MRA ini berdasarkan hasil dari uji Chow atau *likelihood* (kemungkinan). Tes Hausman harus dilakukan sebagai langkah uji berikutnya.

Tabel 3 Hasil Uji Hausman untuk Regresi MRA

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled

Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.697469	11	0.0497

Hasil dari uji regresi Hausman MRA di atas menunjukkan bahwa ada kemungkinan terdapat nilai penampang acak dengan probabilitas 0,0497. Nilai ini memiliki tingkat signifikansi kurang dari 0,05 (maka H0 ditolak). Berdasarkan hasil uji Hausman, kami memilih model estimasi untuk regresi MRA ini. Fixed Effect Model (FEM), atau juga Model Efek Tetap, berperan dalam pilihan ini. Model FEM juga digunakan dalam penelitian ini. Akibatnya, model estimasi data panel yang optimal untuk penelitian ini juga menggunakan model efek tetap.

Di dalam penelitian ini, terdapat beberapa pengujian yang digunakan sebagai berikut: 1) Uji F (ANOVA), yaitu signifikan jika Prob (F-statistik) atau nilainya positif. Jika nilainya lebih besar dari 0,05, maka H0 diterima (tidak ada signifikansi); jika nilainya kurang dari 0,05 maka terdapat signifikansi yang berarti H0 ditolak. 2) Uji-t (uji-t), signifikansinya ditentukan oleh variabel independen dengan nilai lebih besar dari 0,05 (artinya H0 ditolak), tetapi hanya jika variabel independen variabel kurang dari 0,05 signifikansi (maka H0 diterima). Terdapat dua cara, yaitu uji-t (uji-t) dan regresi MRA, yang digunakan untuk mengetahui bagaimana kedua variabel berinteraksi satu sama lain sebelum dan sesudah dimoderasi. 3) Uji Koefisien Determinasi (R²): Variabel bebas yang memiliki koefisien determinasi berganda yang kecil menunjukkan bahwa variabel tersebut dapat menjelaskan atau memberikan informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel terikat terbatas. Koefisien yang mendekati satu berarti variabel independen memiliki informasi yang cukup untuk memprediksi variabel dependen. Mengikuti semua pengujian model estimasi data panel (*Common, Fixed, dan Random*), kami melakukan pengujian di atas. Peneliti melewati setiap tahap proses pengujian terlebih dahulu (Chow, Hausman, Lagrange). Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$DAR = \alpha + \beta_1 DP_{i,t} + \beta_2 FS_{i,t} + \beta_3 AS_{i,t} + \beta_4 Gi_{i,t} + \beta_5 CR_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 DP_{i,t} ROE_{i,t} + \beta_8 FS_{i,t} ROE_{i,t} + \beta_9 AS_{i,t} ROE_{i,t} + \beta_{10} Gi_{i,t} ROE_{i,t} + \beta_{11} CR_{i,t} ROE_{i,t} + e \dots (1)$$

Keterangan:

DAR = Kebijakan Utang

α = Konstanta

β = Koefisien regresi

DPR = Kebijakan Dividen

FS = Ukuran Perusahaan

AST = Struktur aktiva

G = Pertumbuhan Perusahaan

CR = Likuiditas

ROE = Profitabilitas

e = *Error terms*

Di bawah ini merupakan tabel hasil pengujian F (ANOVA):

Tabel 4. Hasil Pengujian Uji F (ANOVA) Regresi MRA

Prob(F-statistic)	0.000000
-------------------	----------

Karena probabilitas (F-statistik) di atas adalah 0,05, kita dapat menerima H0, yang berarti kita tidak dapat menggunakan model regresi MRA untuk penelitian ini. Kebijakan utang juga dipengaruhi oleh kebijakan dividen, ukuran dan struktur aset perusahaan, pertumbuhannya, likuiditasnya, dan profitabilitasnya pada saat yang bersamaan.

