

Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Hutang: Studi pada Perusahaan Barang Konsumsi di Indonesia

Delicia Zora Damara^{1*} dan Nurainun Bangun²

^{1,2}*Faculty of Economics & Business, Tarumanagara University, Jakarta, Indonesia*

Email Address:

Delicia.125180084@stu.untar.ac.id; nurainunb@fe.untar.ac.id

**Corresponding author*

Abstract: *This study aims to examine the effect of asset structure, liquidity and non-debt tax shields to debt policy on consumer goods companies listed on Indonesia stock exchange since 2018-2020. This study method used was descriptive quantitative and 49 selected companies observed by using the purposive sampling method. Data processing in this study was carried out using the eviews 12 application. The results of this study showed that all independent variables asset structure, liquidity and non-debt tax shields have a significant effect on debt policy.*

Keywords: *Asset Structure, Liquidity, Non-Debt Tax Shields, Debt Policy.*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur aset, likuiditas dan non-debt tax shields terhadap kebijakan hutang pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020. Penelitian ini menggunakan metode deskriptif kuantitatif dan sebanyak 49 perusahaan terpilih dan diobservasi dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan aplikasi *eviews 12*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa seluruh variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen kebijakan hutang.

Kata kunci: Struktur Aset, Likuiditas, *Non-Debt Tax Shields*, Kebijakan Hutang.

PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi menuntut baik perusahaan besar maupun kecil untuk terus berkembang dan bersaing satu sama lain. Salah satunya adalah perusahaan manufaktur. Sektor ini merupakan salah satu sektor yang paling penting sebagai menopang dan juga dalam meningkatkan nilai tambah perekonomian di Indonesia. Setelah melewati masa yang cukup sulit pada awal tahun 2020 karena pandemi yang terjadi, industri manufaktur di Indonesia mulai menunjukkan adanya perbaikan dan tren yang positif. Perkembangan ini menunjukkan adanya perbaikan di sektor manufaktur Indonesia. Perusahaan Manufaktur terdiri dari 3 sektor yaitu sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri dan sektor industri barang konsumsi. Sektor barang konsumsi merupakan sektor yang memiliki kapitalisasi pasar paling besar diantara sektor lain. Hal ini menunjukkan bahwa sektor barang konsumsi merupakan sektor yang

memiliki peran besar dalam perubahan yang terjadi di perusahaan manufaktur Indonesia (www.bappenas.go.id).

Fenomena yang terjadi ada pada PT Indofood Sukses Makmur Tbk. Pada akhir bulan Agustus 2020 PT Indofood Sukses Makmur Tbk mengakuisisi Pinehill Company Limited (PCL) untuk memperluas dan mengembangkan perusahaannya. Proses pengakuisisian ini diikuti dengan kenaikan jumlah aset sebesar 69,58% karena adanya penambahan aset dari akuisi Pinehill Company Limited (PCL). Selain itu jumlah liabilitas PT Indofood Sukses Makmur Tbk. meningkat sebesar 100,01% yang disebabkan oleh tambahan hutang bank sehubungan dengan akuisisi Pinehill Company Limited (PCL) yang memerlukan biaya yang cukup besar. Namun setelah proses pengakuisisian PT Indofood Sukses Makmur Tbk berhasil menaikkan laba tahun berjalan perusahaannya dari 5.36 triliun menjadi 7.42 triliun pada periode 2019 sampai 2020 (www.idx.co.id).

Fenomena ini juga terjadi pada PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk yang melakukan pengakuisisian terhadap PT Mulia Boga Raya (MBR). Proses ini menyebabkan kenaikan total aset perusahaan sebesar 29,78% pada tahun 2020 dibandingkan tahun sebelumnya yang disertai juga dengan kenaikan total liabilitas PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk yaitu sebesar 60,02% dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Kenaikan aset dan liabilitas perusahaan disebabkan oleh bertambahnya *goodwill* dan hutang jangka panjang PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk dikarenakan proses pengambilalihan kepemilikan saham di PT Mulia Boga Raya (MBR) (www.idx.co.id).

Selain itu PT Kalbe Farma Tbk. juga mengalami kenaikan total liabilitas sebesar 20.5% pada tahun 2020 jika dibandingkan dengan total liabilitas per 31 Desember 2019. Hal ini disebabkan oleh kenaikan liabilitas jangka pendek yang bertujuan untuk menunjang kegiatan operasional perseroan. Namun, menurut manajemen PT Kalbe Farma Tbk., peningkatan liabilitas jangka pendek ini tidak memiliki dampak pada penurunan kinerja perseroan (www.idx.co.id).

Berdasarkan fenomena diatas perusahaan yang berusaha dalam meningkatkan kualitas dan kuantitas produksi perusahaan serta memperluas jaringan bisnis memiliki kendala yang akan dihadapi yaitu masalah pendanaan. Keputusan pendanaan yang tepat dapat diperoleh melalui kebijakan hutang yang tepat juga. Menurut Manoppo, Mangantar, dan Rate (2018) Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan dalam memperoleh sumber pembiayaan aktivitas operasional suatu perusahaan. Oleh karena itu kebijakan hutang memiliki efek langsung pada posisi keuangan yaitu penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat menimbulkan risiko, namun jika perusahaan mampu mengelola hutang dengan baik, maka keuntungan bagi pemegang saham akan meningkat (Tahir, Hormati & Zainuddin, 2020). Endri, Mustafa dan Rynandi (2019) juga menyatakan bahwa manajemen perlu untuk menentukan dan menganalisis apakah kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan akan menggunakan modal sendiri atau dengan modal pinjaman. Karena keduanya memiliki kelebihan dan kekurangan yaitu perusahaan yang cenderung menggunakan modal sendiri memiliki kewajiban dalam membayar pokok hutang dan biaya bunga yang lebih kecil, namun ketersediaan dana dalam perusahaan akan lebih terbatas. Sedangkan perusahaan yang menggunakan hutang dapat memperoleh dana yang lebih besar untuk membiayai operasi perusahaan tetapi perusahaan biaya beban pokok hutang dan biaya bunga juga besar. Selain itu berdasarkan *agency theory*, asimetri informasi yang terjadi dapat menyebabkan

agency cost, pengurangan biaya yang timbul dari masalah asimetri informasi dapat mendukung tercapainya kebijakan hutang yang optimal (Lin, Yip, Sambasivan & Ho, 2018). Berdasarkan *signaling theory* perusahaan dapat memberikan sinyal positif kepada pihak eksternal dengan pendanaan melalui hutang, karena perusahaan dianggap mampu dalam menghasilkan arus kas untuk melunasi kewajiban mereka (Permanasari, 2017).

Salah satu faktor yang dapat memengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan adalah struktur aset. Struktur aset adalah jumlah kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan dan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan tersebut (Anwar, 2019). Kepemilikan aset yang besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki potensi meminjam dana untuk memenuhi kegiatan operasi dan investasi karena perusahaan memiliki kemampuan dalam memberikan jaminan untuk hutang serta kemampuan untuk membayar hutang, oleh karena itu peningkatan kebijakan hutang perusahaan diikuti dengan peningkatan aset berwujud (Ehikioya, 2018). Sedangkan menurut Tahir, Hormati dan Zainuddin (2020) semakin tinggi tingkat struktur aset yang dimiliki perusahaan maka tingkat penggunaan hutang akan semakin rendah, perusahaan dianggap mampu dalam membiayai operasionalnya melalui dana internalnya.

