

Atestasi: Jurnal Ilmiah Akuntansi

<https://jurnal.feb-umi.id/index.php/ATESTASI>

This Work is Licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

Determinasi Kebijakan Hutang melalui Pertumbuhan Laba, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Likuiditas Perusahaan (Studi pada Perusahaan BUMN di Indonesia periode 2019-2022)



Natasya Luzezyta ^(1*) Randy Kuswanto ⁽²⁾

⁽¹⁾ STIE Wiyatamandala, Jakarta, Indonesia

⁽²⁾ STIE Wiyatamandala, Jakarta, Indonesia

Corresponding author. Natasya Luzezyta

natasya.zyta1212@gmail.com

	Abstrak
<p>Kata Kunci: pertumbuhan laba; profitabilitas; ukuran perusahaan; likuiditas; kebijakan hutang; perusahaan bumh</p> <p>Pernyataan Penulis: Penulis menyatakan bahwa penelitian ini dilakukan tanpa adanya hubungan komersial atau keuangan yang dapat dianggap sebagai potensi konflik kepentingan.</p> <p>Copyright © 2025 Atestasi. All rights reserved.</p>	<p>Tujuan: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2022.</p> <p>Desain Penelitian dan Metodologi: Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan pendekatan kausal. Sampel penelitian ditentukan menggunakan teknik purposive sampling, yang menghasilkan sejumlah perusahaan BUMN sebagai objek penelitian. Data diperoleh dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia. Analisis data dilakukan dengan regresi linear berganda menggunakan SPSS versi 26, dengan serangkaian uji asumsi klasik seperti uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.</p> <p>Hasil dan Pembahasan: Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan laba tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Nilai Adjusted R² sebesar 0,562 menunjukkan bahwa variabel independen dalam penelitian ini mampu menjelaskan variasi kebijakan hutang sebesar 56,2%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar model.</p> <p>Implikasi: Penelitian ini menegaskan bahwa faktor internal perusahaan, khususnya profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan, memainkan peran penting dalam menentukan kebijakan hutang pada BUMN. Penelitian ini berkontribusi dalam memperkaya literatur mengenai struktur modal dan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen, regulator, serta investor dalam pengambilan keputusan strategis.</p>

Pendahuluan

Dalam dinamika ekonomi yang semakin kompleks, pengambilan keputusan keuangan perusahaan menjadi hal yang sangat strategis. Salah satu aspek penting dalam pengambilan keputusan tersebut adalah kebijakan hutang atau leverage, yakni proporsi utang yang digunakan dalam struktur permodalan perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2021), keputusan struktur modal optimal bertujuan meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dan memaksimalkan nilai

perusahaan (E.f.Brigham and J.F. Houston, 2021). Kebijakan hutang memiliki implikasi besar terhadap risiko keuangan dan fleksibilitas operasional perusahaan. Badan Usaha Milik Negara (BUMN) memiliki peran penting dalam pembangunan ekonomi, termasuk sebagai agen pembangunan infrastruktur, energi, dan sektor strategis lainnya. BUMN adalah badan usaha yang sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara, dengan tujuan utama menghasilkan keuntungan atau menyediakan layanan publik. Namun, beban utang perusahaan BUMN menjadi isu yang semakin disoroti, terutama pasca-pandemi COVID-19 yang menyebabkan banyak BUMN mengalami tekanan keuangan. Selama periode 2019–2022, sejumlah BUMN dilaporkan mengalami lonjakan utang yang signifikan, yang diperparah oleh tekanan akibat pandemi COVID-19, sehingga menimbulkan kekhawatiran mengenai likuiditas, kemampuan bayar, dan kapasitas operasional perusahaan.

Data dari Kementerian BUMN (2023), menunjukkan bahwa total utang konsolidasi BUMN meningkat secara signifikan sejak tahun 2019, mencapai lebih dari Rp 2.000 triliun (Kementerian BUMN, 2022). Peningkatan utang ini menimbulkan kekhawatiran terhadap kinerja dan keberlanjutan keuangan perusahaan negara. Kebijakan hutang tidak hanya ditentukan oleh kebutuhan pembiayaan jangka pendek atau jangka panjang, namun juga dipengaruhi oleh berbagai faktor internal perusahaan. Beberapa variabel fundamental yang secara teoritis diyakini memengaruhi keputusan perusahaan untuk berutang antara lain pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas. Setiap variabel tersebut merefleksikan karakteristik keuangan perusahaan yang berbeda dan dapat memberikan sinyal kepada investor dan kreditor terkait risiko dan prospek perusahaan (D. Wulandari dan R. A. Hadi, 2021).

Pertumbuhan laba merupakan indikator penting dalam menilai prospek perusahaan. Perusahaan dengan pertumbuhan laba yang tinggi diasumsikan memiliki potensi keuntungan masa depan yang lebih baik sehingga meningkatkan kepercayaan investor maupun kreditor. Menurut penelitian Fitri dan Prasetyo (2022), perusahaan dengan pertumbuhan laba positif cenderung lebih mudah memperoleh pembiayaan eksternal, termasuk utang, karena dinilai lebih mampu membayar kembali kewajibannya (N.Fitri and Y.Prasetyo, 2022). Namun, beberapa studi menemukan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan laba yang tinggi justru cenderung menghindari penggunaan utang agar dapat mempertahankan fleksibilitas keuangannya (A.Kurniawan and M.Surya, 2021).

Profitabilitas yang umumnya diukur melalui rasio Return on Assets (ROA) atau Return on Equity (ROE), merupakan faktor penting lain yang memengaruhi kebijakan hutang. Berdasarkan teori pecking order yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf, perusahaan lebih memilih pendanaan internal ketika tersedia, sebelum memilih pendanaan eksternal seperti utang atau ekuitas (S.C.Myers and N.Majluf, 1984). Oleh karena itu, perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki kebijakan hutang yang lebih konservatif. Penelitian oleh (M. Rahman and R. Lestari, 2023) menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor energi.

Ukuran perusahaan juga memainkan peran penting dalam kebijakan pendanaan. Perusahaan besar biasanya memiliki reputasi yang lebih besar di mata kreditor dan investor sehingga memiliki akses yang lebih luas terhadap pembiayaan dengan biaya yang lebih rendah. Perusahaan yang lebih besar juga dianggap lebih stabil dan kurang berisiko mengalami kebangkrutan. Studi oleh (D. Putri and E. Yulianto, 2021) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena perusahaan besar lebih percaya diri untuk mengambil risiko finansial.

