

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN (Studi pada Perusahaan Sektor *Consumer Goods* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019)

Nimas Widanti, Dwi Cahyo Utomo ¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the factors that affect debt policy. There are eight factors in this research such as managerial ownership, institutional ownership, assets structure, firm size, profitability, free cash flow, business risk, and gross profit margin.

The population of this research used all Consumer Goods companies in the Indonesian Stock Exchange in 2015-2019. This research using the purposive sampling method with a total sample of 225. The analysis method in this research uses multiple linear regression.

The empirical result of this research shows that managerial ownership, profitability, and gross profit margin have a negative significant effect on debt policy. Assets structure and firm size have a positive significant effect on debt policy. While institutional ownership, free cash flow, and business risk do not have any effect on debt policy.

Keywords: Debt policy, managerial ownership, institutional ownership, structure assets, firm size, profitability, free cash flow, business risk, and gross profit margin.

PENDAHULUAN

Dalam menyongsong perubahan zaman, Perusahaan dituntut agar dapat meningkatkan kemampuannya, mengembangkan pembaharuan dalam perusahaan, serta dapat melakukan ekspansi usaha agar mampu bertahan menghadapi ketatnya persaingan antar perusahaan. Dengan adanya persaingan yang ketat antar perusahaan, pimpinan perusahaan diharapkan lebih bijak untuk memutuskan kebijakan pendanaan perusahaan sebab keputusan pendanaan memiliki dampak langsung pada keberlanjutan perusahaan sehingga manajer harus mampu mempertahankan stabilitas pendanaan agar tetap bisa mempertahankan bisnisnya (Nurmawadhakha & Retnani, 2018).

Perusahaan perlu teliti dalam memikirkan kebijakan pendanaan mana yang cocok digunakan oleh perusahaan. Salah satu metode yang sering digunakan manajemen ialah kebijakan hutang (Murtiningtyas, 2012). Manajer menerapkan kebijakan hutang guna memaksimalkan dana perusahaan. Kebijakan ini dikembangkan untuk memenuhi kebutuhan operasional. Menurut Bernice (2015) salah satu cara perusahaan memanfaatkan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal untuk meminimalkan risiko perusahaan yakni dapat menggunakan kebijakan hutang. Brigham & Houston (2011) dalam Lumapow (2018) menjelaskan kebijakan hutang ialah prosedur tentang ketetapan yang dibuat perusahaan guna melaksanakan aktivitas perusahaannya dengan memakai hutang atau *leverage* keuangan.

Kebijakan hutang dapat dinilai dengan perhitungan hutang dibagi dengan ekuitas. Apabila rasio hutang terhadap modal meningkat maka hutang yang wajib dibayar oleh perusahaan juga semakin meningkat. Bersumber dari studi-studi sebelumnya, banyak faktor yang dapat memengaruhi kebijakan hutang. Beberapa faktor yang dapat memengaruhi kebijakan hutang ialah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas, *free cash flow*, risiko bisnis, dan *Gross Profit Margin*.

Kepemilikan manajerial ialah total yang dimiliki manajemen yang terlibat secara aktif saat menentukan keputusan untuk keberlanjutan perusahaan (Nurmawadhakha & Retnani, 2018). Kepemilikan manajerial menjadi salah satu faktor penting yang memengaruhi kebijakan hutang

¹ Corresponding author

sebab kepemilikan saham oleh manajemen ini mampu menjadi alat pengawasan internal yang penting bagi pemilik saham untuk mengatasi konflik agensi. Riset terdahulu perihal korelasi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang menyatakan hasil yang inkonsisten. Studi yang dilaksanakan Bernice (2015); Ekaningtias (2017); Nurmawadhakha dan Retnani (2018) memperlihatkan bahwasannya kebijakan hutang tak diberi pengaruh oleh kepemilikan manajerial. Sebaliknya menurut Saraswaty (2016) kebijakan hutang dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dengan arah yang negatif dan signifikan.

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai total saham yang dimiliki oleh suatu organisasi ataupun lembaga. Contohnya perusahaan investasi, perusahaan asuransi, perusahaan reksadana, dan institusi lainnya. Pemilihan kepemilikan institusional sebagai salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan hutang sebab berdasarkan fenomena yang ada, besarnya persentase hutang yang dimiliki perusahaan diikuti dengan rendahnya kepemilikan institusi dalam perusahaan tersebut. Berdasarkan Bernice (2015) kepemilikan institusional mampu memengaruhi dengan arah positif terhadap kebijakan hutang. Sementara riset yang dilaksanakan Nurmawadhakha dan Retnani (2018) serta Surya dan Rahayuningsih (2012) menunjukkan hasil berbeda yaitu kepemilikan institusional tidak memengaruhi kebijakan hutang.

Struktur aset ialah penentuan besarnya bagian dari komponen aset, baik *fixed asset* maupun *current asset* untuk menentukan besarnya penggunaan hutang perusahaan. Pemilihan struktur aset sebagai salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan hutang pada penelitian ini sebab kreditur dalam memberi pinjaman akan mempertimbangkan aset yang dimiliki suatu perusahaan yang mana aset tersebut dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh pendanaan eksternal. Riset yang dilaksanakan Prathiwi dan Yadnya (2017) menunjukkan kebijakan hutang diberi pengaruh dengan positif namun tidak signifikan oleh struktur aset. Menurut Akoto dan Awunyo-Vitor (2013) kebijakan hutang dipengaruhi secara signifikan dengan arah negatif oleh struktur aset. Sebaliknya, Ekaningtias (2017); Nurmawadhakha dan Retnani (2018) memperlihatkan struktur aset tidak memengaruhi kebijakan hutang.

Ukuran perusahaan adalah besar kecilnya sebuah perusahaan yang bisa diamati dari total aset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan menjadi salah satu faktor penting yang memengaruhi kebijakan hutang sebab kreditur dalam memberikan pinjaman memperhatikan ukuran perusahaan yang dilihat dari kepemilikan total asetnya. Menurut Ekaningtias (2017) ukuran perusahaan mampu memengaruhi kebijakan hutang. Sebaliknya, Trisnawati (2016); Nurmawadhakha dan Retnani (2018) memperlihatkan perbedaan hasil yakni ukuran perusahaan tidak memengaruhi kebijakan hutang.

Profitabilitas merupakan kapabilitas entitas menghasilkan keuntungan dalam rentang waktu tertentu. Pada suatu perusahaan, profitabilitas dipakai sebagai salah satu hal yang perlu dicermati ketika menetapkan struktur modal. Profitabilitas menjadi faktor yang penting sebab perusahaan diharapkan selalu dalam keadaan yang menguntungkan sehingga perusahaan tidak memerlukan tambahan pendanaan eksternal. Prathiwi dan Yadnya (2017); Akoto dan Awunyo-Vitor (2013) menunjukkan profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan. Sebaliknya, studi yang dilaksanakan Sadeghian et al., (2012); Nurmawadhakha dan Retnani (2018); dan Murtiningtyas (2012) memperlihatkan terdapat pengaruh yang negatif antara kebijakan hutang dengan profitabilitas.

Free cash flow ataupun arus kas bebas yang bisa diartikan kelebihan kas dari kegiatan fungsional perusahaan guna dibagikan kepada pemilik perusahaan dan kreditur yang tidak digunakan untuk investasi maupun modal kerja. *Free cash flow* menjadi salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan hutang sebab banyaknya penyalahgunaan dana *free cash flow* mengakibatkan timbulnya konflik agensi dimana hutang dapat menjadi alat untuk mengurangi konflik tersebut. Prathiwi & Yadnya (2017); Fitriyah (2011) menunjukkan hasil bahwa kebijakan hutang dipengaruhi secara signifikan dan mempunyai arah yang positif oleh *free cash flow*. Sebaliknya, riset yang dihasilkan Trisnawati (2016) dan Suryani & Khafid (2015) menunjukkan temuan yang berbeda yaitu kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh *free cash flow*.