Tabel 5. Hasil Pengujian Uji Regresi MRA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.389719	1.335182	-0.291884	0.7713
DPR	-0.036791	0.038925	-0.945182	0.3482
SIZE	0.025341	0.044339	0.571532	0.5697
AST	0.199147	0.192586	1.034068	0.3051
GROWTH	0.035632	0.034439	1.034647	0.3048
CR	-0.032955	0.010894	-3.025080	0.0036
ROE	-1.299003	2.932094	-0.443029	0.6593
DPRXROE	-0.002463	0.086473	-0.028484	0.9774
SIZEXROE	0.053260	0.091261	0.583599	0.5616
ASTXROE	-0.385126	1.009078	-0.381661	0.7040
GROWTHXROE	-0.020382	0.247656	-0.082301	0.9347
CRXROE	-0.031328	0.063131	-0.496248	0.6214

Pengaruh Kebijakan dividen terhadap Kebijakan Utang. Nilai koefisien untuk variabel DPR bertanda negatif pada tabel hasil uji-t di atas, dengan nilai probabilitas yaitu sebesar 0,3482 yang menunjukkan total sebesar 0,05. (Hal diterima). Dengan demikian, secara statistik DPR berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Ketika DPR dinaikkan satu unit dan nilai SIZE, AST, GROWTH, CR dengan dan tanpa profitabilitas dan moderasi ROE dipertahankan konstan, nilai kebijakan utang menurun 0,097287 unit. Jika DPR turun satu unit dan nilai SIZE, AST,

GROWTH, dan CR tetap konstan dengan dan tanpa memoderasi profitabilitas dan ROE, nilai kebijakan utang turun sebesar -0,036791 unit.

Pengaruh Dari Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. Tabel hasil uji-t menunjukkan bahwa nilai koefisien variabel SIZE adalah positif, dengan nilai probabilitas 0,5697 yang berarti nilai tersebut lebih besar dari 0,05 (yang berarti H_{a2} ditolak). Faktanya, secara statistik, SIZE tidak berdampak besar pada kebijakan utang. Jika SIZE naik 1 satuan, dan nilai DPR, AST, GROWTH, CR dengan dan tanpa moderasi dari profitabilitas dan ROE adalah konstan, maka nilai kebijakan utang naik sebesar 0.025341 satuan. Jika SIZE berkurang satu satuan dan nilai DPR, AST, GROWTH, dan CR tetap konstan dengan dan tanpa memoderasi profitabilitas dan ROE, nilai kebijakan utang turun sebesar 0,025341 satuan.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang. Di atas, variabel AST pada tabel menunjukkan memiliki nilai koefisien positif. Dengan nilai probabilitas 0,3051, berarti kemungkinan besar tidak benar (H_{a3} ditolak) karena statistik menunjukkan bahwa AST tidak terlalu berpengaruh terhadap kebijakan utang. Jika AST naik 1 satuan, dan nilai DPR, SIZE, GROWTH, CR dengan dan tanpa moderasi dari profitabilitas dan ROE adalah konstan, maka nilai kebijakan utang naik sebesar 0.199147 satuan. Jika AST turun satu satuan dan nilai DPR, SIZE, GROWTH, CR dengan dan tanpa moderasi profitabilitas dan ROE tetap konstan, nilai kebijakan utang turun 0,199147 satuan.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. GROWTH atau pertumbuhan merupakan variabel yang memiliki nilai koefisien positif pada tabel hasil di atas dengan nilai probabilitas positif sebesar 0,3048, yang berarti nilai total lebih besar dari 0,05 (maka H_{a4} ditolak). Akibatnya, dapat dikatakan bahwa pertumbuhan tidak berpengaruh positif atau signifikan terhadap kebijakan utang. Jika GROWTH naik 1 satuan, dan nilai DPR, SIZE, AST, CR dengan dan tanpa moderasi dari profitabilitas dan ROE adalah konstan, maka nilai kebijakan utang naik sebesar 0.035632 satuan. Jika GROWTH turun satu satuan dan nilai DPR,