Likuiditas perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi biasanya memiliki cadangan kas yang memadai, sehingga cenderung tidak bergantung pada pembiayaan eksternal. Teori trade-off menyatakan bahwa perusahaan perlu menyeimbangkan antara keuntungan pajak dari utang dan risiko kebangkrutan yang ditimbulkan. Oleh karena itu, semakin tinggi likuiditas, semakin kecil kemungkinan perusahaan mengambil tambahan utang. Hasil studi dari (R. Dewi and M. Syafitri, 2020) mengonfirmasi bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang di sektor manufaktur.

Meskipun banyak studi telah dilakukan terkait faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, hasilnya masih menunjukkan ketidakkonsistenan, tergantung pada sektor industri, karakteristik perusahaan, serta kondisi ekonomi makro. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut berpengaruh signifikan, sementara yang lain menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Misalnya, studi oleh Nugroho dan Sari (2022) menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN, berbeda dengan studi sebelumnya (F. Nugroho and L. Sari, 2022). Perbedaan hasil ini membuka peluang penelitian lanjutan yang lebih spesifik pada sektor BUMN.

Sebagai entitas bisnis milik negara, perusahaan BUMN memiliki karakteristik unik dalam struktur kepemilikan, tujuan sosial ekonomi, serta adanya intervensi pemerintah dalam pengambilan keputusan strategis. Faktor-faktor ini menjadikan analisis terhadap kebijakan hutang pada BUMN berbeda dari perusahaan swasta. Oleh karena itu, penting untuk mengevaluasi kembali deteminan kebijakan hutang dalam konteks BUMN di Indonesia, khususnya dalam periode krusial tahun 2019-2022, yang mencakup masa pra-pandemi, pandemi, dan pasca-pandemi. Berdasarkan latar belakang diatas, penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2022. Temuan dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi manajemen BUMN dan regulator dalam merumuskan strategis struktur modal yang lebih sehat dan berkelanjutan.

Ulasan Literatur

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan keputusan manajerial yang berhubungan dengan penentuan besarnya proporsi pendanaan perusahaan yang bersumber dari pihak eksternal, khususnya kreditur. Keputusan ini menjadi aspek penting dalam financial decision making karena memengaruhi struktur modal, risiko keuangan, serta nilai perusahaan. Tujuan kebijakan hutang adalah menemukan kombinasi optimal antara modal sendiri dan utang agar tercapai struktur modal yang efisien, di mana biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital / WACC*) berada pada titik minimum, sekaligus memaksimalkan nilai perusahaan (Investopedia, 2015). Menurut Trade-off Theory, penggunaan utang memberikan manfaat berupa penghematan pajak melalui *interest tax shield*. Namun, manfaat ini berkurang ketika perusahaan menggunakan utang secara berlebihan karena risiko kebangkrutan meningkat serta muncul biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dan kreditur (Wikipedia, 2025), (Investopedia, 2015). Dengan demikian, perusahaan perlu menyeimbangkan antara manfaat pajak dengan potensi kerugian finansial agar tercapai tingkat leverage yang optimal. Di sisi lain, Pecking Order Theory menegaskan bahwa perusahaan akan memprioritaskan sumber dana internal (laba ditahan), kemudian utang, dan terakhir ekuitas, karena adanya asimetri informasi serta biaya emisi saham baru yang relatif tinggi. Oleh karena itu, keputusan penggunaan utang juga sering kali dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba serta tingkat transparansi laporan keuangan (Investopedia, 2015), (I. Oktavianti and S. Sumartik, 2021).

Dalam konteks BUMN, kebijakan hutang menjadi lebih kompleks dibanding perusahaan swasta. BUMN tidak hanya berorientasi pada profitabilitas, tetapi juga memiliki peran sebagai agen pembangunan dan pelaksana proyek strategis pemerintah, seperti pembangunan infrastruktur, ketahanan energi, dan penyediaan layanan publik. Faktor regulasi pemerintah, mandat sosial, serta kebijakan dividen turut memengaruhi tingkat leverage BUMN sehingga keputusan pendanaan tidak semata-mata didasarkan pada efisiensi modal, melainkan juga pada kepatuhan terhadap kebijakan fiskal negara dan kebutuhan pembiayaan pembangunan (T. Noor, B. Sinaga, and T. N. Maulana, 2023), (J. Halim, 2022). Selain itu, penelitian terbaru menunjukkan bahwa kebijakan hutang BUMN periode 2020-2022 turut dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi, termasuk tekanan pandemi COVID-19 yang menyebabkan fluktuasi pendapatan dan kebutuhan restrukturisasi utang. Studi oleh Cantika & Darto (2024) menemukan bahwa leverage BUMN tidak hanya dipengaruhi oleh faktor internal seperti ukuran

perusahaan, tetapi juga intervensi kebijakan pemerintah yang bertujuan menjaga stabilitas ekonomi nasional (A. Cantika and D. Darto, 2024). Dengan demikian, analisis kebijakan hutang BUMN perlu memperhitungkan kombinasi faktor mikro (profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan, ukuran) dan faktor makro (regulasi, krisis ekonomi, kebijakan fiskal).

Pertumbuhan Laba

Pertumbuhan laba merupakan salah satu indikator utama untuk menilai kinerja keuangan perusahaan dalam jangka panjang, sekaligus menjadi sinyal positif bagi investor maupun kreditor. Perusahaan yang secara konsisten mencatatkan kenaikan laba dianggap memiliki prospek yang baik dalam menghasilkan arus kas masa depan, sehingga memperkuat kepercayaan pasar terhadap keberlangsungan usahanya. Dalam perspektif signaling theory, pertumbuhan laba yang stabil menunjukkan kemampuan manajemen dalam mengelola aset secara efisien serta meningkatkan daya saing perusahaan (Brigham, E. F., & Houston, J. F, 2021).

Berdasarkan teori pertumbuhan perusahaan (growth of the firm theory), entitas dengan potensi pertumbuhan tinggi cenderung membutuhkan sumber pembiayaan eksternal untuk mendukung ekspansi usaha, baik dalam bentuk peningkatan kapasitas produksi, diversifikasi produk, maupun penetrasi pasar baru. Kondisi ini menjadikan perusahaan dengan tren laba yang meningkat lebih mudah mendapatkan pinjaman dari pihak eksternal, karena dianggap memiliki kredibilitas yang tinggi sebagai debitur serta mampu membayar kewajibannya tepat waktu (IPB Journal , 2023). Dalam konteks Trade-off Theory, pertumbuhan laba dapat memperbesar kapasitas perusahaan dalam menanggung beban utang, selama risiko kebangkrutan masih dalam batas yang dapat dikendalikan (R. Sari dan A. Lestari , 2021).