Risiko bisnis berhubungan dengan ketidakjelasan pemasukan yang akan diterima oleh perusahaan. Risiko bisnis menurut Brigham dan Houston (2010) dalam Prathiwi & Yadnya (2017) diartikan sebagai ketidakjelasan perihal estimasi pengembalian aktiva di masa depan. Risiko bisnis menjadi salah satu faktor penting yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan sebab kreditur tentu akan memperhatikan risiko yang terkandung dalam perusahaan tersebut. Prathiwi dan Yadnya (2017); Murtiningtyas (2012) memperlihatkan kebijakan hutang dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh risiko bisnis. Sementara itu, 12 Surya dan Rahayuningsih (2012) memperlihatkan risiko bisnis tidak dapat memengaruhi kebijakan hutang.

Gross Profit Margin yang merupakan perbandingan yang dipakai perusahaan guna menilai laba bruto yang dihasilkan dari pendapatan penjualan. Pemilihan *Gross Profit Margin* sebagai salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan hutang sebab rasio ini digunakan untuk mengetahui seberapa efisien proses produksinya sehingga apakah perusahaan perlu menambah pendanaan yang bersumber dari eksternal.

Riset ini merupakan kombinasi dua riset yang pernah dilakukan yakni riset pertama oleh Yezia Bernice dan riset kedua oleh Ni Made Dhyana Intan Prathiwi dan I Putu Yadnya. Studi pertama yang dianalisis oleh Yezia Bernice (2015) berjudul “The Impact of Managerial Ownership, Institutional Ownership, and Company Size Towards Debt Policy”. Hal yang menjadi pembeda riset penulis dengan riset sebelumnya yakni penulis menggabungkan variabel dari penelitian sebelumnya. Penggabungan tersebut menggunakan semua variabel dari penelitian pertama serta menggunakan 4 variabel dari peneliti kedua yakni struktur aset, profitabilitas, *free cash flow*, serta risiko bisnis. Perbedaan lainnya adalah penelitian ini menambah variabel baru yaitu *Gross Profit Margin*.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS TEORI AGENSI

Teori keagenan atau *agency theory* oleh Brigham dan Houston (2004) dalam Nurmawadhakha & Retnani (2018) diartikan sebagai interaksi antara satu individu atau lebih yakni antara *principal* dan *agent* yang mana *principal* memasrahkan kewenangan pada *agent* untuk menjalankan aktivitas operasional serta mengambil keputusan bagi perusahaan. Dalam teori keagenan, yang dimaksud *principal* adalah pihak yang mengontrak *agent*. Sementara *agent* ialah pihak yang diberi kewenangan oleh *principal* untuk mengelola perusahaannya. Jensen & Meckling (1976) mengemukakan konflik agensi yang berlangsung di suatu perusahaan terjadi akibat ketidaksamaan tujuan antara *principal* dengan *agent*. Konflik kepentingan ini terjadi diantara pemegang saham, manajemen, dan kreditur. Pemilik perusahaan (*principal*) mempekerjakan manajemen (*agent*) untuk mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kekayaan pemilik modal. Tetapi dalam pelaksanaannya, manajemen memiliki tujuan yang berbeda dimana manajemen ingin meningkatkan kemakmuran pribadi dengan mengorbankan kepentingan pemilik perusahaan. *Agent* condong menjalankan pemborosan dan melakukan hal yang kurang efisien untuk kepentingan pribadi seperti kenaikan upah dan jabatan. Hal ini dilakukan karena manajemen tidak ikut menanggung risiko apabila terjadi kesalahan, risiko tersebut ditanggung oleh pemilik perusahaan (Trisnawati, 2016). Dengan adanya dua kepentingan yang berbeda dalam perusahaan bisa menimbulkan konflik kepentingan.

Jensen & Meckling (1976) menerangkan saham yang dipunyai oleh manajemen kurang dari 100% mampu menimbulkan konflik agensi karena manajemen cenderung berperilaku untuk mementingkan keperluan pribadi bukan untuk keperluan pemilik perusahaan. Selain itu, konflik agensi juga dapat terjadi saat manajemen dan pemilik perusahaan menentukan keputusan pendanaan. Dalam hal ini, pemilik perusahaan berharap pendanaan perusahaan dipenuhi menggunakan hutang dibandingkan menerbitkan saham baru karena dapat mengurangi hak pemilik dalam perusahaan. Di sisi lain, manajemen tidak mengharapkan jika pendanaan bersumber dari hutang sebab penggunaan hutang memiliki risiko yang tinggi.

Konflik keagenan tidak terjadi diantara pemegang saham dan manajemen saja, melainkan juga terjadi diantara pemegang saham (*stakeholders*) dengan kreditur. Pemegang saham melalui kreditur dapat melakukan pengambilan keputusan yang mengandung risiko bagi perusahaan. Akan tetapi, ketika perusahaan mengambil proyek yang berisiko tinggi akan merugikan kreditur sebab hal tersebut dapat meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Kreditur berhak memperoleh bagian dari profit yang didapatkan perusahaan sebagai pembayaran bunga dan pokok pinjaman serta berhak pula atas aset yang dimiliki perusahaan apabila perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan. Konflik agensi dalam perusahaan dapat diminimalisir melalui pengawasan untuk menyejajarkan kepentingan antara pihak manajemen dan pemilik perusahaan. Dalam mengawasi kegiatan tersebut akan timbul biaya keagenan (*agency cost*). Menurut Van Horne & John (1997) dalam Bernice (2015) biaya keagenan ialah biaya yang berkenaan dengan monitoring manajemen untuk memastikan bahwa kesepakatan kontrak antara perusahaan dengan pemberi pinjaman dan *shareholders* sejalan dengan perilaku manajemen.

TEORI TRADE-OFF

Teori *trade-off* mendeskripsikan jika struktur modal yang maksimal dapat tercapai saat adanya kesetaraan antara keuntungan dan kerugian yang muncul dari pemakaian hutang (Mutamimah & Rita,

2009). Manfaat yang didapat dari penggunaan hutang yakni berupa *tax shield* yang diperoleh dari bunga hutang, sehingga bunga hutang tersebut dapat menurunkan besaran pajak yang harus disetorkan. Sedangkan, kerugian penggunaan hutang ialah berkurangnya kas perusahaan yang digunakan untuk melunasi beban hutang.

Menurut teori *trade-off*, suatu perusahaan akan berhutang samapi pada batas hutang tertentu yang mana *tax shield* dari penggunaan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan. Biaya kesulitan keuangan terdiri dari biaya keagenan yang muncul akibat kredibilitas perusahaan yang mengalami penurunan serta biaya kebangkrutan. Dengan demikian struktur modal yang optimal terbentuk saat manfaat perlindungan pajak dari hutang sama dengan biaya kebangkrutan yang diperoleh perusahaan (Brigham dan Houston dalam Sherly & Fitria, 2019). Apabila perusahaan menanggung beban bunga yang tinggi maka pajak yang dibayarkan perusahaan semakin sedikit. Hal ini dikarenakan besar pajak yang dibayarkan dapat dikurangi dengan *tax shield* yang muncul akibat adanya beban bunga. Sebaliknya, jika perusahaan tidak memanfaatkan hutang, perusahaan tidak akan mendapatkan keuntungan berupa *tax shield* yang menyebabkan pajak yang ditanggung perusahaan akan semakin tinggi.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial oleh Tarin (2007) dalam Bernice (2015) ialah proporsi kepemilikan saham yang dipunyai manajemen yang memiliki peran langsung terlibat dalam memutuskan ketentuan perusahaan. Peningkatan kepemilikan manajerial merupakan alternatif untuk mengurangi masalah yang ada dalam suatu entitas. Keputusan pendanaan yang akan diambil oleh manajemen harus dilakukan secara cermat sehingga apabila manajemen mengambil kebijakan yang kurang tepat akan mengakibatkan perusahaan mengalami kerugian dan manajemen juga akan ikut menanggung kerugian perusahaan. Oleh sebab itu, peningkatan kepemilikan manajerial mampu menurunkan penggunaan hutang. Dalam teori agensi, perbedaan tujuan antara *principal* dan *agent* dapat menimbulkan konflik agensi. Informasi internal perusahaan cenderung banyak diketahui oleh pihak manajemen daripada pemilik perusahaan yang memicu manajer untuk mengendalikan perusahaan sesuai keinginannya. Manajer juga akan berusaha memaksimalkan keuntungan perusahaan dengan berbagai cara termasuk menggunakan hutang.