Kebijakan hutang juga dapat dipengaruhi oleh likuiditas. Menurut Kieso, Weygandt dan Warfield (2020:381) likuiditas menggambarkan waktu yang diharapkan sampai aset tersebut di realisasikan menjadi kas atau sampai menjadi suatu kewajiban yang harus dibayar atau jatuh tempo. Sunardi, Husain & Kadim (2020) mengatakan bahwa perusahaan yang likuid atau memiliki aktiva lancar dalam jumlah yang besar, artinya perusahaan tersebut memiliki sumber dana internal yang memadai untuk membiayai kegiatan operasi perusahaan dan investasi maupun melunasi hutang jangka pendeknya sehingga proporsi struktur modal akan berkurang. Namun likuiditas juga dapat memengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan karena pihak kreditur cenderung lebih percaya dan akan meminjamkan dananya terhadap perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi karena hal ini menggambarkan kemampuan suatu perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendeknya (Novitasari & Viriany, 2019).

Non-debt tax shields juga dapat memengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan. *Non-debt tax shields* merupakan variabel penentu struktur modal selain hutang yang merupakan beban penyusutan terhadap laba rugi dan berfungsi sebagai pengurang pajak yaitu nilai penyusutan aset (Artati, 2020). Jika perusahaan telah memperoleh manfaat pajak dari penyusutan aset atau *non-debt tax shields* yang besar maka perusahaan tersebut akan mengurangi penggunaan hutang yang berfungsi sebagai penyedia *debt-tax shields* atau manfaat pajak dari bunga hutang (Permanasari, 2017). Namun menurut Ehikioya (2018) adanya arah yang positif antara *non-debt tax shields* dengan kebijakan hutang artinya tidak semua perusahaan mementingkan beban penyusutan aktiva tetap dan manfaat pajak yang akan diperoleh dalam penentuan kebijakan pendanaan perusahaan.

KAJIAN TEORI

Trade off theory. *Trade off theory* atau yang dahulu disebut dengan *balanced theory* merupakan suatu pola keseimbangan antara biaya kebangkrutan dan tingkat bunga hutang yang tinggi dari penggunaan hutang dengan manfaat yang diperoleh dari hutang tersebut. *Trade-off theory* merupakan penyeimbang antara manfaat dengan pengorbanan yang dapat timbul akibat dari penggunaan suatu hutang. Jadi jika manfaat yang

dihasilkan oleh hutang lebih besar, kuantitas hutang dapat ditingkatkan lagi (Surento & Fitriati, 2020).

Trade off theory atau teori pertukaran merupakan teori yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pembiayaan hutang dengan dengan masalah yang dapat timbul dari potensi kebangkrutan yang disebabkan oleh pendanaan eksternal (Houston, 2011 dalam Endri, Mustafa & Rynandi, 2019).

Trade off theory mempertimbangkan keseimbangan antara biaya dari hutang dengan manfaatnya, sehingga dalam penentuan kebijakan hutang yang akan digunakan perusahaan kita harus mempertimbangkan manfaat yang dihasilkan oleh biaya hutang dengan bunga yang timbul, sehingga tidak timbul masalah akibat biaya yang berlebih (Mukhibad, Subowo, Maharin & Mukhtar, 2020).

Berdasarkan *trade-off theory* semakin tinggi hutang suatu perusahaan makan risiko perusahaan tersebut tidak dapat melunasi pokok beserta bunganya pun semakin tinggi namun juga diikuti dengan peningkatan keuntungan pajak yang diperoleh (Permanasari, 2017).

Agency theory. Brealey, Myers dan Allen (2017:942) mengungkapkan bahwa dahulu para ekonom berasumsi bahwa para manajer, karyawan, pemegang saham maupun obligasi bertindak demi tujuan Bersama namun di 30 tahun terakhir banyak terjadi konflik kepentingan dan perusahaan berusaha untuk mengatasi konflik tersebut, ini lah yang kita sebut sebagai *agency theory*.

Menurut Endri, Mustafa dan Rynandi (2019) teori keagenan muncul oleh karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan para pemegang saham, mereka memiliki tujuan yang berbeda di dalam perusahaan.

Lin, Yip, Sambasivan dan Ho (2018) menyatakan bahwa masalah keagenan timbul karena adanya asimetri informasi yang terjadi diantara para pemangku kepentingan di perusahaan, hal ini dapat menimbulkan *agency cost*. Oleh karena itu perusahaan harus berupaya dalam mengurangi biaya-biaya yang mungkin timbul dari masalah keagenan agar struktur modal yang optimal dapat tercipta.

Pecking Order Theory. Brealey, Myers dan Allen (2017:526) mengungkapkan bahwa *pecking-order theory* dimulai dari asimetri informasi, masalah ini memengaruhi masalah pendanaan perusahaan baik internal, eksternal dan penerbitan saham atau ekuitas baru. *pecking-order theory* menyatakan bahwa perusahaan akan mendanai operasi dan investasi perusahaan pertama kali dengan pendanaan internal, kemudian pendanaan eksternal dan yang terakhir dengan pendanaan berupa penerbitan saham atau ekuitas baru.

Endri, Mustafa dan Rynandi (2019) menyatakan bahwa menurut *pecking order theory* jika perusahaan memerlukan dana untuk mendukung kepentingan investasi, maka perusahaan akan menggunakan dana internalnya terlebih dahulu tapi jika dana internalnya tidak mencukupi maka perusahaan akan menerbitkan obligasi dan langkah terakhir adalah menjual saham perusahaan.

Lin, Yip, Sambasivan dan Ho (2018) menyatakan bahwa berdasarkan *pecking order theory* setiap perusahaan menggunakan hierarki pendanaan yang berbeda yang disebabkan oleh asimetri informasi yang terjadi diantara para pemangku kepentingan di perusahaan baik internal maupun eksternal.

Selain itu *pecking order theory* juga menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai sumber dana internal daripada sumber dana eksternal, namun jika dana internal tersebut tidak mencukupi kebutuhan perusahaan maka perusahaan akan memanfaatkan dana eksternal (Novitasari & Viriany, 2019).

Signaling theory. Berdasarkan *signaling theory* ketersediaan jaminan untuk hutang yang besar dapat memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan dalam melunasi dan membayar kembali dana yang diperoleh dari eksternal atau hutang serta perusahaan yang besar biasanya menerbitkan laporan keuangan dan informasi kinerja perusahaan mereka kepada publik sehingga hal ini dapat menjadi sinyal bagi para pihak eksternal (Mukhibad, Subowo, Maharin & Mukhtar, 2020).

Signaling Theory berkaitan dengan asimetri informasi yang terjadi diantara perusahaan dengan para investor sinyal merupakan Tindakan yang digunakan oleh manajemen perusahaan dalam memberikan panduan mengenai pandangan manajemen terhadap prospek masa depan perusahaan tersebut (Houston, 2011 dalam Endri, Mustafa & Rynandi, 2019).

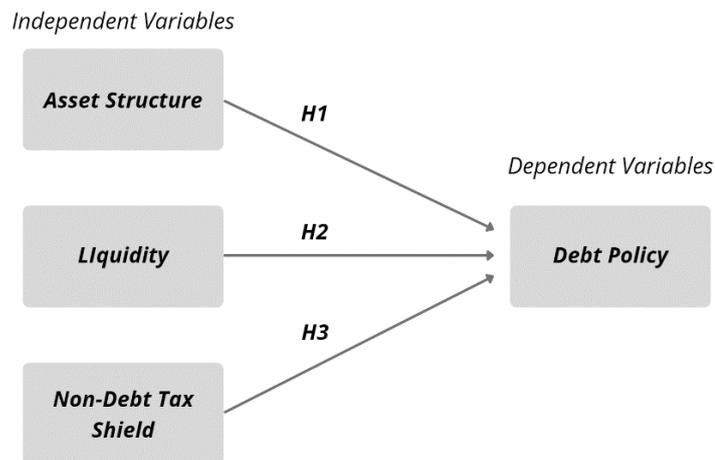
Pendanaan dari hutang dianggap sebagai suatu sinyal positif oleh investor karena perusahaan tersebut dipercaya dapat melunasi hutang namun jika perusahaan memutuskan untuk memperoleh pendanaan melalui penerbitan saham baru maka hal tersebut akan dianggap sinyal negatif (Permanasari, 2017).