Dalam konteks BUMN di Indonesia, pertumbuhan laba tidak hanya berimplikasi pada kebijakan hutang, tetapi juga terkait dengan mandat pemerintah dalam menjalankan proyek strategis nasional. BUMN dengan laba yang tumbuh positif sering kali diberi kepercayaan untuk mengelola proyek berskala besar, yang membutuhkan pendanaan signifikan. Dengan demikian, pertumbuhan laba berperan ganda, yaitu sebagai indikator kesehatan finansial sekaligus sebagai penentu akses perusahaan terhadap sumber pendanaan eksternal dengan biaya yang lebih kompetitif (A. Cantika dan D. Darto , 2024).

Temuan empiris mendukung keterkaitan antara pertumbuhan laba dan kebijakan hutang. Studi oleh Andriani & Budiarto (2022) menunjukkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan laba tinggi cenderung meningkatkan leverage untuk mempercepat ekspansi usaha. Sebaliknya, penelitian Wahyuni et al. (2021) menemukan bahwa meskipun pertumbuhan laba berpotensi mendorong penggunaan utang, beberapa perusahaan tetap memilih pendanaan internal untuk menghindari risiko keuangan jangka panjang. Hal ini menunjukkan adanya variasi dalam implementasi strategi pendanaan yang dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan maupun kondisi makroekonomi. Beberapa penelitian lainnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan laba tinggi lebih mudah mengakses pendanaan utang, meskipun hasilnya tidak selalu konsisten di berbagai sektor (Sari, R & Prasetyo, D, 2021). Oleh karena itu, hubungan antara pertumbuhan laba dan kebijakan hutang masih perlu diuji secara empiris, khususnya pada BUMN yang menghadapi tantangan besar dalam pendanaan proyek infrastruktur.

H1: Pertumbuhan laba berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan indikator utama untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari sumber daya yang dimiliki. Rasio keuangan seperti Return on Assets (ROA) dan Return on Equity (ROE) sering digunakan untuk mengukur tingkat efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan aset maupun ekuitasnya guna menciptakan keuntungan. Tingkat profitabilitas yang tinggi tidak hanya mencerminkan kinerja operasional yang baik, tetapi juga menjadi sinyal positif bagi

investor dan kreditor bahwa perusahaan memiliki prospek keuangan yang sehat dan berkelanjutan (Investopedia, 2023).

Dalam kerangka Pecking Order Theory, perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung lebih mengandalkan pendanaan internal (laba ditahan) dibandingkan dengan utang eksternal. Hal ini disebabkan karena penggunaan dana internal dinilai lebih efisien, mengurangi risiko finansial, serta menghindari biaya agensi dan asimetri informasi antara manajer dan investor (B. Pratama and D. Rosdiana, 2022). Teori ini menyiratkan adanya hubungan negatif antara profitabilitas dan kebijakan utang, dimana semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan, semakin rendah kecenderungannya untuk menggunakan pendanaan berbasis utang.

Dalam konteks BUMN di Indonesia, profitabilitas memainkan peran yang lebih kompleks. Sebagai entitas yang tidak hanya mengejar keuntungan tetapi juga memiliki mandat untuk mendukung program pembangunan nasional, BUMN dengan profitabilitas tinggi tidak selalu mengurangi penggunaan utang. Sebaliknya, profitabilitas yang kuat sering kali menjadi dasar bagi manajemen dan pemerintah untuk memperluas leverage dalam rangka membiayai proyek strategis jangka panjang, terutama yang membutuhkan investasi infrastruktur skala besar. Dengan demikian, meskipun Pecking Order Theory menjelaskan adanya hubungan negatif, pada BUMN fenomena ini bisa berbeda karena adanya faktor regulasi, strategi ekspansi, serta tuntutan kepentingan publik (B. Pratama and D. Rosdiana, 2022), (A. P. Sari and W. Nugroho, 2023).

Studi empiris menunjukkan hasil yang sejalan dengan teori tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh (B. Pratama and D. Rosdiana, 2022) menemukan bahwa perusahaan dengan ROA tinggi cenderung memiliki rasio utang yang lebih rendah, karena sebagian besar kebutuhan pendanaannya dapat dipenuhi dari laba ditahan. Namun, beberapa penelitian lain mengungkapkan hasil yang berbeda. Misalnya, perusahaan di sektor infrastruktur dan energi justru tetap menggunakan utang meskipun profitabilitasnya tinggi, dengan alasan memanfaatkan insentif pajak dan menjaga fleksibilitas modal (A. P. Sari and W. Nugroho, 2023). Perbedaan temuan ini mengindikasikan bahwa hubungan profitabilitas dan kebijakan utang dapat dipengaruhi oleh karakteristik industri maupun kebijakan pemerintah.

H2: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor fundamental yang sering digunakan untuk menjelaskan perbedaan dalam kebijakan struktur modal antar perusahaan. Secara umum, ukuran perusahaan diukur melalui total aset, total penjualan, atau logaritma natural dari total aset. Perusahaan besar cenderung memiliki diversifikasi usaha yang lebih luas, struktur organisasi yang lebih kompleks, serta stabilitas arus kas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini menjadikan perusahaan besar lebih kredibel di mata investor maupun lembaga keuangan karena dianggap memiliki risiko kebangkrutan yang lebih rendah (Jibeka, 2022).

Dalam kerangka Trade-off Theory, perusahaan besar sering kali lebih mudah memperoleh pendanaan eksternal dengan biaya modal yang relatif lebih rendah. Kredibilitas tinggi serta transparansi informasi akuntansi yang lebih baik membuat lembaga keuangan menilai perusahaan besar lebih layak untuk diberikan pinjaman. Selain itu, skala ekonomi yang dimiliki perusahaan besar juga memperkuat daya tawar dalam negosiasi bunga pinjaman. Oleh sebab itu, ukuran perusahaan berpotensi memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang, karena semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula kemampuannya untuk menanggung beban utang jangka panjang (IPB Journal, 2023). Namun demikian, tidak semua hasil penelitian mendukung pandangan bahwa ukuran perusahaan berbanding lurus dengan kebijakan hutang. Beberapa studi menemukan bahwa perusahaan besar justru menghindari utang dalam rangka menjaga fleksibilitas keuangan, mengurangi risiko over-leverage, serta mempertahankan reputasi baik di pasar modal. Perusahaan besar umumnya memiliki akses lebih besar terhadap laba ditahan dan aliran kas internal yang stabil, sehingga

ketergantungan terhadap pendanaan berbasis utang relatif lebih rendah. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara ukuran perusahaan dan kebijakan hutang dapat bervariasi tergantung pada strategi keuangan yang diambil manajemen serta karakteristik industrinya.