SIZE, AST, CR dengan dan tanpa moderasi profitabilitas dan ROE tetap konstan, nilai kebijakan utang turun 0,035632 unit.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang. Terdapat koefisien negatif untuk variabel CR pada tabel di atas. Ini memiliki probabilitas 0,0036, yang berarti memiliki total 0,06. (Ha5 setuju). Dapat disimpulkan benar secara statistik bahwa CR berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Jika CR naik 1 satuan, dan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH dengan dan tanpa moderasi dari profitabilitas dan ROE adalah konstan, maka nilai kebijakan utang naik sebesar -0.032955 satuan. Jika CR berkurang satu satuan dan nilai DPR, SIZE, AST, dan GROWTH tetap konstan dengan dan tanpa moderasi laba dan ROE, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -0,032955 satuan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. Dengan nilai koefisien negatif dan nilai probabilitas 0,6593 (lebih besar dari 0,05) pada variabel ROE pada tabel di atas maka dapat dinyatakan bahwa Ha6 ditolak. Jadi, dari sisi kebijakan utang, ROE sepertinya tidak berdampak besar. Jika ROE naik 1 satuan, dan nilai DPR, AST, GROWTH, CR dengan dan tanpa moderasi dari profitabilitas adalah konstan, maka nilai kebijakan utang naik sebesar -1.299003 satuan. Jika ROE turun satu satuan dan nilai DPR, AST, GROWTH, dan CR tetap konstan dengan dan tanpa moderasi laba, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -1.299003 satuan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang dengan Profitabilitas sebagai moderasi. Dengan melihat tabel hasil uji-t di atas, variabel DPR dengan moderasi profitabilitas memiliki nilai koefisien negatif. Ini berarti nilainya lebih besar dari 0,05. Dalam hal ini, Ha1 ditolak. DPR tampaknya tidak berdampak besar pada kebijakan utang dengan menurunkan profitabilitas. Jika nilai DPR dengan moderasi keuntungan naik satu satuan dan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR, dan ROE dengan moderasi keuntungan tetap konstan, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -0,002463 unit. Sedangkan jika nilai DPR turun satu satuan dengan moderasi profitabilitas dan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR,

dan ROE tetap konstan dengan moderasi profitabilitas, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -0,002463 unit.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dengan Profitabilitas sebagai moderasi. Seperti terlihat pada tabel hasil uji-t yang muncul di atas, variabel SIZE dengan moderasi profitabilitas memiliki nilai koefisien 0,5616 dan nilai probabilitas 0,5616 yang berarti nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak. Jadi, dalam hal kebijakan utang, SIZE tidak berdampak besar dengan menurunkan profitabilitas. Jika nilai SIZE meningkat satu unit dengan moderasi profitabilitas dan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR, dan ROE tetap konstan dengan moderasi profitabilitas, maka nilai kebijakan utang meningkat sebesar 0,053260 unit. Sedangkan jika nilai SIZE turun satu satuan dengan moderasi profitabilitas dan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR, dan ROE tetap konstan dengan moderasi profitabilitas, maka nilai kebijakan utang turun sebesar 0,053260 unit.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang dengan Profitabilitas sebagai moderasi. Variabel AST dengan moderasi profitabilitas memiliki koefisien negatif dengan nilai probabilitas 0,7040, yang berarti nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Dalam hal ini, H_0 ditolak. Secara statistik dapat dikatakan bahwa AST tidak berdampak pada kebijakan utang dengan menurunkan profitabilitas. Jika nilai AST dengan moderasi profitabilitas naik sedangkan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, dan ROE tetap, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -0,385126 satuan. Sedangkan jika nilai AST dengan moderasi profitabilitas turun satu satuan sedangkan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR, dan ROE dengan moderasi profitabilitas konstan naik sebesar -0,385126 unit, maka nilai kebijakan utang naik sebesar -0,385126 unit.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dengan Profitabilitas sebagai moderasi. Tabel hasil uji-t di atas menunjukkan bahwa variabel GROWTH dengan moderasi profitabilitas memiliki nilai koefisien negatif

yang berarti nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, H_0 ditolak. Menurut statistic, GROWTH tidak memiliki dampak besar pada kebijakan utang dengan menurunkan profitabilitas. Jika nilai GROWTH dengan moderasi profitabilitas naik satu satuan sedangkan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR, dan ROE tetap konstan, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -0,020382 satuan. Sedangkan jika nilai GROWTH dengan profitabilitas yang dimoderasi turun satu satuan sedangkan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR, dan ROE dengan profitabilitas yang dimoderasi tetap konstan, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -0,020382 unit.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang dengan Profitabilitas sebagai moderasi. Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel CR dengan moderasi profitabilitas memiliki nilai koefisien negatif dan probabilitas sebesar 0,62214 yang berarti nilai tersebut lebih besar dari 0,05 pada tabel hasil uji t di atas. Artinya H_0 tidak diterima. Secara statistik, GROWTH tidak berpengaruh negatif atau signifikan terhadap kebijakan utang dengan menurunkan laba. Jika nilai CR dengan moderasi profitabilitas naik satu satuan sedangkan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR, dan ROE tetap, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -0,020382 satuan. Sedangkan jika nilai CR dengan profitabilitas sedang turun satu satuan sedangkan nilai DPR, SIZE, AST, GROWTH, CR, dan ROE dengan profitabilitas sedang tetap konstan, maka nilai kebijakan utang turun sebesar -0,020382 satuan.