Pengaruh Struktur aset, Likuiditas dan Non-Debt Tax Shields terhadap Kebijakan Hutang. Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Ehikioya, 2018) dan (Surento & Fitriati, 2020) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang signifikan positif antara struktur aset dengan kebijakan hutang. Hubungan ini didasarkan pada *signaling theory* yang menyatakan bahwa jika jaminan berupa aset besar maka hal ini dapat menjadi sinyal bagi para pihak eksternal bahwa suatu perusahaan memiliki kemampuan dalam melunasi hutang dan menyediakan jaminan untuk hutang yang diberikan oleh pihak eksternal (Mukhibad, Subowo, Maharin & Mukhtar, 2020). Perusahaan yang kepemilikan asetnya relatif besar memiliki potensi meminjam dana untuk memenuhi kegiatan operasi dan investasi karena kemampuan perusahaan dalam memberikan jaminan yang diperlukan serta kemampuan untuk membayar hutang, oleh karena itu peningkatan kebijakan hutang perusahaan diikuti dengan peningkatan aset berwujud (Ehikioya, 2018). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Tahir, Hormati & Zainuddin, 2020) menemukan bahwa struktur aset memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Namun (Alpi, 2020), (Manoppo, Mangantar, dan Rate, 2018) dan (Anwar, 2019) mengatakan bahwa Struktur aset tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang suatu perusahaan.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Mukhibad, Subowo, Maharin & Mukhtar, 2020), (Ramadhani & Barus, 2018) dan (Surento & Fitriati, 2020) bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Indonesia. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menetapkan urutan keputusan pendanaan, dimana manajer perusahaan cenderung menetapkan pilihan utama pendanaan mereka melalui pendanaan internal dan melalui likuiditas yang dimiliki, perusahaan juga akan menekan hutang dengan cara melunasi hutang tersebut (Surento & Fitriati, 2020). Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi akan berusaha memenuhi

kegiatan operasinya serta melunasi kewajiban lancarnya melalui laba ditahan sehingga tingkat hutang menjadi rendah dan perusahaan cenderung akan membiayai pendanaan melalui dana internal (Mukhibad, Subowo, Maharin & Mukhtar, 2020). Sedangkan (Novitasari & Viriany, 2019) mengatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap kebijakan hutang. Namun berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh (Sunardi, Husain & Kadim, 2020) dan (Ngingang, 2020) mengatakan bahwa kebijakan hutang suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh likuiditasnya.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Permanasari, 2017) dan (Lin, Yip, Sambasivan & Ho, 2018) bahwa terdapat pengaruh yang negatif signifikan diantara *non-debt tax shields* dengan kebijakan hutang karena perusahaan yang memiliki penghematan pajak dari penyusutan aktiva yang besar menandakan tersediannya manfaat pajak yang besar juga, jika perusahaan sudah memiliki keuntungan pajak melalui *non-debt tax shields* maka penggunaan hutang sebagai penyedia *debt-tax shields* atau *interest* akan cenderung dikurangi. Hubungan ini didasarkan pada teori *trade-off* bahwa perusahaan umumnya menjual aktiva tetap lama mereka dan membeli aktiva tetap baru agar nominal aktiva tetap menjadi besar dan memperoleh manfaat pajak dari beban penyusutan yang besar (Artati, 2020). Sedangkan Menurut Ehikioya (2018) *non-debt tax shields* memiliki hubungan yang positif terhadap kebijakan hutang dan tidak signifikan. Namun (Endri, Mustafa & Rynandi, 2019) menyatakan bahwa *non-debt tax shields* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang suatu perusahaan.



Hipotesis. Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, penelitian ini dibagi menjadi 3 hipotesis, yaitu:

H1: Struktur aset memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap kebijakan hutang

H2: Likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap kebijakan hutang

H3: *Non-debt tax shields* memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap kebijakan hutang

METODOLOGI

Desain penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah desain penelitian deskriptif dan metode analisis kuantitatif. Dalam penelitian ini, pendekatan deskriptif

digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dan variabel dependen yaitu struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia melalui web *www.idx.co.id*, data yang diambil berupa laporan keuangan perusahaan barang konsumsi yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020. Teknik pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *non probability sampling* dengan metode pendekatan *purposive sampling*.

Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah :

1. Perusahaan barang konsumsi yang telah terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2018-2020.
2. Perusahaan barang konsumsi yang telah menerbitkan laporan keuangan selama 3 (tiga) tahun berturut-turut yang berakhir pada 31 Desember tahun 2018-2020.
3. Perusahaan barang konsumsi yang menggunakan mata uang rupiah (IDR) dalam laporan keuangannya periode 2018-2020.
4. Perusahaan barang konsumsi yang memiliki data-data lengkap terkait aset lancar, liabilitas jangka pendek, aset tetap, total aset, total liabilitas dan depresiasi dalam periode tahun 2018 sampai dengan tahun 2020.

Penelitian ini terdiri dari variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini meliputi kebijakan hutang dan variabel independen dalam penelitian ini meliputi struktur aset, likuiditas dan *non debt-tax shields*.

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Ukuran	Skala	Peneliti dan Tahun
<i>Debt Policy</i>	$DAR = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets}$	Rasio	Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, Jerome Gessaroli dan Richard R. Nason. (2017)
<i>Assets Structure</i>	$Assets\ Structure = \frac{Fixed\ Assets}{Total\ Assets}$	Rasio	M. Firza Alpi. (2020)
<i>Liquidity</i>	$Current\ Ratio = \frac{Current\ Assets}{Current\ Liabilities}$	Rasio	Mamduh M. Hanafi dan Abdul Halim. (2016)
<i>Non-Debt Tax Shields</i>	$Non-Debt\ Tax\ Shields = \frac{Depreciation}{Total\ Assets}$	Rasio	Woon Leong Lin, Nick Yip, Murali Sambasivan dan Jo Ann Ho. (2018)

Sumber : data diolah peneliti.

Variabel dependen. Variabel dependen kebijakan hutang diukur menggunakan *Debt to Assets Ratio* (DAR). Rasio ini merupakan perbandingan antara total liabilitas dengan total aset yang berfungsi untuk mengetahui seberapa besar jumlah hutang yang tepat untuk suatu perusahaan. Total liabilitas tersebut merupakan jumlah keseluruhan dari liabilitas jangka pendek dan liabilitas jangka Panjang (Brigham, Ehrhardt, Gessaroli & Nason, 2017:68). Maka dirumuskan sebagai berikut:

$$DAR = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets} \dots\dots\dots 1$$

Variabel Independen. Struktur Aset. Struktur aset diukur menggunakan rasio perbandingan antara aset tetap dengan total aset yang berfungsi untuk menentukan

seberapa besar alokasi dana terhadap setiap komponen aset yang dimiliki perusahaan (Alpi, 2020). Maka dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Assets Structure} = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots 2$$

Likuiditas. Likuiditas diukur dengan menggunakan *current ratio* atau rasio lancar. Rasio ini merupakan perbandingan dari aset lancar dengan kewajiban jangka pendek. Rasio ini berfungsi untuk seberapa besar kas yang dimiliki oleh suatu perusahaan ditambah dengan aset-aset yang dapat diubah menjadi kas dalam waktu dekat atau maksimal 1 tahun, terhadap besarnya kewajiban jangka pendek suatu perusahaan (tidak lebih dari satu tahun) (Hanafi & Halim, 2016:202). Maka dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \dots\dots\dots 3$$