Penjelasan diatas didukung oleh hasil studi Saraswaty (2016) yang menerangkan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dengan arah negatif. Kepemilikan manajerial yang meningkat dapat menurunkan pemakaian hutang perusahaan, tentu ini akan berimbas baik bagi perusahaan sebab manajemen akan lebih termotivasi untuk menunjukkan performa yang maksimal. Berdasarkan penjelasan teori, logika berpikir dan penelitian sebelumnya akan diajukan hipotesis :

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional ialah rasio saham yang dipunyai oleh institusi seperti perusahaan investasi, asuransi, reksadana, serta institusi lainnya. Pada suatu entitas, wewenang yang besar dimiliki oleh pemilik saham institusi dibandingkan pemegang saham yang lain. Ini disebabkan institusi memiliki sumber daya yang besar sehingga mampu menguasai sebagian besar saham perusahaan. Sesuai dengan teori agensi, perbedaan tujuan antara pemilik perusahaan dengan manajemen dapat memicu konflik yang dikenal dengan konflik agensi. Kepemilikan institusional dalam perusahaan dapat berperan untuk mengurangi konflik keagenan melalui proses monitoring tindakan pihak manajemen sehingga manajer dapat bekerja lebih baik dan tidak bertindak oportunistis untuk kepentingan pribadinya. Kehati-hatian pihak manajemen dalam memutuskan pendanaan eksternal mengakibatkan penggunaan hutang mengalami penurunan (Nurmawadhakha & Retnani, 2018). Risiko kebangkrutan akan meningkat sejalan dengan tingginya penggunaan hutang sehingga adanya kepemilikan institusional dalam perusahaan mampu menurunkan penggunaan hutang.

Hasil temuan (Fitriyah, 2011) yang menunjukkan kebijakan hutang dipengaruhi secara negatif oleh kepemilikan institusional. Manajemen akan bertindak sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan karena peran dari kepemilikan saham institusi yang dapat menjadi pengawas bagi tindakan manajemen. Adanya monitoring tersebut akan menurunkan penggunaan hutang. Dari pernyataan diatas dapat diajukan hipotesis kedua sebagai berikut:

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Struktur Aset dan Kebijakan Hutang

Menurut Junaidi (2013) dalam Prathiwi & Yadnya (2017) struktur aset ialah rasio antara total aktiva bersih yang dapat dijadikan agunan dengan total aktiva. Perusahaan yang mempunyai *tangible* aset akan mempunyai target rasio hutang yang tinggi pula. *Tangible* aset tersebut dapat dijadikan sebagai agunan dan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman. Hal ini bertujuan untuk mendapatkan keyakinan kreditur agar perusahaan mendapatkan pinjaman. Pinjaman yang diperoleh perusahaan semakin meningkat seiring dengan tingginya total aset yang dimiliki perusahaan. Selaras dengan konsep teori *trade-off* yang menerangkan bahwasannya kesetaraan yang terjadi pada saat keuntungan dan kerugian muncul akibat dari pemakaian hutang akan dapat memaksimalkan struktur modal.

Trisnawati (2016) dalam temuannya menunjukkan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi oleh struktur aset dengan arah positif. Aset yang dimiliki akan memudahkan perusahaan dalam mendapatkan pinjaman seperti hutang karena aset tersebut dapat dijadikan jaminan bagi kreditur. Semakin tinggi aset yang dimiliki mencerminkan hutang yang dimanfaatkan juga semakin besar, sehingga dapat diajukan hipotesis ketiga sebagai berikut:

H3: Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Tingginya total aset yang dipunyai suatu perusahaan menggambarkan ukuran perusahaan yang semakin besar. Sebaliknya, ukuran perusahaan yang kecil bisa dicerminkan dengan rendahnya jumlah aset yang dipunyai perusahaan tersebut. Pada umumnya, aktivitas operasional perusahaan menggambarkan ukuran dari perusahaan tersebut. Semakin kompleks operasi yang dilaksanakan perusahaan menandakan semakin besar ukuran dari perusahaan. Berdasarkan teori *trade-off*, struktur modal yang optimal dicapai saat adanya keseimbangan antara keuntungan dari penggunaan *tax shield* dan biaya kesulitan keuangan hutang. Dalam menjalankan kegiatan operasionalnya, perusahaan membutuhkan dana agar kegiatan dapat berjalan dengan lancar. Perusahaan besar membutuhkan dana yang lebih banyak cenderung dibutuhkan oleh perusahaan besar dibandingkan perusahaan kecil untuk memenuhi kebutuhannya sehingga penggunaan dana internal saja tidak memenuhi dan memerlukan dana eksternal seperti hutang. Perusahaan besar juga memiliki kemungkinan kebangkrutan lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil.

Selaras dengan konsep *trade-off theory*, semakin besar ukuran suatu perusahaan maka akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar pula sebab perusahaan besar memiliki risiko yang rendah. Berdasarkan paparan sebelumnya dapat tarik kesimpulan bahwa semakin besar perusahaan, pendanaan yang diperlukan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan juga semakin banyak. Selain itu tingkat kepercayaan dari kreditur dalam memberi pinjaman akan meningkat bersamaan dengan semakin besarnya ukuran perusahaan. Hasil studi yang ditemukan oleh Bernice (2015) menerangkan bahwa kebijakan hutang mampu dipengaruhi secara positif oleh ukuran perusahaan. Perusahaan besar dalam memenuhi kebutuhannya tentu juga memerlukan dana yang besar namun keperluan dana tersebut dapat dengan mudah dipenuhi disebabkan perusahaan besar mempunyai kemudahan dalam memasuki pasar modal. Dalam memperoleh hutang, peluang yang lebih besar akan dimiliki oleh perusahaan besar dibandingkan perusahaan kecil, sehingga dapat diajukan hipotesis keempat sebagai berikut:

H4: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Profitabilitas dan Kebijakan Hutang

Perusahaan yang menghasilkan profit besar mengakibatkan perusahaan cenderung memanfaatkan dana internal yang tinggi dalam membiayai aktivitas perusahaan sehingga pendanaan eksternal berupa hutang tidak diperlukan. Hal ini dikarenakan perusahaan mengalokasikan profit yang besar tersebut pada laba ditahan sebagai sumber internal untuk pembiayaan perusahaan. Berdasarkan teori agensi, manajemen menginginkan pembiayaan perusahaan dipenuhi menggunakan pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal berupa hutang. Hal ini akan meningkatkan risiko bagi manajemen sebab manajemen harus memikirkan pembayaran pokok pinjaman dan bunga hutang. Sementara itu, pemegang saham menginginkan perusahaan memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya tanpa memikirkan risiko yang ditanggung. Pemakaian hutang yang rendah akan mengakibatkan biaya hutang (*cost of debt*) juga menjadi rendah.