Dalam konteks BUMN di Indonesia, ukuran perusahaan sering kali sangat besar karena perannya sebagai penggerak sektor strategis seperti energi, telekomunikasi, dan infrastruktur. Skala aset yang besar memungkinkan BUMN untuk mendapatkan pinjaman dengan bunga kompetitif dari pasar domestik maupun internasional. Namun, karena BUMN juga memiliki mandat pelayanan publik, beberapa di antaranya tetap mengurangi penggunaan utang guna menjaga stabilitas keuangan jangka panjang. Dengan demikian, penelitian mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada BUMN penting dilakukan untuk memberikan gambaran empiris yang lebih akurat, khususnya dalam periode pasca-pandemi di mana kebutuhan pembiayaan semakin meningkat.

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Likuiditas

Likuiditas merupakan indikator utama untuk mengukur sejauh mana perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang tersedia. Rasio likuiditas yang umum digunakan adalah Current Ratio (CR) dan Quick Ratio, yang menunjukkan tingkat keamanan keuangan jangka pendek suatu perusahaan. Perusahaan dengan likuiditas tinggi dipandang memiliki kemandirian keuangan yang baik karena mampu menutup kebutuhan operasional dan kewajiban jangka pendek tanpa harus mengandalkan pendanaan eksternal (IPB Journal, 2023). Dalam perspektif teori keuangan, hal ini berkaitan dengan Pecking Order Theory yang menekankan bahwa perusahaan akan mengutamakan pendanaan internal terlebih dahulu, sehingga tingkat likuiditas yang tinggi cenderung mengurangi kebutuhan berutang. Namun, kondisi sebenarnya di lapangan tidak selalu konsisten dengan teori tersebut. Beberapa perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi tetap memilih menggunakan utang sebagai strategi pembiayaan. Hal ini dapat dijelaskan melalui Trade-off Theory, di mana penggunaan utang memberikan manfaat berupa penghematan pajak (tax shield) dan peningkatan efisiensi modal kerja. Dengan memanfaatkan pinjaman, perusahaan dapat mengalokasikan dana internal untuk investasi jangka panjang yang lebih produktif, sekaligus memperoleh keuntungan dari biaya modal yang lebih rendah dibandingkan dengan ekuitas (JBMP UMSIDA, 2022).

Beberapa studi di Indonesia menemukan hubungan negatif, artinya perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung menurunkan tingkat utangnya karena memiliki cukup sumber dana internal. Sebaliknya, penelitian lain melaporkan hubungan positif, di mana perusahaan yang likuid tetap mengambil utang untuk menjaga fleksibilitas keuangan dan meningkatkan return bagi pemegang saham. Perbedaan hasil ini menandakan bahwa likuiditas bukan satu-satunya faktor penentu, melainkan dipengaruhi oleh strategi manajemen, kondisi industri, serta regulasi pemerintah yang berlaku (IPB Journal, 2023). Dalam konteks perusahaan BUMN, dinamika likuiditas menjadi semakin penting karena perusahaan ini memiliki peran ganda, yaitu mengejar profitabilitas sekaligus melaksanakan fungsi pelayanan publik. BUMN dengan likuiditas tinggi tidak selalu mengurangi penggunaan utangnya, sebab kebutuhan pembiayaan proyek strategis nasional sering kali mendorong manajemen untuk tetap mengakses utang dari perbankan atau pasar modal. Oleh karena itu, penting untuk meneliti secara empiris bagaimana likuiditas berhubungan dengan kebijakan hutang BUMN pada periode 2019–2022, terutama dalam menghadapi tekanan finansial akibat pandemi dan kebutuhan pembiayaan pasca-pemulihan ekonomi.

H4: Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Desain Penelitian dan Metodologi

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan desain penelitian kuantitatif dengan pendekatan deskriptif-verifikatif. Deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai variabel penelitian, sedangkan verifikatif bertujuan menguji hipotesis mengenai pengaruh pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang. Pendekatan ini sejalan dengan kerangka positivistik yang menekankan pada objektivitas, pengukuran numerik, serta pengujian hubungan antarvariabel menggunakan analisis statistik (D. Saunders, P. Lewis, and A. Thornhill, 2023).

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan tahunan perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019–2022. Data dikumpulkan melalui akses publikasi resmi BEI (www.idx.co.id) serta laporan tahunan masing-masing BUMN. Data sekunder dipilih karena memiliki sifat objektif, mudah diakses, dan relevan untuk analisis kuantitatif.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI periode 2019–2022. Teknik penentuan sampel menggunakan purposive sampling, dengan kriteria:

- Perusahaan BUMN yang secara konsisten menerbitkan laporan keuangan auditan selama periode pengamatan.
- Memiliki data yang lengkap terkait variabel penelitian yang terdiri dari pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan kebijakan hutang.
- Tidak mengalami delisting selama periode penelitian.

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 144 perusahaan BUMN dengan total observasi empat tahun. Pendekatan purposive sampling umum digunakan dalam penelitian kuantitatif berbasis data sekunder untuk memastikan kesesuaian sampel dengan tujuan penelitian.