Non-debt tax shields. Variabel *non-debt tax shields* menggunakan rasio perbandingan antara depresiasi terhadap total aset yang berfungsi untuk menganalisis manfaat pajak yang diperoleh suatu perusahaan (Lin, Yip, Sambasivan & Ho, 2018). Maka dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Non-Debt Tax Shields} = \frac{\text{Depreciation}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots 4$$

Penelitian ini menggunakan uji regresi linear berganda dengan beberapa jenis pengujian yaitu uji signifikansi simultan (uji statistik f), uji signifikan parameter individual (uji statistik t) dan uji koefisien determinasi (R^2). Proses pengolahan data menggunakan program *Microsoft Excel 2019* dan dihitung dengan *software Eviews 12*. Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui pengaruh struktur aset, likuiditas, dan *non-debt tax shields* terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang. Rumusan dari uji regresi linear berganda dijabarkan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

Keterangan:

- Y = Kebijakan hutang
- α = Konstanta
- β_1 - β_3 = Koefisien regresi
- X1 = Struktur aset
- X2 = Likuiditas
- X3 = *Non-debt tax shields*
- e = Error

HASIL PENELITIAN

Terdapat 74 perusahaan manufaktur pada sektor barang konsumsi yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel penelitian ini, diperoleh 49 sampel perusahaan barang konsumsi yang memenuhi kriteria pemilihan sampel dengan total 147 data, berikut hasil pemilihan kriteria sampel:

Tabel 2. Kriteria Sampel

No	Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan barang konsumsi yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2018-2020.	74
2.	Perusahaan barang konsumsi yang tidak terdaftar berturut-turut dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020.	(21)
3.	Perusahaan barang konsumsi yang telah menerbitkan laporan keuangan selama 3 (tiga) tahun berturut-turut yang berakhir pada 31 Desember tahun 2018-2020.	53
4.	Perusahaan barang konsumsi yang menggunakan mata uang Rupiah (IDR) dalam laporan keuangannya periode 2018-2020.	53
5.	Perusahaan barang konsumsi yang memiliki data-data lengkap terkait aset lancar, liabilitas jangka pendek, aset tetap, total aset, total liabilitas dan depresiasi dalam periode tahun 2018 sampai dengan tahun 2020.	53
	Data outlier	(4)
	Total perusahaan yang memenuhi kriteria	49
	Total periode penelitian	3
	Total data penelitian	147

Sumber : data diolah peneliti berdasarkan situs www.idx.co.id

Statistik Deskriptif. Analisis deskriptif dilakukan dengan menggunakan teknik statistika deskriptif yaitu dengan menghitung *mean* (nilai rata-rata), *maximum* (nilai terbesar), *minimum* (nilai terkecil) dan standar deviasi (simpangan baku). Berikut tabel uji statistik dalam penelitian ini :

Tabel 3. Analisis Statistik Deskriptif

	Kebijakan hutang	Struktur aset	Likuiditas	<i>Non-Debt Tax Shields</i>
<i>Mean</i>	0.420612	0.365874	2.672194	0.029807
<i>Maximum</i>	0.843016	0.802167	13.26726	0.095947
<i>Minimum</i>	0.115158	0.059199	0.518823	0.008161
<i>Std. Deviasi</i>	0.175840	0.166316	2.230690	0.016769

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan tabel analisis statistik deskriptif diatas, diketahui bahwa kebijakan hutang sebagai variabel dependen dalam penelitian ini memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.420612. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020 menggunakan sumber pendanaan melalui hutang untuk mendukung operasi perusahaan dan investasi dengan rata-rata sebesar 42.06%. Kemudian kebijakan hutang memiliki nilai tertinggi

(*maximum*) sebesar 0.843016 atau 84.30% yaitu pada perusahaan Prasadha Aneka Niaga Tbk. (PSDN) periode 2020 sedangkan nilai terendah (*minimum*) kebijakan hutang sebesar 0.115158 atau 11.52% yaitu pada perusahaan Campina Ice Cream Industry Tbk. (CAMP) periode 2020. Standar deviasi kebijakan hutang pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020 sebesar 0.175840.

Selain itu penelitian ini memiliki 3 variabel independen yaitu struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields*. Pertama struktur aset memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.365874. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020 memiliki aktiva tetap atau kekayaan rata-rata sebesar 36.59%. Kemudian struktur aset memiliki nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 0.802167 yaitu pada perusahaan Tri Banyan Tirta Tbk. (ALTO) periode 2019 sedangkan nilai terendah (*minimum*) struktur aset sebesar 0.059199 yaitu pada perusahaan Delta Jakarta Tbk. (DLTA) periode 2018. Standar deviasi struktur aset pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020 sebesar 0.166316.

Variabel independen selanjutnya dalam penelitian ini adalah likuiditas. Likuiditas memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 2.672194. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020 memiliki kemampuan untuk membayar dan memenuhi kewajiban jangka pendeknya atau hutang lancarnya rata-rata sebesar 267.22%. Kemudian Likuiditas memiliki nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 13.26726 yaitu pada perusahaan Campina Ice Cream Industry Tbk. (CAMP) periode 2020 sedangkan nilai terendah (*minimum*) likuiditas sebesar 0.518823 yaitu pada perusahaan Bumi Teknokultura Unggul Tbk. (BTEK) periode 2020. Standar deviasi likuiditas pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020 sebesar 2.230690.

Variabel independen terakhir dalam penelitian ini adalah *non-debt tax shields*. *Non-debt tax shields* memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.029807. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020 memiliki manfaat pajak yang diperoleh dari beban penyusutan atau depresiasi aset tetap rata-rata sebesar 2.98%. Kemudian *non-debt tax shields* memiliki nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 0.095947 yaitu pada perusahaan Multi Bintang Indonesia Tbk. (MLBI) periode 2020 sedangkan nilai terendah (*minimum*) *non-debt tax shields* sebesar 0.008161 yaitu pada perusahaan Prima Cakrawala Abadi Tbk. (PCAR) periode 2018. Standar deviasi *non-debt tax shields* pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020 sebesar 0.016769.

Hasil Analisis Model Data Panel. Metode estimasi model data panel dalam penelitian ini dibagi menjadi tiga jenis metode pendekatan yaitu *common effect model* (model efek umum), *fixed effect model* (model efek tetap) dan *random effect model* (model efek acak).

Common Effect Model (Model Efek Umum). Menurut Basuki dan Prawoto (2017:276), model efek umum adalah model data panel yang paling sederhana karena model ini

hanya menggabungkan data *time series* dan *cross section*. Metode ini diperkirakan menggunakan pendekatan kuadrat terkecil (OLS / *Ordinary Least Squares*).

Tabel 4. Common Effect Model

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-statistic</i>	<i>Prob</i>
C	0.568250	0.038219	14.86813	0.0000
<i>Struktur aset (X1)</i>	-0.088040	0.085887	-1.025071	0.3071
<i>Likuiditas (X2)</i>	-0.054713	0.006052	-9.040457	0.0000
<i>Non-Debt Tax Shields (X3)</i>	1.032502	0.776174	1.330246	0.1856
<i>R-squared</i>	0.419442	<i>Mean dependent var</i>		0.420612
<i>Adjusted R-squared</i>	0.407262	<i>S.D. dependent var</i>		0.175840
<i>S.E. of regression</i>	0.135378	<i>Akaike info criterion</i>		-1.134657
<i>Sum squared resid</i>	2.620794	<i>Schwarz criterion</i>		-1.053284
<i>Log likelihood</i>	87.39726	<i>Hannan-quinn criter.</i>		-1.101594
<i>F-statistic</i>	34.43822	<i>Durbin-watson stat</i>		0.314708
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000			

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Fixed Effect Model (Model Efek Tetap). Menurut Basuki dan Prawoto (2017:277), dalam model ini diasumsikan perbedaan antara individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepsinya. Jadi model efek tetap menggunakan teknik variabel dummy untuk mengungkapkan perbedaan intersep antar perusahaan. Perbedaan intersep tersebut dapat timbul karena adanya perbedaan antara budaya kerja, insentif maupun manajerial. Model estimasi ini disebut juga teknik *Least Square Dummy Variable (LSDV)* karena menggunakan variabel dummy.