Nurmawadhakha & Retnani (2018) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan hutang dengan arah negatif. Tingginya profit yang dihasilkan akan

membuat perusahaan tersebut memanfaatkan hutang dalam jumlah yang rendah sebab laba yang dihasilkan perusahaan akan dimanfaatkan untuk memenuhi kebutuhan dananya. Berdasarkan pada pemaparan diatas maka dapat diajukan hipotesis kelima yaitu:

H5: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kebijakan Hutang

Free cash flow ialah sisa kas dari kegiatan operasional perusahaan untuk dibagikan pada pemilik perusahaan dan kreditur yang tak dibutuhkan guna modal kerja maupun investasi. Konflik keagenan yang terjadi pada perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* umumnya memakai hutang sebagai salah satu alternatif pengawasan guna meminimalisir *agency cost*. Dengan terdapatnya hutang, perilaku manajemen yang oportunistis dalam penggunaan *free cash flow* dapat dikendalikan. Selain itu, dengan meningkatnya hutang akan membuat manajemen harus mengatur aliran dana perusahaan guna melunasi pokok pinjaman dan bunga secara periodik (Amilia & Asyik, 2019).

Dalam konsep teori agensi, *free cash flow* yang tinggi dalam perusahaan bisa menimbulkan konflik keagenan. Jensen (1986) menjelaskan konflik keagenan disebabkan karena pemegang saham menghendaki *free cash flow* dimanfaatkan guna meningkatkan kesejahteraan pemilik perusahaan yakni dengan cara dibagi dalam bentuk dividen namun manajemen menghendaki agar *free cash flow* dimanfaatkan perusahaan guna investasi pada kegiatan yang mampu menghasilkan laba. Studi yang dilakukan Prathiwi & Yadnya (2017) menunjukkan hasil bahwasannya kebijakan hutang diberi pengaruh oleh *free cash flow* secara positif. Terdapatnya *free cash flow* yang tinggi pada perusahaan akan membuat pemilik perusahaan melakukan pengawasan pada manajer dalam melakukan investasi yaitu dengan cara meningkatkan hutang. Berdasarkan uraian tersebut dapat diajukan hipotesis keenam yaitu:

H6: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Risiko Bisnis dan Kebijakan Hutang

Dalam proses bisnis, setiap keputusan yang diambil tentu mengandung risiko. Risiko bisnis oleh Brigham dan Houston (2010) dalam Prathiwi & Yadnya (2017) diartikan sebagai ketidakjelasan perihal estimasi pengembalian aktiva di masa depan. Pemakaian hutang dipengaruhi oleh risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Pemakaian hutang akan semakin rendah seiring dengan tingginya risiko yang dihadapi perusahaan. Ketidakjelasan mengenai keuntungan yang akan diterima perusahaan mengakibatkan perusahaan tersebut kesulitan dalam mengembalikan kewajiban yang ditanggung. Selaras dengan teori *trade-off* yang menerangkan bahwa struktur modal yang maksimal bisa tercapai dengan adanya kesetaraan antara keuntungan dan kerugian yang muncul dari pemakaian hutang.

Studi yang dilaksanakan Prathiwi & Yadnya (2017) menunjukkan kebijakan hutang dipengaruhi dengan arah negatif oleh risiko bisnis. Tingginya risiko yang ditanggung akan membuat perusahaan memanfaatkan hutang dalam tingkat yang rendah. Perusahaan dengan risiko yang tinggi cenderung mengurangi pendanaan berupa hutang sebab penggunaan hutang akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Berdasarkan uraian tersebut dapat diajukan hipotesis ketujuh yaitu:

H7: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *Gross Profit Margin* dan Kebijakan Hutang

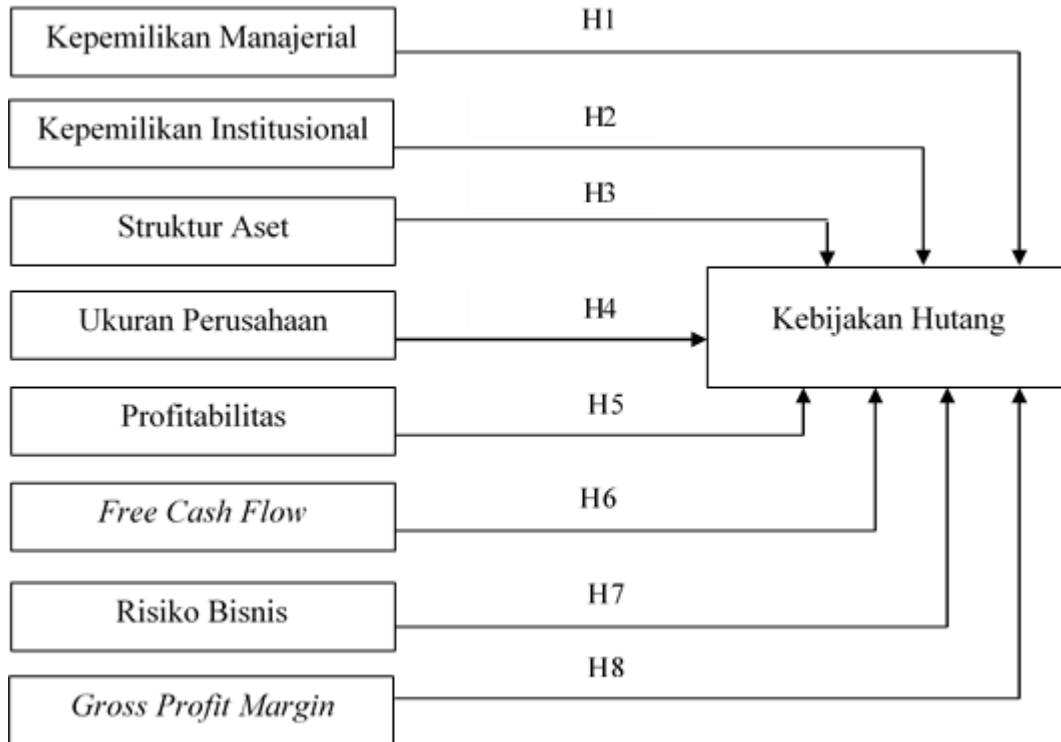
Gross Profit Margin ialah persentase yang dipakai guna mengukur kapabilitas perusahaan dalam mendatangkan laba kotor dari pendapatan penjualan. Perusahaan akan membiayai aktivitas operasional menggunakan pendanaan dengan tingkatan risiko terendah hingga tertinggi. Semakin tinggi nilai *Gross Profit Margin* menunjukkan bahwa aktivitas operasi yang lakukan perusahaan semakin efisien yang dibuktikan dengan nilai harga pokok penjualan yang lebih sedikit daripada penjualan. Rendahnya harga pokok penjualan akan membuat keuntungan yang didapatkan perusahaan meningkat dan akan menggunakan laba tersebut untuk membiayai produksi produk sehingga penggunaan alternatif dana eksternal seperti hutang tidak diperlukan.