Tabel 6. Hasil Pengujian Uji Koefisien Determinasi (R^2) untuk Regresi MRA

Root MSE	0.024366	R-squared	0.980849
Mean dependent var	0.344492	Adjusted R-squared	0.966562
S.D. dependent var	0.176871	S.E. of regression	0.032343
Akaike info criterion	-3.726392	Sum squared resid	0.065901
Schwarz criterion	-2.554703	Log likelihood	254.8147
Hannan-Quinn criter.	-3.251072	F-statistic	68.65286
Durbin-Watson stat	2.561115	Prob(F-statistic)	0.000000

Nilai *Adjusted R-squared* pada regresi MRA adalah 0,966562. Dalam model penelitian ini, hanya 96,65% variasi variabel dependen kebijakan utang yang dapat dijelaskan oleh perubahan variabel independen (kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aset, dan pertumbuhan perusahaan). Sisanya 3,35 persen dapat dijelaskan oleh variabel yang tidak ada dalam model ini. Hasil hipotesis pertama menjelaskan bahwa H_a diterima dan H_o ditolak, sehingga kita dapat menyimpulkan adanya pengaruh signifikan antara Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang. Temuan penelitian ini bertentangan dengan temuan peneliti lainnya (Fitriyani & Khafid, 2019; Tahir et al., 2020; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018), yang menyimpulkan tidak adanya pengaruh antara Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang. (Suryani & Khafid, 2016; Wahyuni et al., 2016) di sisi lain menemukan hasil yang konsisten yang menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dan positif signifikan antara Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang. Pada hipotesis kedua, Ukuran Perusahaan memengaruhi Kebijakan Hutang secara signifikan, maka H_a ditolak dan H_o diterima, yang berarti Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh signifikan atau tidak memengaruhi Kebijakan Hutang. Temuan penelitian ini sejalan dengan temuan (Lumapow, 2018; Nurfitriana & Fachrurrozie, 2018; Suryani & Khafid, 2016) yang tidak menemukan pengaruh signifikan ukuran perusahaan terhadap Kebijakan Utang. Berbeda dengan temuan (Irawan et al., 2016; Sha, 2018) yang menunjukkan adanya pengaruh secara positif dan signifikan pada Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang, dan (Safitri & Wulanditya, 2017; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dari Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. Pada hipotesis ketiga, Struktur Aset diindikasikan memberikan pengaruh yang signifikan terhadap Kebijakan Utang, maka H_a ditolak sedangkan H_o diterima, dengan hasil temuan penelitian yaitu Struktur Aset yang memberikan pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Kebijakan Utang. Penemuan penelitian hipotesis ini konsisten dengan hasil temuan dari (Tahir et al., 2020) yang menyatakan adanya pengaruh Struktur Aset yang dapat diabaikan terhadap Kebijakan Utang. (Irawan et al., 2016; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018; Wahyuni et al., 2016) juga telah melakukan penelitian yang mempunyai pengaruh secara positif dan signifikan