Tabel 5. Fixed Effect Model

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-statistic</i>	<i>Prob</i>
C	0.690863	0.050343	13.72326	0.0000
<i>Struktur aset (X1)</i>	-0.342665	0.094034	-3.644052	0.0004
<i>Likuiditas (X2)</i>	-0.022998	0.007809	-2.945086	0.0041
<i>Non-Debt Tax Shields (X3)</i>	-2.798807	1.099134	-2.546374	0.0125
<i>Effects Spesification</i>				
<i>Cross Section fixed (dummy variables)</i>				
<i>R-squared</i>	0.938614	<i>Mean dependent var</i>		0.420612
<i>Adjusted R-squared</i>	0.905659	<i>S.D. dependent var</i>		0.175840
<i>S.E. of regression</i>	0.054009	<i>Akaike info criterion</i>		-2.728399
<i>Sum squared resid</i>	0.277114	<i>Schwarz criterion</i>		-1.670559
<i>Log likelihood</i>	252.5374	<i>Hannan-quinn criter.</i>		-2.298588
<i>F-statistic</i>	28.48192	<i>Durbin-watson stat</i>		1.993862
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000			

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Uji Chow. Menurut Basuki dan Prawoto (2017:277), Uji Chow adalah pengujian yang digunakan untuk menentukan diantara *common effect model* atau *fixed effect model* yang paling sesuai dalam mengestimasi data panel. Asumsi yang digunakan dalam uji likelihood/uji chow adalah sebagai berikut :

1. Jika nilai probabilitas > 0.05

maka H0 diterima, sehingga model yang paling sesuai adalah *common effect model*.
 2. Jika nilai probabilitas < 0.05
 maka H0 ditolak, sehingga model yang paling sesuai adalah *fixed effect model*.
 Berikut tabel hasil dari uji likelihood/uji chow:

Tabel 6. Uji Likelihood/Uji Chow

<i>Redundant Fixed Effects Tests</i>			
<i>Equation : FEM</i>			
<i>Test cross-section fixed effects</i>			
<i>Effects Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	16.738729	(48,95)	0.0000
<i>Cross-section Chi-square</i>	330.280212	48	0.0000

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan hasil uji likelihood/uji chow nilai probabilitas < 0.05, maka h0 ditolak, sehingga model yang paling sesuai adalah *fixed effect model*. Jika dalam uji likelihood/uji chow *fixed effect model* yang terpilih, maka selanjutnya akan dilakukan uji hausman.

Random Effect Model. Menurut Basuki dan Prawoto (2017:277), dalam *random effect model* variabel yang memiliki gangguan dapat terhubung satu sama lain antar individu dan waktu. Perbedaan intersep dalam model ini dapat diakomodasi dengan *error terms* dari masing-masing perusahaan. Adaptasi yang tepat untuk *random effect model* adalah *generalized least squares (GLS)* atau *error component model (ECM)*.

Tabel 7. *Random Effect Model*

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-statistic</i>	<i>Prob</i>
C	0.608409	0.041898	14.52115	0.0000
<i>Struktur aset (X1)</i>	-0.176188	0.076857	-2.292418	0.0233
<i>Likuiditas (X2)</i>	-0.039676	0.006043	-6.565956	0.0000
<i>Non-Debt Tax Shields (X3)</i>	-0.580877	0.813116	-0.714383	0.4762
<i>Effects Spesification</i>				
			<i>S.D</i>	<i>Rho</i>
<i>Cross-section random</i>			0.125148	0.8430
<i>Idiosyncratic random</i>			0.054009	0.1570
<i>Weighted statistics</i>				
<i>R-squared</i>	0.237718	<i>Mean dependent var</i>		0.101692
<i>Adjusted R-squared</i>	0.221726	<i>S.D. dependent var</i>		0.064600
<i>S.E. of regression</i>	0.056990	<i>Sum squared resid</i>		0.464445
<i>F-statistic</i>	14.86488	<i>Durbin-watson stat</i>		1.400592
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000			
<i>Weighted statistics</i>				
<i>R-squared</i>	0.338819	<i>Mean dependent var</i>		0.420612
<i>Sum squared resid</i>	2.984747	<i>Durbin-watson stat</i>		0.217941

Sumber: data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Uji Hausman. Menurut Basuki dan Prawoto (2017:277), Uji hausman merupakan pengujian statistik yang digunakan untuk memilih diantara *random effect model* atau *fixed effect model* yang paling sesuai dalam memperkirakan data panel. Asumsi yang digunakan dalam uji hausman adalah sebagai berikut :

1. Jika nilai probabilitas > 0.05
maka H0 diterima, sehingga model yang paling sesuai adalah *random effect model*.
2. Jika nilai probabilitas < 0.05
maka H0 ditolak, sehingga model yang paling sesuai adalah *fixed effect model*.

Tabel 8. Uji Hausman

<i>Correlated Random Effects - Hausman Test</i>			
<i>Equation : REM</i>			
<i>Test cross-section random effects</i>			
<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq statistic</i>	<i>Chi-Sq d.f</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	19.220686	3	0.0002

Sumber: data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan hasil uji hausman nilai probabilitas < 0.05, maka h0 ditolak, sehingga model yang paling sesuai adalah *fixed effect model*. Jika dalam uji hausman, *fixed effect model* yang terpilih, maka tidak perlu dilakukan uji lanjutan *langrange multiplier*.

Hasil Analisis Regresi Multiplier Berganda. Berdasarkan hasil uji chow dan uji hausman model yang paling sesuai untuk penelitian ini adalah *fixed effect model*. Dalam penelitian ini juga dilakukan uji regresi linear berganda yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara struktur aset, likuiditas, dan *non-debt tax shields* dengan kebijakan hutang. Berikut rumusan dari uji regresi linear berganda berdasarkan model yang terpilih yaitu *fixed effect model* :

Tabel 9. Analisis Regresi Multiplier Berganda

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-statistic</i>	<i>Prob</i>
C	0.690863	0.050343	13.72326	0.0000
<i>Struktur aset (X1)</i>	-0.342665	0.094034	-3.644052	0.0004
<i>Likuiditas (X2)</i>	-0.022998	0.007809	-2.945086	0.0041
<i>Non-Debt Tax Shields (X3)</i>	-2.798807	1.099134	-2.546374	0.0125

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan tabel diatas, rumusan dari uji regresi linear berganda adalah sebagai berikut:

$$Y = 0.690863 - 0.342665X1 - 0.022998X2 - 2.798807X3 + e$$

Keterangan:

- Y = Kebijakan hutang
- X1 = Struktur aset
- X2 = Likuiditas
- X3 = *Non-debt tax shields*
- e = Error

Berdasarkan rumusan dari uji regresi linear berganda diatas, variabel dependen yaitu kebijakan hutang memiliki nilai koefisien sebesar 0.690863. Artinya apabila dengan asumsi variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* memiliki nilai sama dengan nol (0) maka nilai variabel dependen kebijakan hutang adalah sebesar 0.690863.