Hal ini selaras dengan teori agensi yang menerangkan dalam penentuan pendanaan perusahaan terdapat perbedaan keinginan antara *principal* dan *agent* yang dapat menyebabkan konflik. Manajemen sebagai *agent* menghendaki pembiayaan operasional perusahaan menggunakan dana internal sebab manajemen menghindari pembiayaan yang berisiko tinggi dan penggunaan hutang akan menambah risiko yang mengancam posisi manajemen. Sementara itu, pemegang saham sebagai *principal* menghendaki perusahaan mendapatkan keuntungan yang sebesar-besarnya tanpa memikirkan risiko yang diterima. Uraian diatas senada dengan hasil riset Sadeghian *et al.* (2012) yang

memperlihatkan bahwa *Gross Profit Margin* memengaruhi kebijakan hutang dengan arah negatif. Tingginya angka *Gross Profit Margin* akan mengakibatkan rendahnya penggunaan hutang. Dari uraian diatas, hipotesis yang dapat diajukan yaitu:

H8: *Gross profit margin* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Bagian ini akan menjelaskan mengenai variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel yang dimaksud terdiri dari variabel dependen dan variabel independen.

Variabel Dependen

Variabel bebas pada penelitian merupakan Kebijakan Hutang. Kebijakan hutang ialah salah satu kebijakan pembiayaan dengan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan eksternal untuk mendanai operasionalnya. Pengukuran kebijakan hutang menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang dapat dinilai dengan membandingkan total hutang dengan total ekuitas. Rumus dibawah merupakan rumus yang diadopsi dari Bernice, 2015.

$$DER = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}} \times 100\%$$

Variabel Independen

Dalam penelitian ini variabel terikat yang digunakan adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas, *free cash flow*, risiko bisnis, dan *gross profit margin*.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah proporsi saham yang dimiliki manajemen yang berperan pada penentuan keputusan yang akan diambil perusahaan. Kepemilikan manajerial dapat dinilai melalui proporsi jumlah saham manajemen dengan total saham yang beredar dalam perusahaan. Rumus dibawah merupakan rumus yang diadopsi dari Bernice, 2015.

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham manajerial}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak institusi. Institusi yang dimaksud yakni saham yang dimiliki oleh lembaga investasi, asuransi, reksadana, dan lembaga lainnya. Kepemilikan institusional dapat dinilai menggunakan proporsi total saham institusi dengan total saham yang beredar dalam perusahaan.

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

Struktur Aset

Struktur aset ialah pemilihan besarnya bagian komponen aset, baik aset tetap ataupun aset lancar untuk menentukan besarnya penggunaan hutang perusahaan. Pengukuran operasional atas struktur aset dapat diukur menggunakan proporsi jumlah aset tetap dengan jumlah aset yang dipunyai perusahaan. Dalam penelitian ini rumus struktur aset mengadopsi dari Ekaningtias, 2017.

$$\text{Struktur Aset} = \frac{\text{Total aset tetap}}{\text{Total aset}}$$

Ukuran Perusahaan

Definisi ukuran perusahaan adalah besar kecilnya suatu perusahaan yang bisa dinilai dari besarnya aset perusahaan. Menurut Akoto & Awunyo-Vitor, (2013) ukuran perusahaan diprosikan dengan rumus total aset yang selanjutnya ditransformasi ke logaritma natural yang bertujuan untuk menyederhanakan jumlah aset tanpa mengubah proporsi jumlah aset sesungguhnya serta menyesuaikan variabel lainnya mengurangi data yang berlebih.

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Log natural total aset}$$

Profitabilitas

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan dalam mendapatkan profit dari aktivitas operasional yang berkaitan dengan tingkat penjualan, aset, serta modal saham pada periode tertentu. Profitabilitas dapat dinilai menggunakan *Return On Asset* (ROA) yakni membagi laba setelah pajak dengan total aset perusahaan. ROA digunakan sebagai proksi profitabilitas karena ROA secara khusus mengungkapkan berapa banyak laba setelah pajak yang dihasilkan perusahaan untuk setiap nilai dari aset yang dimilikinya. Rumus dibawah ini diadopsi dari Nurmadhakhah & Retnani, 2018.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total aset}}$$

Free Cash Flow

Definisi *free cash flow* atau arus kas bebas adalah sisa kas dari kegiatan operasional perusahaan yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan dan kreditur yang tidak digunakan pada modal kerja maupun investasi. *Free cash flow* dapat dihitung dengan aliran kas operasi (AKO) dikurangi pengeluaran modal perusahaan (PM) dan dikurangi lagi dengan modal kerja bersih (NWC). Pada penelitian ini rumus *free cash flow* mengadopsi penelitian Ross *et al.* dalam Hasan, 2014.

$$\text{Free Cash Flow} = \text{AKOit} - \text{PMit} - \text{NWCit}$$

Risiko Bisnis

Menurut Brigham dan Houston (2010) dalam Prathiwi & Yadnya (2017) mendefinisikan risiko bisnis sebagai prediksi atas pengembalian aset di masa depan yang belum memiliki kejelasan. Risiko bisnis bisa dinilai dengan membandingkan standar deviasi dari laba sebelum bunga serta pajak (EBIT) dengan total aset. Rumus dibawah merupakan rumus yang diadopsi dari Rupianti (2013) dalam Tansyawati & Asyik (2015).

$$\text{Risiko Bisnis} = \frac{\sigma \text{EBIT}}{\text{Total aset}}$$

Gross Profit Margin

Gross Profit Margin ialah persentase yang dipakai guna menilai kapabilitas perusahaan dalam mendatangkan laba kotor dari pendapatan penjualan. *Gross Profit Margin* dapat dinilai dengan cara membagi laba kotor dengan penjualan. Rumus *gross profit margin* dibawah merupakan rumus yang diadopsi dari Sadeghian *et al.*, 2012.

$$\text{Gross Profit Margin} = \text{AKOit} - \text{PMit} - \text{NWCit}$$

Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini populasi data yang dipakai adalah seluruh perusahaan sektor *consumer goods* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2015-2019. Dalam menentukan sampel penelitian, metode yang dipilih ialah metode *purposive sampling* yang diartikan suatu metode pemilihan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria tersebut terdiri dari:

1. Perusahaan sektor *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menerbitkan laporan keuangan tahun 2015 sampai dengan 2019 secara lengkap.
2. Perusahaan sektor *consumer goods* yang menyediakan informasi lengkap terkait variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas, *free cash flow*, risiko bisnis, dan *gross profit margin*.

Metode Analisis

Model regresi yang digunakan dalam pengujian hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$DER = \alpha + \beta_1MOWN + \beta_2INST + \beta_3SA + \beta_4SIZE + \beta_5ROA + \beta_6FCF + \beta_7RISK + \beta_8GPM + e$$

Keterangan:

- DER = Debt to Equity Ratio
- MOWN = Kepemilikan Manajerial
- INST = Kepemilikan Institusional
- SA = Struktur Aset
- SIZE = Ukuran Perusahaan
- ROA = Profitabilitas
- FCF = Free Cash Flow
- RISK = Risiko Bisnis
- GPM = Gross Profit Margin
- α = Konstanta
- β = Koefisien Regresi
- e = Error

Hasil dan Pembahasan

Menurut data yang diperoleh terdapat 56 perusahaan yang menjadi populasi penelitian. Jumlah populasi penelitian menurun setelah adanya seleksi menurut persyaratan yang diajukan. Setelah adanya seleksi maka didapatkan sampel penelitian sebanyak 225 perusahaan.

Tabel 1
Data Hasil Pemilihan Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan sektor consumer goods yang tercatat di BEI tahun 2015-2019	63
2	Perusahaan sektor consumer goods yang tidak tercatat di BEI setelah tahun 2019	(7)
3	Total perusahaan yang tercatat di BEI tahun 2015-2019 (56 x 5 tahun)	280
4	Perusahaan sektor consumer goods yang tidak menyediakan informasi secara lengkap terkait variabel penelitian	(32)
5	Data outlier pada sampel	(23)
	Jumlah sampel perusahaan	225

Sumber : Data yang dikelola penulis, 2021

Analisis Statistik Deskriptif

Dalam melihat persebaran data penelitian maka dilakukan uji analisis statistik deskriptif. Analisis ini menjelaskan mengenai data yang didapat dengan melihat nilai minimum, nilai maksimum, mean dan standar deviasi.