terhadap Kebijakan Utang. Hipotesis keempat ditolak karena Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan H_0 diterima. Hal ini berdasarkan penelitian yang menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara Pertumbuhan Perusahaan atau tidak juga berpengaruh terhadap Kebijakan Utang. Penelitian yang ada dari beberapa sumber (Akhmadi et al., 2020; Safitri & Wulanditya, 2017; Suryani & Khafid, 2016) menyatakan tidak terdapat pengaruh signifikan antara Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Utang. Namun berbeda dengan beberapa penelitian yang lain (Irawan et al., 2016; Sha, 2018) yang mengindikasikan adanya hubungan positif dan signifikan, serta (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) yang menemukan adanya hubungan negatif di antara keduanya. Pada hipotesis kelima, dengan pernyataan Likuiditas memiliki pengaruh signifikan terhadap Kebijakan Utang, H_a ditolak dan H_0 diterima. Artinya, hasil penelitian menyatakan bahwa Likuiditas secara signifikan memberikan pengaruh terhadap Kebijakan Utang, yang didukung juga oleh temuan penelitian lainnya (Haron, 2016; Narita, 2012; Wahidahwati & Natasia, 2015), yaitu bahwa Likuiditas memiliki pengaruh negatif signifikan Kebijakan Utang. Meski demikian, terdapat juga satu penelitian (Hardiningsih & Oktaviani, 2012) yang menunjukkan bahwa Likuiditas tidak memengaruhi Kebijakan Utang. Hipotesis keenam menyatakan bahwa Profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Kebijakan Utang. Dengan hasil penelitian yang dilakukan, H_a ditolak dan sebaliknya H_0 diterima, dengan kata lain hasil Profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan atau tidak memiliki pengaruh terhadap Kebijakan Utang. Penelitian terhadap hipotesis ini bertentangan dengan (Novita & Ardini, 2020; Wahyuni et al., 2016), dan juga terdapat penelitian yang berbeda mengenai kebijakan utang dari (Irawan et al., 2016; Safitri & Wulanditya, 2017). Selanjutnya, menurut hipotesis ketujuh, profitabilitas memoderasi hubungan antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang. Dengan nilai prob 0,9774, H_a ditolak dan H_0 diterima, menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berperan sebagai moderator atau tidak memiliki pengaruh yang signifikan hubungan antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang. Temuan penelitian ini bertentangan dengan temuan (Fitriyani & Khafid, 2019; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018), yang menemukan bahwa

profitabilitas berhasil bertindak sebagai moderator secara signifikan pada hubungan antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang. Menurut hipotesis kedelapan, profitabilitas memoderasi hubungan antara Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Utang. Dengan nilai probabilitas 0,5616, maka H_a ditolak dan sebaliknya H_o menjadi diterima, yang berarti profitabilitas tidak memoderasi atau berpengaruh signifikan terhadap hubungan antara Ukuran Perusahaan dengan Kebijakan Utang. Terdapat hasil penelitian yang sejalan dengan temuan penulis (Nurfitriana & Fachrurrozie, 2018; Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) yang menemukan bahwa variabel profitabilitas tidak berperan dalam memoderasi hubungan antara Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Utang. Profitabilitas, menurut hipotesis kesembilan, memoderasi hubungan antara Struktur Aset dan Kebijakan Utang. Hasil penelitian menyatakan bahwa H_a ditolak dan sebaliknya H_o menjadi diterima berdasarkan nilai probabilitas 0,7040 yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak memberikan pengaruh terhadap hubungan antara Struktur Aset dan Kebijakan Utang. Terdapat suatu penelitian (Umbarwati & Fachrurrozie, 2018) yang menjadi bukti pendukung bahwa profitabilitas ternyata tidak dapat memoderasi Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang. Profitabilitas yang berperan sebagai moderator pada hubungan Pertumbuhan Perusahaan dengan Kebijakan Utang merupakan hipotesis kesepuluh. Dengan hasil penelitian yang dilakukan, H_a ditolak dan sebaliknya H_o diterima, dengan nilai probabilitas sebesar 0,9347 ($>0,05$), yang artinya profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada hubungan antara Pertumbuhan Perusahaan dengan Kebijakan Utang. Terdapat suatu penelitian yang bertentangan dengan temuan peneliti (Nurfitriana & Fachrurrozie, 2018) yang membuat kesimpulan bahwa profitabilitas memberikan dampak dalam memoderasi Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Utang. Profitabilitas, menurut hipotesis kesebelas, memoderasi hubungan antara likuiditas dan Kebijakan Utang. Dengan nilai probabilitas 0,6214, maka H_a menjadi ditolak sedangkan H_o diterima. Artinya, profitabilitas tidak memberikan pengaruh secara signifikan terhadap hubungan likuiditas dengan Kebijakan Utang. Pada penelitian lain sebelumnya (Hardiningsih & Oktaviani, 2012), profitabilitas memiliki efek moderasi terhadap Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Utang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa

profitabilitas tidak mampu memoderasi keempat variabel atau tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Utang. Hanya variabel Kebijakan Dividen yang menghasilkan efek langsung yang besar. Hal ini menunjukkan bahwa 37 perusahaan manufaktur yang diteliti tidak menggunakan dana dari luar untuk meningkatkan kinerja operasional usahanya, meskipun memiliki masalah dengan agen. Sebaliknya, mereka menggunakan dana internal (laba ditahan) untuk membayar dividen dan memotong biaya untuk agen.