Selain itu penelitian ini juga memiliki 3 variabel independen. Pertama, variabel independen struktur aset yang memiliki nilai koefisien sebesar -0.342665. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara struktur aset dengan kebijakan hutang. Oleh sebab itu, jika struktur aset mengalami kenaikan sebesar satu satuan (dengan asumsi variabel independen lainnya dianggap konstan) maka, nilai kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0.342665 dan begitu juga sebaliknya. Kedua, variabel independen likuiditas yang memiliki nilai koefisien sebesar -0.022998. Hal ini juga menunjukkan adanya hubungan yang negatif diantara likuiditas dengan kebijakan hutang. Oleh sebab itu, jika likuiditas mengalami kenaikan sebesar satu satuan (dengan asumsi variabel independen lainnya dianggap konstan) maka, nilai kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0.022998 dan begitu juga sebaliknya. Ketiga, sama halnya dengan struktur aset dan likuiditas, *non-debt tax shields* juga memiliki hubungan yang negatif dengan kebijakan hutang yaitu memiliki nilai koefisien sebesar -2.798807. Oleh karena itu, jika *non-debt tax shields* mengalami kenaikan sebesar satu satuan (dengan asumsi variabel independen lainnya dianggap konstan) maka, nilai kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar -2.798807 dan begitupun sebaliknya.

Uji Statistik F. Menurut Ghazali dan Ratmono (2017:56-57), Uji statistik F menunjukkan apakah semua variabel independen yang terdapat dalam model memiliki pengaruh secara bersama-sama atau berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

Rumusan uji signifikansi simultan (uji statistik F), yaitu :

1. Jika nilai probabilitas (F-Statistik) > 0.05 maka H0 diterima. Artinya tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen.
2. Jika nilai probabilitas (F-Statistik) < 0.05 maka H0 ditolak. Artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 10. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

<i>F-statistic</i>	28.48192
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan tabel diatas, nilai probabilitas (F-Statistik) sebesar 0.000000 yaitu lebih kecil daripada 0.05 maka H0 ditolak. Artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* terhadap variabel dependen kebijakan hutang.

Uji Statistik t. Menurut Ghazali dan Ratmono (2017:57-58) Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh dari satu variabel independen terhadap variabel dependen dengan menganggap variabel independen lainnya konstan,

Rumusan uji signifikan parameter individual (uji statistik t), yaitu :

1. Jika nilai probabilitas > 0.05 maka H0 diterima. Artinya variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* secara parsial tidak memiliki pengaruh yang signifikan antara terhadap variabel dependen kebijakan hutang.
2. Jika nilai probabilitas < 0.05 maka H0 ditolak. Artinya variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan antara terhadap variabel dependen kebijakan hutang.

Tabel 11. Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-statistic</i>	<i>Prob</i>
C	0.690863	0.050343	13.72326	0.0000
<i>Struktur aset (X1)</i>	-0.342665	0.094034	-3.644052	0.0004
<i>Likuiditas (X2)</i>	-0.022998	0.007809	-2.945086	0.0041
<i>Non-Debt Tax Shields (X3)</i>	-2.798807	1.099134	-2.546374	0.0125

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan tabel diatas, nilai probabilitas struktur aset sebesar 0.0004 yaitu lebih kecil daripada 0.05 maka H0 ditolak. Artinya variabel independen struktur aset secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan antara terhadap variabel dependen kebijakan hutang. Selanjutnya, nilai probabilitas likuiditas sebesar 0.0041 yaitu lebih kecil daripada 0.05 maka H0 ditolak. Artinya variabel independen likuiditas secara parsial juga memiliki pengaruh yang signifikan antara terhadap variabel dependen kebijakan hutang. *Non-debt tax shields* juga memiliki nilai probabilitas yang lebih kecil daripada 0.05 yaitu 0.0125 maka H0 ditolak. Artinya variabel independen *non-debt tax shields* secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan antara terhadap variabel dependen kebijakan hutang.

Uji Koefisien Determinasi (R²). Menurut Ghazali dan Ratmono (2017:55), koefisien determinasi (R²) pada intinya digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan suatu model dalam menerangkan variasi suatu variabel tertentu. Nilai koefisien determinasi kecil menunjukkan kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen terbatas. Sedangkan jika nilai koefisien determinasi mendekati angka satu artinya variabel-variabel independen dapat memberikan hampir semua informasi yang diperlukan dalam memprediksi variasi variabel dependen.

Tabel 12. Uji Koefisien Determinasi (R²)

<i>R-squared</i>	0.938614
<i>Adjusted R-squared</i>	0.905659

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan tabel diatas, *adjusted R-squared* dalam penelitian ini sebesar 0.905659 atau 90.57% artinya variabel-variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* dapat memberikan sebesar 90.57% informasi yang diperlukan dalam memprediksi variasi variabel dependen kebijakan hutang. Kemudian sebesar 0.094341 atau 9.43% (sisanya) akan dijelaskan oleh variabel independen lain di luar variabel penelitian ini.

Uji Heteroskedastisitas. Menurut Basuki dan Prawoto (2017:63) heteroskedastisitas adalah adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan dalam model regresi. Tujuan dilakukannya uji heteroskedastisitas adalah untuk mengetahui apakah terdapat penyimpangan dari syarat-syarat asumsi klasik model regresi, karena model regresi harus memiliki syarat tidak terdapat heteroskedastisitas.

Rumusan Uji heteroskedastisitas, yaitu :

1. Jika nilai prob. Chi-square > 0.05 maka H_0 diterima. Artinya tidak ada masalah heteroskedastisitas pada data penelitian ini.
2. Jika nilai prob. Chi-square < 0.05 maka H_0 ditolak. Artinya terdapat masalah heteroskedastisitas pada data penelitian ini.

Tabel 13. Uji Heteroskedastisitas

<i>Heteroskedasticity Test : Harvey</i>			
<i>Null hypothesis : Homoskedasticity</i>			
<i>F-statistic</i>	1.087141	<i>Prob F (3,143)</i>	0.3566
<i>Obs*R-squared</i>	3.277892	<i>Prob. Chi-Square(3)</i>	0.3507
<i>Scaled explained SS</i>	2.014253	<i>Prob. Chi-Square(3)</i>	0.5695

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan tabel diatas nilai prob. Chi-square dalam penelitian ini sebesar 0.3507 yaitu lebih besar daripada 0.05. Maka H_0 diterima. Artinya tidak ada masalah heteroskedastisitas pada data penelitian ini.

Uji Multikolinearitas. Menurut Basuki dan Prawoto (2017:61) multikolinearitas atau kolinearitas ganda (*multicollinearity*) adalah adanya hubungan linear antara peubah bebas x dalam model regresi ganda. Jika hubungan tersebut adalah korelasi sempurna maka peubah-peubah tersebut berkolinearitas ganda sempurna atau *perfect multicollinearity*.

Tabel 14. Uji Multikolinearitas

	<i>Struktur aset (X1)</i>	<i>Likuiditas (X2)</i>	<i>Non-Debt Tax Shields (X3)</i>
<i>Struktur aset (X1)</i>	1.000000	-0.438173	0.361502
<i>Likuiditas (X2)</i>	-0.438173	1.000000	0.163554
<i>Non-Debt Tax Shields (X3)</i>	0.361502	0.163554	1.000000

Sumber : data diolah dengan menggunakan *software eviews 12*

Berdasarkan tabel diatas, seluruh nilai korelasi antar variabel independen lebih dari 0.85 artinya, tidak terdapat masalah multikolinearitas pada penelitian ini.

DISKUSI

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh antara variabel-variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* terhadap variabel dependen kebijakan hutang. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini

berjumlah 147 yang terdiri dari 49 perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2018-2020. Berikut ini merupakan tabel kesimpulan hasil uji hipotesis :

Tabel 15. Kesimpulan Hasil Uji Hipotesis

	Hipotesis	<i>Coefficients</i>	<i>Prob.</i>	Kesimpulan
H1	Struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2020.	-0.342665	0.0004	Ditolak
H2	Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2020.	-0.022998	0.0041	Diterima
H3	<i>Non-debt tax shields</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2020.	-2.798807	0.0125	Diterima

Sumber: data diolah peneliti.