Tabel 2
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	225	2.223	0.003	2.226	0.634	0.513
MOWN	225	1.000	0.000	1.000	0.094	0.219
INST	225	1.000	0.000	1.000	0.639	0.287
SA	225	0.881	0.000	0.881	0.375	0.170
SIZE	225	7.802	25.057	32.859	28.419	1.653
ROA	225	0.713	-0.160	0.553	0.079	0.105
FCF	225	16.020	-2.990	13.030	0.166	1.066
RISK	225	0.303	0.000	0.303	0.023	0.030
GPM	225	1.235	-0.496	0.739	0.317	0.194
Valid N (listwise)	225					

Sumber : Data output SPSS, data sekunder yang diolah 2021

Berdasarkan pada Tabel 2 dapat diketahui jika variabel dependen yakni kebijakan hutang yang diprosikan DER memiliki nilai minimum 0,003 serta nilai maksimum 2,226. Rata - rata variabel DER adalah 0,634 dengan deviasi standar 0,513. Dari hasil tersebut didapati data dengan nilai rata - rata lebih besar dari standar deviasinya, hal ini menunjukkan jika variasi data relatif kecil yang artinya nilai dari setiap sampel berada pada rata hitungnya.

Variabel independen pertama yakni kepemilikan manajerial yang bersimbol MOWN memiliki nilai minimum sebesar 0,000 dan nilai maksimum 1,000. Berdasarkan uji statistik deskriptif variabel kepemilikan manajerial memiliki rata-rata sebesar 0,094 dengan standar deviasi 0,219. Dapat dilihat jika rata-rata variabel lebih kecil daripada standar deviasi, hal ini menunjukkan jika variasi data dalam sampel penelitian relatif besar.

Variabel independen selanjutnya ialah kepemilikan institusional (INST). Dalam uji statistik didapati nilai minimum sebesar 0,000 dan nilai maksimum sebesar 1,000. Rata - rata dari variabel kepemilikan institusional sebesar 0,639 yang bermakna saham yang dikuasai oleh institusi pada periode 2015-2019 sebesar 63,9% dengan deviasi standar 0,287. Berdasarkan hasil tersebut dapat dilihat jika deviasi standarnya lebih kecil dari rata-rata variabel, hal ini membuktikan bahwa sebaran data adalah merata.

Variabel independen ketiga adalah struktur aset (SA). Uji statistik menunjukkan jika nilai minimum sebesar 0,000 dengan nilai maksimum 0,881. Rata-rata dari variabel struktur aset sebesar 0,375 dengan standar deviasi sebesar 0,170. Jika dilihat dari hasil uji statistik variabel struktur aset menunjukkan rata-rata kecil dari standar deviasi, hal ini bermakna variabel struktur aset memiliki persebaran data yang merata.

Variabel independen keempat yaitu ukuran perusahaan (SIZE). *Range* variabel variabel SIZE sebesar 7,802 dengan nilai minimum 25,057 dan nilai maksimum 32,859. Rata-rata variabel ukuran perusahaan yaitu 28,419 dengan deviasi standar 1,653 yang bermakna variabel ini memiliki persebaran data yang merata sebab standar deviasi berada dibawah rata-rata dengan variasi data yang rendah.

Variabel independen kelima pada penelitian ini merupakan profitabilitas yang diprosikan ROA. Hasil uji statistik memperlihatkan nilai minimum dari variabel ROA sebesar -0,160 dan nilai maksimum 0,553. Rata-rata dari variabel ini sebesar 0,079 dengan standar deviasi 0,105. Hasil uji statistik menunjukkan besaran rata - rata lebih kecil dari standar deviasi yang bermakna variasi data dalam sampel penelitian relatif besar.

Variabel independen keenam adalah *free cash flow* (FCF). Berdasarkan hasil uji statistik yang telah dilakukan pada variabel ini menghasilkan nilai minimum sebesar -2,990 dengan nilai maksimum 13,030. Rata-rata dari variabel ini sebesar 0,166 dengan standar deviasi sebesar 1,066. Hasil tersebut menunjukkan rata-rata variabel lebih kecil dari standar deviasi yang bermakna persebaran data tidak merata.

Variabel independen selanjutnya yakni risiko bisnis (RISK). *Range* variabel variabel RISK sebesar 0,303 dengan nilai minimum 0,000 dan nilai maksimum 0,303. Rata-rata variabel risiko bisnis

yaitu 0,023 dengan standar deviasi 0,030 yang bermakna variabel ini memiliki persebaran data yang tidak merata sebab standar deviasi berada diatas rata-rata.

Variabel independen kedelapan yaitu *gross profit margin* yang bersimbol GPM memiliki nilai minimum sebesar -0,496 dan nilai maksimum 0,739. Berdasarkan uji statistik deskriptif variabel *gross profit margin* memiliki rata-rata sebesar 0,317 dengan standar deviasi 0,194. Hal ini bermakna variabel *gross profit margin* memiliki persebaran data merata karena standar deviasi dibawah rata-rata.

Pembahasan Hasil Penelitian

Bagian ini akan menjelaskan mengenai hasil uji statistik F pada model regresi. Berdasarkan hasil pengujian, hasil perhitungan uji simultan F menunjukkan nilai sebesar 0,00. Dikarenakan p-value kurang dari α (0,05) maka keputusan uji ini adalah menolak H0. Sehingga dapat disimpulkan yakni variabel bebas memberi pengaruh signifikan secara simultan pada kebijakan hutang (DER) sebagai variabel terikat.

Koefisien determinasi pada model regresi menunjukkan hasil sebesar 0,279. Hal Ini memperlihatkan bahwasannya 27,9% variasi variabel terikat yakni DER dapat dijabarkan oleh variabel bebas yang tercakup dalam model. Sedangkan itu sisanya sebesar 0,721 atau 72,1% dijabarkan menggunakan variabel lain yang tak ada dalam model

Berikut adalah hasil dari uji statistik t yang ditunjukkan pada Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Statistik t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-,737	,583		-1,264	,207
MOWN	-,339	,166	-,145	-2,041	,042
INST	-,236	,129	-,132	-1,825	,069
SA	1,079	,178	,358	6,047	,000
SIZE	,046	,020	,148	2,317	,021
ROA	-1,413	,343	-,290	-4,121	,000
FCF	-,006	,029	-,013	-,213	,831
RISK	2,720	1,005	,160	2,707	,007
GPM	-,342	,165	-,129	-2,069	,040

Sumber : Data output SPSS, olahdata sekunder 2021

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis pertama pada penelitian ini yakni kepemilikan manajerial berpengaruh negatif serta signifikan pada kebijakan hutang pada perusahaan sektor *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,339 dan nilai sig. sebesar 0,042. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya hipotesis pertama pada penelitian ini diterima.

Hasil uji statistik ini mendukung teori keagenan bahwa peningkatan kepemilikan saham manajemen mampu menjadi alternatif untuk mengurangi biaya keagenan. Hasil yang diperoleh senada dengan studi Saraswaty (2016) yang menerangkan bahwasannya kebijakan hutang dipengaruhi secara signifikan dengan arah negatif oleh kepemilikan manajerial. Meningkatnya saham yang dipunyai pihak manajemen dalam perusahaan mengakibatkan manajemen tersebut selaku pemegang saham ikut merasakan dampak dari pengambilan keputusan yang telah dilakukan. Tingginya saham yang dipunyai oleh pihak manajemen dapat menjadi salah satu upaya guna menangani konflik yang terjadi. Terdapatnya saham perusahaan yang dipunyai oleh manajemen akan menyetarakan tujuan manajemen dengan pemilik hingga manajemen akan lebih waspada dalam memutuskan pendanaan perusahaan. Selain itu, manajemen akan semakin termotivasi dalam meningkatkan kinerjanya seiring dengan

kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen juga meningkat yang mana hal ini akan berimbas baik pada perusahaan. Oleh sebab itu, kepemilikan manajerial yang tinggi dalam perusahaan mampu menurunkan penggunaan hutang.