Tabel 1. Operasional Variabel dan Pengukuran

Variabel	Definisi Operasional	Indikator / Rumus
Kebijakan Hutang (Y)	Keputusan perusahaan dalam menentukan seberapa besar penggunaan utang dalam struktur modalnya.	Debt to Equity Ratio (DER) $= \text{Total Hutang} / \text{Total Ekuitas}$
Pertumbuhan Laba (X1)	Persentase kenaikan atau penurunan laba bersih perusahaan dari satu periode ke periode berikutnya.	$\text{Growth} = (\text{Laba Bersih } t - \text{Laba Bersih } (t-1)) / \text{Laba Bersih } (t-1) \times 100\%$
Profitabilitas (X2)	Kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya.	Return on Assets (ROA) $= \text{Laba Bersih} / \text{Total Aset}$
Ukuran Perusahaan (X3)	Skala besar kecilnya perusahaan yang ditunjukkan melalui total aset yang dimiliki.	Firm Size = Ln (Total Aset)
Likuiditas (X4)	Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancar.	Current Ratio (CR) = Aset Lancar / Liabilitas Lancar

Teknik Analisis Data

Analisis data pada penelitian ini dilakukan melalui dua tahap. Pertama, analisis deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data (rata-rata, standar deviasi, minimum, maksimum). Kedua, analisis inferensial dengan menggunakan regresi linear berganda untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Uji asumsi klasik yang meliputi normalitas,

multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi dilakukan untuk memastikan validitas model regresi. Selanjutnya, dilakukan uji t untuk menguji pengaruh parsial masing-masing variabel independen, dan uji F untuk menguji pengaruh simultan. Tingkat signifikansi yang digunakan adalah 5% ($\alpha = 0,05$). Analisis data dilakukan dengan bantuan perangkat lunak SPSS versi 26. Penggunaan regresi linear berganda pada penelitian keuangan korporasi telah terbukti efektif dalam menguji hubungan antar variabel keuangan (M. K. Frank and R. Goyal, 2021).

Tabel 2. Tahapan Analisis Data

No	Tahapan Analisis	Uraian Kegiatan	Tujuan
1.	Analisis Deskriptif	Menghitung nilai rata-rata, standar deviasi, minimum, dan maksimum untuk setiap variabel (pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan kebijakan hutang).	Memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data.
2.	Uji Normalitas	Menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov atau Shapiro-Wilk untuk memeriksa distribusi data.	Memastikan data berdistribusi normal sebagai syarat regresi.
3.	Uji Multikolinearitas	Menggunakan nilai Variance Inflation Factor (VIF) dan Tolerance.	Memastikan tidak ada korelasi tinggi antar variabel independen.
4.	Uji Heteroskedastisitas	Menggunakan uji Glejser atau grafik scatterplot residual.	Memastikan varians residual konstan.
5.	Uji Autokorelasi	Menggunakan Durbin-Watson test.	Memastikan tidak ada hubungan antar residual.
6.	Analisis Regresi Linear Berganda	Menguji pengaruh simultan variabel independen terhadap variabel dependen dengan model regresi: $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon$.	Mengetahui hubungan kausal antar variabel.
7.	Uji F (Simultan)	Menguji signifikansi pengaruh semua variabel independen secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.	Menentukan kebermaknaan model regresi secara keseluruhan.
8.	Uji t (Parsial)	Menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap kebijakan hutang.	Menilai signifikansi hubungan tiap variabel.
9.	Koefisien Determinasi (R^2)	Menghitung kontribusi variabel independen dalam menjelaskan variasi kebijakan hutang.	Mengetahui seberapa besar variasi kebijakan hutang dijelaskan oleh model.

Hasil dan Pembahasan

Hasil

Penelitian ini melibatkan 36 perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019–2022, sehingga diperoleh total 144 observasi.

Tabel 3. Statistik Deskriptif

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
Y	144	0,13	24,31	2,79	3,67
X1	144	-21,93	73,18	0,42	6,98
X2	144	-20,40	28,17	2,23	5,87
X3	144	27,27	35,23	31,32	1,97
X4	144	0,06	10,47	1,46	1,10
Valid N (listwise)	144				

Berdasarkan hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan laba (X1) pada perusahaan BUMN periode 2019–2022 memiliki nilai minimum sebesar -21,93, maksimum 73,18, dengan rata-rata hanya 0,42 dan standar deviasi 6,98. Temuan ini mengindikasikan adanya disparitas kinerja keuangan yang sangat tinggi di antara perusahaan BUMN. Sebagian perusahaan berhasil mencatatkan pertumbuhan laba yang signifikan, sementara sebagian lainnya mengalami kerugian cukup besar. Rata-rata pertumbuhan laba yang relatif rendah memperlihatkan bahwa secara umum, perusahaan BUMN tidak menunjukkan tren pertumbuhan laba yang konsisten, bahkan cenderung stagnan. Tingginya standar deviasi menunjukkan ketidakstabilan laba, yang bisa dipengaruhi oleh

faktor internal seperti efisiensi manajerial, struktur biaya, dan strategi bisnis, maupun faktor eksternal seperti kondisi ekonomi makro, fluktuasi harga komoditas, dan dampak pandemi COVID-19 (Kusumawati, R., & Riyanto, A, 2021).

Dalam konteks teori pecking order, perusahaan dengan pertumbuhan laba yang rendah cenderung menghindari penggunaan hutang karena keterbatasan sumber dana internal, sedangkan perusahaan dengan pertumbuhan tinggi lebih berani menggunakan hutang untuk mendukung ekspansi (Myers, S. C., & Majluf, N.S. , 1984). Hal ini sejalan dengan temuan (Lestari, S. P, 2020) dan (Sari, M & Putra, I, 2021) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan laba tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, karena faktor kepercayaan pasar dan stabilitas keuangan lebih dominan dibanding sekadar angka pertumbuhan laba. Secara praktis, hasil penelitian ini memberikan gambaran bahwa BUMN perlu meningkatkan efisiensi operasional dan memperkuat strategi manajemen laba agar memiliki daya saing yang lebih baik. Stabilitas pertumbuhan laba tidak hanya berfungsi sebagai indikator kesehatan keuangan, tetapi juga sebagai dasar penting dalam menentukan strategi pendanaan, termasuk keputusan penggunaan hutang (Brigham & Houston, 2019).

Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa variabel profitabilitas (ROA/X2) memiliki nilai minimum -20,40 dan maksimum 28,17 dengan rata-rata 2,23 serta standar deviasi 5,87. Temuan ini mengindikasikan bahwa kinerja profitabilitas perusahaan BUMN periode 2019–2022 sangat bervariasi. Sebagian perusahaan berhasil mencapai tingkat pengembalian aset yang cukup tinggi, namun terdapat juga perusahaan yang mencatatkan nilai negatif yang menunjukkan kerugian operasional. Rata-rata ROA sebesar 2,23 mengindikasikan bahwa secara umum kemampuan BUMN dalam menghasilkan laba dari total asetnya masih relatif rendah. Tingginya nilai standar deviasi (5,87) memperlihatkan bahwa profitabilitas perusahaan BUMN belum stabil dan rentan fluktuasi, yang dapat disebabkan oleh perbedaan efisiensi pengelolaan aset, struktur biaya, maupun dampak faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, pandemi COVID-19, dan perubahan regulasi pemerintah (Sari & Budiasih, 2020). Dalam perspektif teori agensi, profitabilitas yang tinggi seharusnya menurunkan kebutuhan perusahaan untuk berhutang karena perusahaan memiliki sumber dana internal yang cukup (Jensen & Meckling, 1976).