SIMPULAN

Masa studi yang singkat selama tiga tahun, jumlah sampel yang kecil dari 37 perusahaan manufaktur, serta terbatasnya jumlah dan jenis variabel yang diteliti merupakan beberapa keterbatasan yang ada dalam penelitian ini. Penulis memiliki beberapa saran untuk peneliti selanjutnya: menambahkan lebih banyak periode penelitian, melihat ke industri lain, dan mengubah variabel yang mereka gunakan, seperti mengganti profitabilitas sebagai moderator dengan risiko bisnis, atau mengubah variabel independen seperti peluang investasi, perpajakan, ukuran dewan komisaris, dan sebagainya.

DAFTAR PUSTAKA

- Akhmadi, A., Yunia, D., & Robiyanto, R. (2020). The Role of Profitability in the Effect of Company Growth on the Debt Policy. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 267–274. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p267>
- Amin Ibrahim. (2008). *Teori Dan Konsep Pelayanan Publik Serta Implementasinya*. Mandar Maju. <https://opac.perpusnas.go.id/DetailOpac.aspx?id=79411>
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Policy, Ownership, Managerial Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3), 38–50.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management 15 Edition* (15th ed.). Cengage Learning.
- Delcoure, N. (2007). The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. *International Review of Economics and Finance*, 16(3), 400–415. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2005.03.005>
- Dennys, S., & Rahayuningsih, D. A. (2012). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Keuangan Yang Terdaftar Dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 14(3), 213–225. <https://doi.org/https://doi.org/10.34208/jba.v14i3.143>

- Fitriyani, U. N., & Khafid, M. (2019). Profitability Moderates the Effects of Institutional Ownership , Dividend Policy and Free Cash Flow on Debt Policy. *Accounting Analysis Jurnal*, 8(1), 45–51. <https://doi.org/10.15294/aaj.v8i1.25575>
- Hani, S. (2015). *Teknik Analisa Laporan Keuangan*. UMSU Press. https://digilib.umsu.ac.id/index.php?p=show_detail&id=15457&keywords=teknik+analisa+laporan+keuangan
- Hardiningsih, P., & Oktaviani, R. M. (2012). Determinan Kebijakan Hutang (dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan Universitas Stikubank*, 1(1), 11–24. <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe9/article/view/916>
- Harmono. (2014). *Manajemen Keuangan: Berbasis Balanced Scorecard Pendekatan Teori, Kasus dan Riset Bisnis*. PT Bumi Aksara.
- Haron, R. (2016). Do Indonesian firms practice target capital structure? A dynamic approach. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3). <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/JABS-07-2015-0100>
- Hery. (2016). Analisis Laporan Keuangan Integrated & Comprehensive Edition. In *Grasindo*. <https://openlibrary.telkomuniversity.ac.id/pustaka/115997/analisis-laporan-keuangan-integrated-and-comprehensive.html>
- Irawan, A., Arifati, R., & Oemar, A. (2016). Pengaruh Aset Berwujud, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Lama Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2010-2014. *Journal of Accounting*, 2(2). <https://jurnal.unpand.ac.id/index.php/AKS/article/view/435>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Lopez-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing Trade-Off and Pecking Order Theories Financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117–136. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9088-4>
- Lumapow, L. S. (2018). The Influence of Managerial Ownership and Firm Size On Debt Policy. *International Journal of Applied Business and International Management*, 3(1), 47–55. <https://doi.org/10.32535/ijabim.v3i1.76>
- (mediaindonesia.com), A. (2017, August 5). Nyonya Meneer Dinyatakan Pailit. *Mediaindonesia.Com*. <https://mediaindonesia.com/ekonomi/116222/nyonya-meneer-dinyatakan-pailit.html>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of FINANCE*, 39(3), 575–592.
- Narita, R. M. (2012). Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1–6. <https://doi.org/https://doi.org/10.15294/aaj.v1i2.566>
- Novita, I., & Ardini, L. (2020). Pengaruh Kinerja Keuangan , Good Corporate Governance Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(2), 1–18. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2786>
- Nurfitriana, A., & Fachrurrozie, F. (2018). Profitability in Moderating the Effects of Business Risk, Company Growth and Company Size on Debt Policy.