Pengaruh Struktur aset terhadap Kebijakan hutang. Berdasarkan hasil penelitian, struktur aset memiliki nilai koefisien negatif dan nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikan yang telah ditentukan artinya struktur aset memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini berbanding terbalik dengan hipotesis pertama (H1) dalam penelitian ini sehingga H1 ditolak. Variabel struktur aset memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan hutang artinya, perusahaan yang memiliki struktur aset yang tinggi cenderung akan mengurangi hutang dalam komponen pendanaan perusahaannya karena mereka dianggap mampu untuk membiayai kegiatan operasional perusahaannya oleh karena itu modal eksternal hanya merupakan pelengkap.

Hal ini sejalan dengan *pecking order theory*, bahwa perusahaan akan menggunakan dana internalnya terlebih dahulu dalam membiayai kegiatan operasinya tapi jika dana internalnya tidak mencukupi maka perusahaan akan menerbitkan obligasi atau memperoleh dana eksternal dan langkah terakhir adalah dengan menjual saham perusahaan. Teori ini juga menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai sumber dana internal daripada sumber dana eksternal, namun jika dana internal tersebut tidak mencukupi kebutuhan perusahaan maka perusahaan akan memanfaatkan dana eksternal (Novitasari & Viriany, 2019).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Tahir, Hormati & Zainuddin, 2020) dan (Linda, Lautania & Arfandynata, 2017) yang mengatakan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang karena semakin tinggi tingkat struktur aset suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan

mengurangi penggunaan hutang dan lebih menggunakan aset perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan.

Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *signaling theory* yang menyatakan jika jaminan berupa aset besar dapat menjadi sinyal positif bagi pihak eksternal bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan untuk melunasi hutang yang diberikan oleh pihak eksternal (Mukhibad, Subowo, Maharin & Mukhtar, 2020). Hasil penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian (Ehikioya, 2018) dan (Surento & Fitriati, 2020) yang mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki aset yang besar cenderung menggunakan hutang sebagai sumber pendanaannya karena memiliki jaminan hutang yang besar juga oleh karena itu kebijakan hutang dipengaruhi secara positif oleh struktur asetnya.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan hutang. Berdasarkan hasil penelitian, likuiditas memiliki nilai koefisien negatif dan nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikan yang ditentukan artinya likuiditas memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini sejalan dengan hipotesis kedua (H2) dalam penelitian ini sehingga H2 diterima. Variabel Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan hutang artinya, perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi cenderung akan melunasi kewajiban lancarnya dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan. Hal ini dapat mengakibatkan proporsi hutang dalam struktur modal akan menurun sehingga kebijakan hutang suatu perusahaan juga akan menurun.

Hasil penelitian ini sejalan dengan *pecking order theory*, perusahaan yang memiliki ketersediaan aktiva lancar yang besar akan memilih sumber pendanaan melalui dana internal terlebih dahulu dalam memenuhi kebutuhannya. Namun apabila ketersediaan dana internal perusahaan tidak mencukupi barulah perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan eksternal berupa hutang dan sumber pendanaan yang terakhir adalah melalui penerbitan saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Mukhibad, Subowo, Maharin & Mukhtar, 2020), (Ramadhani dan Barus, 2018) dan (Surento dan Fitriati, 2020) bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi akan berusaha membiayai pendanaan melalui dana internal dan memenuhi kegiatan operasinya serta melunasi kewajiban lancarnya melalui laba ditahan sehingga tingkat hutang menjadi rendah.

Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Novitasari & Viriany, 2019) yang mengatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap kebijakan hutang karena pihak kreditur cenderung lebih percaya dan akan memberikan pinjaman terhadap perusahaan yang likuid (Sunardi, Husain & Kadim, 2020) serta (Nginang, 2020) menyatakan bahwa kebijakan hutang suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh likuiditasnya.

Pengaruh *Non-Debt Tax Shields* terhadap Kebijakan hutang. Berdasarkan hasil penelitian, *non-debt tax shields* memiliki nilai koefisien sebesar negatif dan nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikan yang ditentukan artinya *non-debt tax shields* memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini sejalan dengan hipotesis kedua (H3) dalam penelitian ini sehingga H3 diterima. Variabel *non-*

debt tax shields berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *kebijakan hutang* artinya, semakin tinggi *non-debt tax shields* maka kebijakan hutang suatu perusahaan akan semakin menurun sehingga *non-debt tax shields* juga menjadi salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan *trade-off theory* yang menyatakan bahwa suatu perusahaan harus memiliki keseimbangan antara manfaat pajak dengan biaya yang dihasilkan oleh hutang agar tercipta proporsi kebijakan hutang yang tepat. Perusahaan yang memiliki hutang yang besar cenderung memperoleh manfaat perlindungan pajak besar yang berasal dari beban bunga hutang tersebut biasa di sebut *debt tax shields*. sedangkan *non-debt tax shields* merupakan perlindungan pajak yang diperoleh melalui nilai penyusutan aktiva tetap atau beban depresiasi. jadi dengan memperoleh manfaat pajak yang berasal dari *non-debt tax shields* atau beban depresiasi maka perusahaan tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi untuk memperoleh manfaat pajak yang berasal dari beban bunga hutang tersebut.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Lin, Yip, Sambasivan dan Ho, 2018) dan (Permanasari, 2017) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh yang negatif signifikan diantara *non-debt tax shields* dengan kebijakan hutang karena perusahaan yang memiliki penghematan pajak dari penyusutan aktiva atau depresiasi yang besar menandakan tersediannya manfaat pajak yang besar juga, jika perusahaan sudah memiliki keuntungan pajak melalui *non-debt tax shields* maka penggunaan hutang sebagai penyedia *debt-tax shields* atau *interest* akan cenderung dikurangi.

Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Ehikioya, 2018) bahwa *non-debt tax shields* memiliki hubungan yang positif terhadap kebijakan hutang namun hubungan tersebut tidak signifikan serta (Endri, Mustafa & Rynandi, 2019) yang menyatakan bahwa *non-debt tax shields* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan cenderung tidak menggunakan bebasn depresiasi sebagai pengurang pajak perusahaan.

KESIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana hubungan antara variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* terhadap variabel dependen kebijakan hutang pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020. Teknik pemilihan sampel penelitian ini menggunakan *non probability sampling* dengan metode pendekatan *purposive sampling*. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

Model penelitian ini menggunakan analisis regresi multipler berganda dan *fixed effect model*. Proses pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan program *Microsoft Excel 2019* dan dihitung dengan *software Eviews 12*. Berdasarkan Uji Statistik t, struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* memiliki probabilitas lebih kecil dari nilai signifikan yang ditentukan dan memiliki nilai koefisien negatif sehingga variabel independen dalam penelitian ini secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap variabel dependen kebijakan hutang pada perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020.

Berdasarkan uji statistik F, nilai probabilitas (F-Statistik) lebih kecil dari nilai signifikan yang ditentukan. Artinya variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* secara bersama-sama atau secara simultan memiliki pengaruh terhadap variabel dependen kebijakan hutang.

Berdasarkan uji statistik t, variabel independen pertama dalam penelitian ini yaitu struktur aset secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen kebijakan hutang. Variabel independen kedua yaitu likuiditas secara parsial juga memiliki pengaruh yang signifikan antara terhadap variabel dependen kebijakan hutang. Terakhir variabel independen *non-debt tax shields* juga secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan antara terhadap variabel dependen kebijakan hutang.

Berdasarkan uji koefisien determinasi (R^2) variabel-variabel independen struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields* dapat memberikan sebesar 0.094341 dan 90.57% informasi yang diperlukan dalam memprediksi variasi variabel dependen kebijakan hutang. Kemudian sebesar 0.094341 atau 9.43% (sisanya) akan dijelaskan oleh variabel independen lain di luar variabel penelitian ini.