Hal ini sejalan dengan teori pecking order, dimana perusahaan lebih mengutamakan pembiayaan dari laba ditahan sebelum mencari pendanaan eksternal (Myers, S. C., & Majluf, N.S. , 1984). Namun, bagi perusahaan dengan profitabilitas rendah atau negatif, penggunaan hutang terkadang tetap dilakukan untuk menjaga keberlangsungan operasi. Temuan ini sejalan dengan penelitian (Lestari, S. P, 2020) dan (Sari, M & Putra, I, 2021) yang menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, karena perusahaan dengan laba tinggi lebih mampu membiayai kebutuhan investasinya tanpa ketergantungan pada pinjaman. Namun, penelitian ini juga mengindikasikan adanya kesenjangan antar-BUMN yang cukup lebar, sehingga efektivitas profitabilitas sebagai determinan kebijakan hutang tidak seragam pada semua perusahaan. Secara praktis, hasil ini memberikan sinyal bahwa peningkatan efisiensi operasional dan optimalisasi aset menjadi faktor penting bagi BUMN untuk memperbaiki kinerja keuangannya. Stabilitas profitabilitas tidak hanya berdampak pada daya tarik investor, tetapi juga menjadi dasar dalam menentukan strategi pendanaan jangka panjang (Brigham & Houston, 2019).

Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan (X3), yang diukur menggunakan logaritma natural total aset, memiliki nilai minimum 27,27 dan maksimum 35,22 dengan rata-rata 31,31 serta standar deviasi 1,97. Hal ini mengindikasikan adanya perbedaan skala aset yang cukup signifikan antarperusahaan BUMN dalam periode 2019–2022. Nilai rata-rata 31,31 menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan BUMN tergolong sebagai perusahaan besar dengan aset yang relatif stabil. Meskipun demikian, variasi ukuran perusahaan masih terlihat dari rentang minimum dan maksimum yang cukup lebar. Standar deviasi sebesar 1,97 menunjukkan adanya dispersi moderat, yang menandakan perbedaan kapasitas keuangan antarperusahaan dalam mengelola aset dan kegiatan operasional. Menurut teori trade-off, perusahaan dengan ukuran besar cenderung memiliki akses lebih mudah terhadap pendanaan eksternal, termasuk pinjaman bank maupun obligasi, karena dianggap

lebih kredibel dan memiliki risiko kebangkrutan lebih rendah (Myers, S. C., & Majluf, N.S. , 1984) (Brigham & Houston, 2019). Dengan demikian, ukuran perusahaan sering diasosiasikan dengan kebijakan hutang yang lebih agresif. Namun, dalam perspektif teori pecking order, perusahaan besar yang memiliki arus kas stabil justru lebih mengandalkan pendanaan internal sebelum menggunakan hutang (Myers, S. C., & Majluf, N.S. , 1984). Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang tidak selalu konsisten, tergantung pada strategi finansial dan efisiensi manajemen aset masing-masing BUMN.

Hasil ini sejalan dengan temuan (Sari & Budiasih, 2020) serta (Handayani & Suwanti, 2021) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, karena perusahaan besar memiliki kredibilitas tinggi dalam memperoleh pinjaman. Namun, penelitian lain seperti (Wijayanti, 2022) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu signifikan memengaruhi kebijakan hutang, terutama ketika perusahaan lebih mengutamakan efisiensi internal daripada ekspansi agresif. Secara praktis, variasi ukuran perusahaan dalam penelitian ini mengimplikasikan bahwa BUMN besar berpotensi lebih fleksibel dalam memilih sumber pendanaan, baik internal maupun eksternal, sedangkan BUMN yang lebih kecil mungkin menghadapi keterbatasan akses pendanaan sehingga lebih bergantung pada pinjaman. Hal ini menjadi pertimbangan penting dalam merumuskan strategi pembiayaan yang optimal sesuai karakteristik masing-masing perusahaan.

Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa variabel likuiditas (X_4) yang diukur dengan Current Ratio (CR) memiliki nilai minimum sebesar 0,06 dan maksimum 10,47, dengan rata-rata 1,46 serta standar deviasi 1,10. Temuan ini menunjukkan bahwa terdapat variasi yang cukup besar dalam kemampuan perusahaan BUMN untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Nilai rata-rata 1,46 mengindikasikan bahwa secara umum perusahaan BUMN dalam sampel masih berada dalam kondisi likuid, karena rasio tersebut lebih besar dari 1, artinya aset lancar lebih besar daripada kewajiban lancar. Hal ini sejalan dengan pandangan bahwa Current Ratio di atas 1 dianggap sehat, meskipun terlalu tinggi juga dapat menandakan adanya inefisiensi penggunaan aset lancar (Kasmir, 2019). Rentang nilai minimum yang sangat rendah (0,06) menunjukkan adanya perusahaan yang berada dalam kondisi likuiditas kritis, sehingga berpotensi menghadapi kesulitan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Sebaliknya, nilai maksimum yang sangat tinggi (10,47) menggambarkan adanya perusahaan yang memiliki aset lancar jauh melampaui kewajiban lancarnya, namun kondisi ini bisa mengindikasikan kelebihan aset menganggur yang tidak digunakan secara produktif (Gitman & Zutter, 2018).

Menurut teori pecking order, perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung mengurangi ketergantungan terhadap pembiayaan eksternal karena lebih memilih menggunakan dana internal untuk membiayai operasi maupun investasi (Myers, S. C., & Majluf, N.S. , 1984). Sebaliknya, perusahaan dengan likuiditas rendah mungkin lebih bergantung pada hutang jangka pendek sebagai sumber pendanaan tambahan. Temuan ini konsisten dengan penelitian (Novianti & Haryanto, 2021) yang menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, karena perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi cenderung tidak membutuhkan pinjaman eksternal. Namun, penelitian lain seperti (Puspitasari & Wibowo, 2022) menunjukkan bahwa likuiditas tidak selalu signifikan, tergantung pada strategi pengelolaan kas dan aset lancar masing-masing perusahaan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa likuiditas pada perusahaan BUMN periode 2019–2022 umumnya sehat dengan CR rata-rata 1,46, meskipun terdapat variasi yang cukup ekstrem antarperusahaan. Hal ini menunjukkan pentingnya pengelolaan kas dan aset lancar secara optimal agar tidak hanya mampu menjamin solvabilitas jangka pendek, tetapi juga mendukung efisiensi operasional perusahaan.