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis kedua pada penelitian ini yakni kepemilikan institusional berpengaruh negatif serta signifikan pada kebijakan hutang pada perusahaan sektor *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,639 dan nilai sig. sebesar 0,069. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya hipotesis kedua pada penelitian ini ditolak.

Hasil uji statistik ini bertentangan dengan teori agensi yang menerangkan bahwasannya konflik yang ditimbulkan karena perbedaan tujuan pemilik perusahaan dengan manajemen dapat dikurangi melalui kepemilikan saham oleh institusi. Pengujian senada dengan temuan Nurmadhahka & Retnani (2018) yang mengatakan bahwasannya kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh kepemilikan institusi. Kepemilikan saham oleh institusi berperan sebagai pihak yang bertindak mengawasi manajemen dalam mengambil keputusan pendanaan. Tindakan monitoring tersebut memungkinkan perusahaan menggunakan hutang secara optimal. Kepemilikan institusional pada perusahaan *consumer goods* memiliki rata-rata sebesar 63,9% yang membuktikan bahwa investor institusi mampu menguasai sebagian besar saham perusahaan. Namun dalam penelitian ini hasil yang diperoleh tidak mampu membuktikan kepemilikan institusional memengaruhi kebijakan hutang. Investor institusi tidak berperan aktif dalam memutuskan perkara mengenai kebijakan pendanaan perusahaan dan hanya berwenang sebagai pengawas kinerja manajemen. Hal tersebut karena manajemen sebagai pihak yang menjalankan perusahaan memiliki wewenang dalam pengambilan keputusan pendanaan berupa hutang. Hasil pengujian ini pula tidak sejalan dengan pernyataan Jensen & Meckling (1976) bahwasannya kepemilikan 93 saham oleh institusi mempunyai andil sebagai pengawas efektif untuk mengurangi konflik keagenan.

Struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis ketiga pada penelitian ini yakni struktur aset berpengaruh positif serta signifikan pada kebijakan hutang pada perusahaan sektor *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar 1,079 dan nilai sig. sebesar 0,000. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya hipotesis ketiga pada penelitian ini diterima.

Berdasarkan hasil studi ini mendukung teori *trade-off* bahwa entitas yang menguntungkan dan terdapat *tangible asset* yang tinggi dalam perusahaan memiliki sasaran rasio hutang yang besar pula. Hasil pengujian juga searah dengan penelitian oleh Trisnawati (2016) yang menuturkan bahwa total hutang dipengaruhi secara signifikan dengan arah positif oleh struktur aset. Besarnya *fixed asset* yang terdapat dalam perusahaan menandakan perusahaan tersebut mampu memenuhi kewajibannya seperti hutang. Pinjaman akan lebih mudah diberikan oleh kreditur apabila perusahaan mempunyai aset yang dapat dijadikan jaminan. Semakin tinggi aset yang dimiliki menandakan jumlah pinjaman yang didapatkan juga semakin besar. Ini disebabkan aktiva yang dimiliki dapat dijadikan agunan sehingga kreditur akan lebih percaya dalam memberikan pinjaman. Sebaliknya, semakin rendah aset perusahaan menandakan semakin sulit kreditur memberikan hutang secara maksimal mengingat tingginya tingkat risiko yang akan ditanggung.

Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis keempat pada penelitian ini yakni ukuran perusahaan berpengaruh positif serta signifikan pada kebijakan hutang pada perusahaan sektor *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,046 dan nilai sig. sebesar 0,021. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya hipotesis keempat pada penelitian ini diterima.

Hasil uji statistik ini mendukung teori *trade-off* bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka semakin besar pula penggunaan hutang sebab rendahnya risiko yang ditanggung oleh perusahaan besar tersebut. Pengujian senada dengan hasil penelitian Bernice (2015) bahwa kebijakan hutang dipengaruhi dengan arah positif oleh ukuran perusahaan. Perusahaan besar membutuhkan biaya yang banyak untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya sehingga kegiatan perusahaan dapat berjalan dengan lancar. Besarnya ukuran suatu perusahaan tersebut akan memudahkan entitas dalam memasuki pasar modal untuk memperoleh pinjaman yang disebabkan karena perusahaan memiliki risiko yang

rendah sebab total aset yang dijadikan jaminan tinggi dan kepercayaan kreditur terhadap perusahaan tinggi pula. Selain itu, perusahaan besar akan mudah memperoleh pinjaman karena memiliki reputasi yang baik dimata kreditur. Besarnya pemanfaatan hutang oleh perusahaan akan mengurangi pajak dan berakibat pada meningkatnya laba operasi (EBIT) perusahaan yang mengalir pada kreditur. Bernice (2015) menjelaskan perusahaan dapat menggunakan aset berwujud atau aset lain seperti piutang sebagai jaminan pinjaman. Ini selaras dengan keadaan di Indonesia yang mana perusahaan menentukan kebijakan pendanaannya memakai ukuran perusahaan yang dilihat dari total asetnya.

Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis kelima pada penelitian ini yakni profitabilitas berpengaruh negatif serta signifikan pada kebijakan hutang pada perusahaan sektor *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar -1,413 dan nilai sig. sebesar 0,000. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya hipotesis kelima pada penelitian ini diterima.

Hasil pengujian ini mendukung teori agensi bahwa konflik keagenan dapat terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent*. Pengujian ini sesuai dengan studi yang dilakukan oleh Nurmawadhakha & Retnani (2018) bahwa kebijakan hutang dipengaruhi secara negatif oleh profitabilitas. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi mengakibatkan perusahaan lebih memilih menggunakan modal sendiri yang diperoleh dari laba dibandingkan penggunaan hutang. Penggunaan dana internal disebabkan ketika profit perusahaan tinggi akan mengalokasikan sebagian keuntungannya pada laba ditahan untuk tujuan investasi. Selain itu, perusahaan memanfaatkan laba ditahan sebagai sumber internal untuk pembiayaan. Dengan demikian, Besarnya dana internal yang dimiliki perusahaan akan menyebabkan pendanaan eksternal berupa hutang rendah Rendahnya pemanfaatan hutang oleh perusahaan akan mengakibatkan biaya hutang yang ditimbulkan dari penggunaan hutang juga rendah. Sementara itu, perusahaan akan memakai hutang yang tinggi ketika perusahaan memperoleh profit yang rendah sebagai mekanisme transfer kekayaan antara kreditur dan *principal*. Perusahaan dengan profit tinggi akan memilih pembiayaan perusahaan dibiayai menggunakan dana internal sebab manajemen cenderung menghindari pembiayaan yang berisiko dan penggunaan hutang akan menambah risiko yang mengancam posisi manajemen.

Free cash flow berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis keenam pada penelitian ini yakni *free cash flow* berpengaruh positif serta signifikan pada kebijakan hutang pada perusahaan sektor *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,006 dan nilai sig. sebesar 0,831. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya hipotesis kelima pada penelitian ini ditolak.