Berdasarkan uji Heteroskedastisitas nilai prob. Chi-square dalam penelitian ini lebih besar daripada nilai signifikan yang ditentukan. Artinya tidak ada masalah heteroskedastisitas pada data penelitian ini.

Berdasarkan uji Multikolinearitas seluruh nilai korelasi antar variabel independen lebih dari 0.85 artinya, tidak terdapat multikolinearitas pada penelitian ini.

Oleh karena itu, Berdasarkan hasil penelitian, variabel struktur aset memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan *pecking order theory* dan penelitian yang dilakukan oleh (Tahir, Hormati & Zainuddin, 2020) dan (Linda, Lautania & Arfandynata, 2017) yang mengatakan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang karena semakin tinggi tingkat struktur aset suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan mengurangi penggunaan hutang dan lebih menggunakan aset perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *signaling theory* dan penelitian yang dilakukan oleh (Ehikioya, 2018) dan (Surento & Fitriati, 2020) yang mengatakan bahwa Kebijakan hutang dipengaruhi secara positif oleh struktur asetnya.

Kemudian, variabel kedua yaitu likuiditas memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan *pecking order theory* dan penelitian yang dilakukan oleh (Mukhibad, Subowo, Maharin & Mukhtar, 2020), (Ramadhani dan Barus, 2018) dan (Surento dan Fitriati, 2020) bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang karena perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi akan berusaha membiayai pendanaan melalui dana internal dan memenuhi kegiatan operasinya serta melunasi kewajiban lancarnya melalui laba ditahan sehingga tingkat hutang menjadi rendah. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Novitasari & Viriany, 2019) yang mengatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap kebijakan hutang dan (Sunardi, Husain & Kadim, 2020) serta (Ngingang, 2020) menyatakan bahwa kebijakan hutang suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh likuiditasnya.

Terakhir, variabel *non-debt tax shields* memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan *trade-off theory* dan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Lin, Yip, Sambasivan dan Ho, 2018) dan (Permanasari, 2017) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh yang negatif signifikan

diantara *non-debt tax shields* dengan kebijakan hutang karena perusahaan yang memiliki penghematan pajak dari penyusutan aktiva atau depresiasi yang besar menandakan tersediannya manfaat pajak yang besar juga, jika perusahaan sudah memiliki keuntungan pajak melalui *non-debt tax shields* maka penggunaan hutang sebagai penyedia *debt-tax shields* atau *interest* akan cenderung dikurangi. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Ehikioya, 2018) bahwa *non-debt tax shields* memiliki hubungan yang positif terhadap kebijakan hutang namun hubungan tersebut tidak signifikan serta (Endri, Mustafa & Rynandi, 2019) yang menyatakan bahwa *non-debt tax shields* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini tidak luput dari keterbatasan, yaitu: (1) penelitian ini hanya menggunakan 3 variabel independen yaitu struktur aset, likuiditas dan *non-debt tax shields*. (2) Jangka waktu yang digunakan dalam penelitian ini hanya 3 tahun, yaitu periode 2018-2020. (3) Populasi penelitian ini juga terbatas hanya menggunakan perusahaan sektor barang konsumsi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. (4) sampel yang digunakan dalam penelitian ini terbatas yaitu sebanyak 49 perusahaan dari 74 perusahaan yang dapat dijadikan sampel penelitian sesuai dengan kriteria yang sudah ditentukan dengan total data sebanyak 147.

Berdasarkan keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini, terdapat beberapa saran yang diharapkan dapat berguna bagi penelitian selanjutnya, yaitu: (1) Penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel independen yang lebih beragam diluar variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini. (2) Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperpanjang jangka waktu penelitiannya agar diperoleh hasil penelitian yang lebih tepat mengenai kebijakan hutang. (3) Penelitian selanjutnya dapat memperluas sektor penelitian diluar sektor barang konsumsi sehingga sampel yang diperoleh dapat lebih banyak dibandingkan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Alpi, M. F. (2020). Analysis of Factors Influencing Debt Policy in Pharmaceutical Companies. *International Journal of Economic, Technology and Social Sciences*, 2(1), 81–86.
- Anwar, S. (2019). The Influence of Ownership Structure, Asset Structure, and Earning Volatility On Debt Policy in Indonesia (Study in Pharmaceutical Companies in Indonesia Stock Exchange). *Journal of Accounting and Strategic Finance*, 2(1), 93–106. <https://doi.org/10.33005/jasf.v2i1.54>
- Artati, S. (2020). The Effect of Return On Asset, Non Debt Tax Shield, Asset Growth, Company Size, and Current Ratio, against Debt to Asset Ratio on Companies Consumer Goods Listed on Indonesia Stock Exchange for the period (2011-2017). *Journal of Accounting and Finance Management*, 1(2), 142–155. <https://doi.org/10.38035/jafm.v1i2.20>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2017). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis*. Depok: PT RajaGrafindo Persada.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.

- Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C., Gessaroli, J., & Nason, R. R. (2017). *Financial Management*. Canada: Nelson Education Ltd.
- Ehikioya, B. I. (2018). An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Policy of Nigerian Firms. *International Journal of Economics and Financial Research*, 4(6), 180–187.
- Endri, E., Mustafa, B., & Rynandi, O. (2019). Determinants of Debt Policy of Real Estate and Property Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(2), 96–104. <http://www.econjournals.comDOI:https://doi.org/10.32479/ijefi.7618>
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2020). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 10*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hanafi, M. M., & Halim, A. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2020). *Intermediate Accounting IFRS Edition*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Lin, W. L., Yip, N., Sambasivan, M., & Ho, J. A. (2018). Corporate Debt Policy of Malaysian SMEs: Empirical Evidence from Firm Dynamic Panel Data. *International Journal of Economics and Management*, 12(Special Issue 2), 491–508.
- Linda, L., Lautania, M. F., & Arfandynata, M. (2017). Determinan Kebijakan Hutang: Bukti Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 4(1), 91–112. <https://doi.org/10.24815/jdab.v4i1.6628>
- Manoppo, M., Mangantar, M., & Van Rate, P. (2018). Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di Bei Periode 2012–2016. *Jurnal EMBA*, 6(3), 1788–1797.
- Mukhibad, H., Subowo, S., Maharin, D. O., & Mukhtar, S. (2020). Determinants of Debt Policy for Public Companies in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(6), 29–37. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO6.029>
- Ngingang, Y. (2020). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada PT. Cipta Karya Makmur Bersama di Kota Makassar. *Jurnal Economix*, 8(2), 33–44.
- Novitasari, D. P., & Viriany, V. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 1(2), 153–162. <https://journal.untar.ac.id/index.php/jpa/article/view/4676/2691>
- Permanasari, S. M. (2018). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Publik. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 19(1), 103–116. <https://doi.org/10.34208/jba.v19i1.69>
- Ramadhani, S., & Barus, A. C. (2018). Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Sektor Utama yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013–2016. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 8(2), 127–138. <https://www.mikroskil.ac.id/ejurnal/index.php/jwem/article/view/580/271>
- Sunardi, N., Husain, T., & Kadim, A. (2020). Determinants of Debt Policy and Company's Performance. *International Journal of Economics and Business Administration*, VIII(Issue 4), 204–213. <https://doi.org/10.35808/ijeba/580>

Surento, H., & Fitriati, I. R. (2020). Kebijakan hutang perusahaan manufaktur di Indonesia. *Al Tijarah*, 6(3), 70–77.

Tahir, N., Hormati, A., & Zainuddin, Z. (2020). Ownership Structure, Free Cash Flow, Asset Structure and Dividend Policy on Debt Policy. *Jurnal Accountability*, 9(1), 28–35. <https://doi.org/10.32400/ja.27989.9.1.2020.28-35>

www.idx.co.id

www.bappenas.go.id