Hasil Uji Regresi Linear Berganda

Hasil uji asumsi klasik:

Uji Normalitas

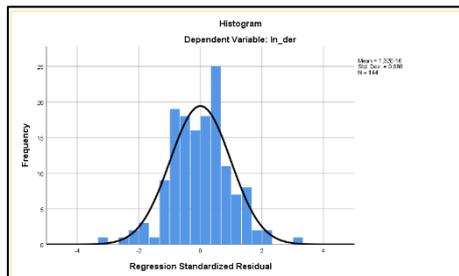
Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data penelitian memiliki distribusi normal atau tidak. Normalitas data penting karena banyak uji statistik parametrik, seperti regresi linear berganda, uji t, dan uji F, mensyaratkan bahwa residual dari model regresi berdistribusi normal. Model regresi yang baik adalah berdistribusi normal atau mendeteksi normal. Dalam uji normalitas ini ada 2 cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak, yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik (Ghozali, 2005).

Dalam penelitian ini, model regresi yang di gunakan belum layak dipakai karena belum memenuhi asumsi normalitas. Hal ini umum terjadi karena rasio keuangan sering kali bersifat skewed (miring) akibat adanya perbedaan besar antar perusahaan (Gujarati & Porter, 2013). Maka dari itu data harus dinormalkan terlebih dahulu menggunakan transformasi data kedalam bentuk Log Natural (Ln) dan dilakukan uji outlier. Setelah dilakukan transformasi data kedalam bentuk Log Natural (Ln) sehingga diperoleh persamaan regresi linear berganda yang baru yaitu :

$$Ln(Y)=a+\beta1X1+\beta2X2+\beta3X3+\beta4X4+\varepsilon$$

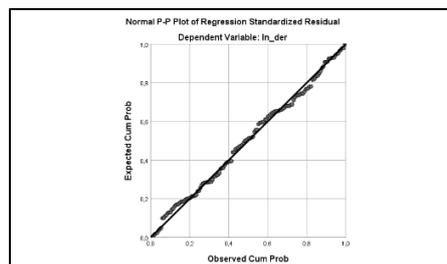
Model regresi ini digunakan untuk mengetahui apakah pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Transformasi logaritma pada DER membuat model lebih normal dan interpretasi efek lebih relevan secara ekonometrika karena hasilnya dalam bentuk persentase perubahan DER.

Uji normalitas data menggunakan grafik histogram dan normal p-plot nya adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Grafik Histogram Setelah Transformasi Data dan Uji Outlier

Dengan melihat grafik histogram setelah dilakukannya transformasi data dan uji outlier seperti gambar 1 dapat dilihat bahwa data tidak ada yang bersifat ekstrim atau berada diluar outlier. Dapat disimpulkan bahwa data residual setelah transformasi telah memenuhi asumsi normalitas. Histogram menunjukkan pola mendekati distribusi normal dengan rata-rata nol dan standar deviasi mendekati satu, sehingga asumsi normalitas regresi dapat dikatakan terpenuhi.



Gambar 2. Grafik Normal Plot Setelah Transformasi Data Dan Uji Outlier

Berdasarkan transformasi data dan uji outlier sebagaimana terlihat pada gambar 2, menunjukkan bahwa titik-titik residual menyebar dekat dan mengikuti garis diagonal. Hal ini menunjukkan bahwa data residual berdistribusi mendekati normal. Dengan demikian, asumsi normalitas terpenuhi. Hasil ini sejalan dengan teori yang menyatakan bahwa jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan tidak menyimpang secara signifikan, maka data dapat dikatakan berdistribusi normal (Gujarati & Porter, 2013). Berdasarkan grafik histogram dan grafik normal plot, menunjukkan bahwa data telah memenuhi asumsi klasik normalitas data.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas bertujuan menguji apakah di dalam model regresi linear ditemukan adanya korelasi yang tinggi diantara variabel independen. Dari hasil uji multikolinearitas pada tabel 4 diatas, seluruh variabel independen memiliki tolerance di atas 0,90 (lebih besar dari 0,10), dan nilai VIF seluruh variabel berkisar antara 1,010 - 1,024, jauh di bawah ambang batas 10. Dapat disimpulkan bahwa pada model regresi ini tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen. Hal ini menunjukkan bahwa masing-masing variabel independen (Pertumbuhan Laba, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Likuiditas) bersifat bebas satu sama lain dalam menjelaskan variabel dependen.

Tabel 4 Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Collinearity Statistics		
	Tolerance	VIF	Keterangan
Pertumbuhan Laba	0,977	1,024	Tidak terdapat Multikolinieritas
Profitabilitas (ROA)	0,980	1,020	Tidak terdapat Multikolinieritas
Ukuran Perusahaan	0,982	1,018	Tidak terdapat Multikolinieritas
Likuiditas (CR)	0,990	1,010	Tidak terdapat Multikolinieritas

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi (hubungan) antara residual (kesalahan pengganggu) pada periode t dengan residual pada periode sebelumnya (Ghozali, 2018). Untuk mengetahui adanya autokorekasi dilakukan uji Durbin-Watson. Hasil penelitian terbebas dari Autokorelasi apabila nilai Durbin Watson berada diantara -2 hingga +2.

Tabel 5. Hasil Uji Autokorelasi

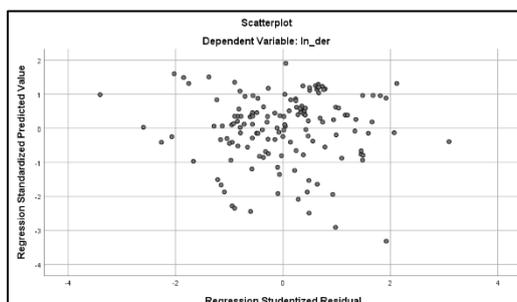
Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,562 ^a	,316	,296	,94437	1,664

a. Predictors: (Constant), LIKUIDITAS (Current Ratio), Pertumbuhan Laba (X1), Ukuran Perusahaan (X3), ROA (X2)
 b. Dependent Variable: ln_der

Berdasarkan tabel 5, nilai Durbin-Watson pada variabel independen dan variabel dependen dalam penelitian ini memiliki nilai 1,664. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi pada variabel independen.