- Journal of Accounting and Strategic Finance*, 1(02), 111–120.
<https://doi.org/10.33005/jasf.v1i02.18>
- Purbaya, A. A. (2017). Tanggung Jawab Nyonya Meneer ke Karyawan Mencapai Rp 98 M. *DetikNews*. <https://news.detik.com/berita-jawa-tengah/d-3608457/tanggung-jawab-nyonya-meneer-ke-karyawan-mencapai-rp-98-m>
- Riahi-Belkaoui, A. (2004). *Accounting Theory* (5th ed.). Cengage Learning.
<https://www.cengage.com/>
- Riyanto, B. (2013). Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan. In *Universitas Negeri Malang* (4th ed.). BPFE Universitas Gadjah Mada.
<https://opac.perpusnas.go.id/DetailOpac.aspx?id=135364>
- Safitri, L. A., & Wulanditya, P. (2017). The Effect of Institutional Ownership, Managerial Ownership, Free Cash Flow, Firm Size and Corporate Growth on Debt Policy. *The Indonesian Accounting Review*, 7(2), 141–154.
<https://doi.org/10.14414/tiar.v7i2.958>
- Sari, D. P. (2017, November 22). DAJK Dinyatakan Pailit Oleh PN Jakpus. *Www.Bisnis.Com*.
<https://kabar24.bisnis.com/read/20171122/16/711584/dajk-dinyatakan-pailit-oleh-pn-jakpus>
- Sha, T. L. (2018). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 23(02), 159–174.
<https://doi.org/https://doi.org/10.24912/je.v23i2.366>
- Shaheen, S., & Malik, Q. A. (2012). The Impact of Capital Intensity , Size of Firm And Profitability on Debt Financing In Textile Industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), 1061–1066. <https://journal-archieves15.webs.com/1061-1066.pdf>
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial Statement Analysis* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Sugianto, D. (2018). Dwi Aneka Jaya Kemasindo Didepak dari Bursa Saham. *DetikFinance*. <https://finance.detik.com/bursa-dan-valas/d-4032340/dwi-aneka-jaya-kemasindo-didepak-dari-bursa-saham>
- Supratinigrum, R. (2011). Pengaruh Pertumbuhan Aktiva Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Perbankan. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 24(2), 81–92.
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.24856/mem.v24i2.181>
- Suryani, A. D., & Khafid, M. (2016). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 5(2), 95–103.
<https://doi.org/https://doi.org/10.15294/aaj.v5i2.14365>
- Syamsudin, L. (2016). Manajemen Keuangan Perusahaan - Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan. In *Raja Grafindo Persada* (Baru). Raja Grafindo Persada.
<https://www.rajabrafindo.co.id/produk/manajemen-keuangan-perusahaan-2/>
- Tahir, N., Hormati, A., & Zainuddin, Z. (2020). Ownership Structure, Free Cash Flow, Asset Structure and Dividend Policy on Debt Policy. *Accountability*, 9(1), 28–35. <https://doi.org/10.32400/ja.27989.9.1.2020.28-35>
- Umbarwati, U., & Fachrurrozie. (2018). Accounting Analysis Journal Profitability as the Moderator of the Effects of Dividend Policy, Firm Size, And Asset Structure on Debt Policy. *Accounting Analysis Journal*, 7(3), 192–199.

<https://doi.org/10.15294/aaj.v7i3.22725>

- Utami, S. P. S. (2017). Ini utang Nyonya Meneer yang menyebabkan pailit. *Nasional.Kontan.Co.Id*. <https://nasional.kontan.co.id/news/ini-utang-nyonya-meneer-yang-menyebabkan-pailit>
- Wahidahwati, & Natasia, W. (2015). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 4(12), 163–181. Determinant, Pecking Order Theory, Debt Policy
- Wahyuni, S., Ahyaruddin, M., & Asnawi, M. (2016). Pengaruh Struktur Aset, Profitabilitas, Kebijakan Dividen Dan Tarif Pajak Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011 - 2014). In M. R. Fauzi (Ed.), *1st CELSciTech - 2016 (Communication, Economic, Education, Law, Science and Technology)* (Vol. 1, Issue September, p. ECO-46). Lembaga Penelitian dan Pengabdian Kepada Masyarakat Universitas Muhammadiyah Riau. <http://smartlib.umri.ac.id/assets/uploads/files/c67f9-prosiding-celcitech-1-final-ver-3-rezise.pdf>