Hasil uji statistik ini bertentangan dengan teori keagenan yang menerangkan bahwasannya tingginya *free cash flow* dalam perusahaan dapat memicu timbulnya konflik keagenan. Pengujian ini selaras dengan temuan yang dilakukan Trisnawati (2016) yang mengemukakan bahwasanya kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh *free cash flow* yang bermakna setiap kenaikan *free cash flow* tidak mampu memberi pengaruh kebijakan hutang perusahaan. Pengujian ini tak mampu menunjukkan *free cash flow* sebagai salah satu cara guna menurunkan *agency cost*. Tingginya *free cash flow* dalam sebuah perusahaan menunjukkan dana tersebut diprioritaskan untuk investasi dan kegiatan operasi perusahaan sehingga tidak memerlukan dana eksternal seperti hutang. Menurut Suryani & Khafid (2015) dana internal akan dimanfaatkan oleh perusahaan untuk membiayai investasi serta kegiatan operasionalnya. Sehingga apabila pendanaan internal mencukupi maka tambahan pendanaan eksternal tidak diperlukan. Selain itu apabila perusahaan mempunyai *free cash flow* dalam jumlah yang besar, perusahaan tidak selalu mempergunakan dana tersebut untuk membayar kewajiban yang ditanggung. Perusahaan mengutamakan dana tersebut digunakan untuk hal yang menguntungkan seperti kegiatan investasi.

Risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang

Hipotesis ketujuh pada penelitian ini yakni risiko bisnis berpengaruh negatif serta signifikan pada kebijakan hutang pada perusahaan sektor *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar 2,720 dan nilai sig. sebesar 0,007. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya hipotesis ketujuh pada penelitian ini ditolak.

Berdasarkan uji statistik diperoleh hasil bahwa penelitian ini berbenturan dengan teori *trade-off* yang menerangkan struktur modal yang maksimal dapat tercapai saat adanya kesetaraan antara keuntungan dan kerugian yang muncul dari pemakaian hutang. Hasil studi ini mendukung temuan

Wimelda & Marlinah (2013) yang membuktikan kebijakan hutang dipengaruhi dengan arah positif dan signifikan oleh risiko bisnis. Tingginya risiko bisnis dalam perusahaan mengakibatkan pendanaan eksternal yang digunakan juga semakin meningkat. Ini disebabkan kreditur menduga perusahaan yang mengandung risiko besar akan memberikan *return* dalam jumlah yang besar. Adanya ketidakpastian yang mengiringi setiap proses bisnis akan membuat penanam modal meminta *return* yang besar pula sebanding dengan risiko yang akan ditanggung. Sehingga pengujian ini tidak mampu membuktikan bahwa risiko bisnis mampu memengaruhi kebijakan hutang dengan arah negatif. Ini disebabkan parameter yang digunakan untuk menilai risiko bisnis yakni laba operasional, sementara perusahaan menghadapi risiko yang mana ketidakpastian tersebut sulit diukur secara pasti.

Gross Profit Margin berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang

Hipotesis kedelapan pada penelitian ini yakni *gross profit margin* berpengaruh negatif serta signifikan pada kebijakan hutang pada perusahaan sektor *Consumer Goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,342 dan nilai sig. sebesar 0,040. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya hipotesis ketujuh pada penelitian ini diterima.

Hasil pengujian mendukung teori agensi yang mengemukakan konflik antara *principal* dan *agent* dapat terjadi karena adanya perbedaan kepentingan dalam menentukan pendanaan yang akan digunakan. Penelitian senada ditemukan oleh Sadeghian et al. (2012) yang menerangkan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi secara signifikan dan mempunyai arah yang negatif oleh *Gross Profit Margin*. Tingginya nilai *Gross Profit Margin* menunjukkan rendahnya penggunaan hutang dalam perusahaan. Dalam suatu entitas, tingginya angka *Gross Profit Margin* menandakan aktivitas operasi yang dijalankan entitas tersebut semakin efisien. Hal ini dibuktikan dengan beban yang dikeluarkan untuk memproduksi produk (HPP) lebih rendah dibandingkan harga penjualan sehingga laba yang diterima perusahaan pun akan meningkat. Perusahaan dapat menggunakan laba yang didapatkan untuk membiayai produksi produk. Dengan demikian alternatif penggunaan hutang tidak diperlukan.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris terkait faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan *consumer goods* yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Faktor-faktor tersebut diantaranya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas, *free cash flow*, risiko bisnis, dan *gross profit margin*.

Berdasarkan rancangan penelitian yang diajukan, untuk mengetahui apakah kedelapan faktor tersebut mampu memengaruhi kebijakan hutang maka dilakukan analisis pada laporan tahunan dan keuangan perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di BEI pada tahun 2015-2019 yang selanjutnya dilakukan analisis menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil yang didapatkan ialah adanya pengaruh negatif signifikan variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan *gross profit margin* terhadap kebijakan hutang. Variabel struktur aset dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Variabel risiko bisnis berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Variabel *free cash flow* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini yaitu hasil pengujian yang didapatkan belum mencerminkan kondisi sebenarnya dan tidak dapat digeneralisasi pada perusahaan sektor lainnya, itu hasil yang didapatkan menunjukkan nilai *adjusted R square* yang masih rendah yang bermakna terdapat faktor lain yang dapat memengaruhi kebijakan hutang diluar model. Selain itu, adanya data *outlier* yang harus dihilangkan dari proses pengolahan data sehingga mengurangi total sampel yang akan digunakan.

REFERENSI

- Akoto, R. K., & Awunyo-Vitor, D. (2013). What Determines the Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana? *International Business Research*, 7(1), 42–48. <https://doi.org/10.5539/ibr.v7n1p42>
- Amilia, P. N., & Asyik, N. F. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(5), 1–16.
- Bernice, Y. (2015). *The Impact of Managerial Ownership, Institutional Ownership and Company Size Towards Debt Policy*. April.
- Ekaningtias, D. (2017). *The Effect of Managerial and Institutional Ownership, Firm Size, Asset Structure to Debt Policy*. 2016, 427–435.
- Fitriyah, F. K. (2011). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi Dan Arus Kas Bebas. *Media Riset Akuntansi*, 1(1), 31–76.
- Hasan, M. A. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Free Cash Flow Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Industri Dasar Dan Kimia Yang Terdaftar Di Bei). *Jurnal Akuntansi*, 3(1), 90–100.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- 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>
- Mutamimah, & Rita. (2009). Keputusan Pendanaan : Pendekatan Trade-off Theory dan Pecking Order Theory. In *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* (Vol. 10, Issue 1). <https://doi.org/10.30659/EKOBIS.10.1.241-249>
- Nurmawadhakha, M., & Retnani, E. D. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Growth Sales, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 7(1).
- Prathiwi, D., & Yadnya, I. (2017). Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Aset, Risiko Bisnis Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *E-Jurnal Manajemen*, 6(1), 60–86.
- Sadeghian, N. S., Latifi, M. M., Soroush, S., & Aghabagher, Z. T. (2012). Debt Policy and Corporate Performance: Empirical Evidence from Tehran Stock Exchange Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(11), 217–224. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n11p217>
- Saraswati, S. (2016). Pengaruh Kepemilikan, Arus Kas, Dividen, dan Kinerja terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(1961).
- Sherly, E. N., & Fitria, D. (2019). Pengaruh Penghindaran Pajak, Kepemilikan Institusional, dan Profitabilitas Terhadap Biaya Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2011-2015). *EKOMBIS REVIEW: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 7(1), 58–69. <https://doi.org/10.37676/ekombis.v7i1.701>
- Suryani, A. D., & Khafid, M. (2015). *Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2013*.
- Tansyawati, F., & Asyik, N. F. (2015). *Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Aset Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal*. 4(4), 683–694.
- Trisnawati, I. (2016). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 18(1), 33–42. <https://doi.org/10.34208/jba.v19i2.278>
- Wimelda, L., & Marlinah, A. (2013). Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Jurnal Media Bisnis*, 200–213.