Uji Heteroskedastisitas

Tujuan uji heteroskedastisitas adalah untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual (gangguan atau error) pada setiap tingkat nilai variabel independen. Cara mendeteksi ada atau tidaknya heterosdastisitas adalah dengan melihat scatterplots. Jika membentuk pola tertentu, maka terdapat Heteroskedastisitas. (Purwanto,2004).



Gambar 3. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan gambar 3, titik-titik residual menyebar secara acak baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y, tanpa membentuk pola tertentu (misalnya pola bergelombang, melebar, atau menyempit). Karena sebaran titik tidak menunjukkan adanya pola sistematis dan cenderung menyebar merata, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi ini.

Pengujian Hipotesis

Hasil uji hipotesis untuk pengaruh variabel pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2022 dapat dilihat dari analisis regresi berganda pada tabel 6.

Tabel 6. Hasil Uji Hipotesis

Variabel Independen	Koefisien (β)	t.hitung	t.tabel	Sig
(Constant)	-4,524	-3,541	1,977	0,001
Pertumbuhan Laba (X1)	-0,009	-0,753	1,977	0,452
ROA (X2)	-0,062	-4,553	1,977	0,000
Ukuran Perusahaan (X3)	0,177	4,393	1,977	0,000
Likuiditas (X4)	-0,316	-4,366	1,977	0,000
R ² = 0,562		Adj R = 0,296	F.hit= 16,054	f.sig= ,000b

Pembahasan

Pengaruh Pertumbuhan Laba terhadap Kebijakan Hutang (H1)

Berdasarkan hasil uji parsial (uji t) dapat diketahui bahwa variabel pertumbuhan Laba memiliki nilai t hitung sebesar -0,753 sedangkan t tabel sebesar 1,977 serta nilai signifikansi sebesar 0,452 (> 0,05). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H01 ditolak atau dengan kata lain pertumbuhan laba tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN periode 2019-2022. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa fluktuasi pertumbuhan laba tidak menjadi faktor utama dalam penentuan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan pecking order theory (Myers, S. C., & Majluf, N.S., 1984) yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan laba tinggi seharusnya lebih mengandalkan dana internal dibandingkan utang. Namun, hasil ini konsisten dengan penelitian (Lestari, 2020) yang juga menemukan bahwa pertumbuhan laba tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (H2)

Berdasarkan hasil uji parsial (uji t) dapat diketahui bahwa variabel profitabilitas (ROA) memiliki nilai t hitung sebesar -4,553 sedangkan t tabel sebesar 1,977, serta nilai signifikansi sebesar 0,000 (< 0,05). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H2 diterima atau dengan kata lain profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN periode 2019-2022. Hasil penelitian ini mendukung pecking order theory yang dikemukakan oleh (Myers, S. C., & Majluf, N.S., 1984), di mana perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi cenderung lebih mengutamakan pendanaan internal (laba ditahan) dibandingkan menggunakan pendanaan

eksternal berupa hutang. Oleh karena itu, semakin tinggi profitabilitas, maka semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk menambah hutang. Penelitian ini sejalan dengan penelitian (Sudarmanto & Haryanto, 2019) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini menegaskan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan laba tinggi akan mengurangi ketergantungan terhadap pembiayaan hutang karena kebutuhan modal dapat dipenuhi dari sumber internal.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (H3)

Berdasarkan hasil uji parsial (uji t) dapat diketahui bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki nilai t hitung sebesar 4,393 sedangkan t tabel sebesar 1,977, serta nilai signifikansi sebesar 0,000 ($< 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H3 diterima atau dengan kata lain ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN periode 2019–2022. Hasil penelitian ini sejalan dengan trade-off theory, yang menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung lebih mudah memperoleh akses pembiayaan eksternal, termasuk hutang, karena dianggap memiliki risiko gagal bayar yang lebih rendah dan kredibilitas yang lebih tinggi di mata kreditur (Modigliani & Miller, 1963). Dengan demikian, semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan. Penelitian ini konsisten dengan temuan (Fauziah & Suryani, 2020) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki kapasitas dan kepercayaan yang lebih besar dari pihak eksternal sehingga lebih leluasa dalam menambah hutang untuk kebutuhan ekspansi.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang (H4)

Berdasarkan hasil uji parsial (uji t) dapat diketahui bahwa variabel likuiditas (CR) memiliki nilai t hitung sebesar -4,366 sedangkan t tabel sebesar 1,977, serta nilai signifikansi sebesar 0,000 ($< 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H4 diterima atau dengan kata lain likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN periode 2019–2022. Hasil penelitian ini mendukung teori pecking order yang dikemukakan oleh (Myers & Majluf, 1984), dimana perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk membiayai operasional maupun investasi, sehingga kebutuhan terhadap pembiayaan eksternal berupa hutang menjadi lebih rendah. Dengan kata lain, semakin tinggi likuiditas perusahaan, semakin kecil kecenderungan perusahaan untuk meningkatkan hutangnya. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan (Husnan, 2015) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi memiliki kemampuan membiayai aktivitasnya dengan aset lancar yang dimiliki, sehingga tidak bergantung pada pinjaman eksternal. Demikian pula, (Indah & Sudarsono, 2019) menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan publik di Indonesia. Dari keempat variabel independen, hanya pertumbuhan laba yang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Sementara itu, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terbukti memiliki pengaruh signifikan dengan arah hubungan sesuai teori keuangan modern.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai Adjusted R^2 sebesar 0,562 atau 56,2%. Artinya, variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas, mampu menjelaskan variasi pada variabel dependen kebijakan hutang sebesar 56,2%. Sementara itu, sisanya 43,8% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian, seperti struktur aset, risiko bisnis, tingkat pertumbuhan penjualan, pajak, maupun kondisi eksternal perusahaan seperti suku bunga dan inflasi. Menurut (Ghozali, 2018), nilai Adjusted R^2 digunakan sebagai ukuran yang lebih tepat dibandingkan R^2 biasa, karena sudah disesuaikan dengan jumlah variabel independen dalam model. Nilai sebesar 0,562 menunjukkan bahwa kemampuan model

termasuk cukup baik, meskipun masih terdapat ruang perbaikan dengan memasukkan variabel lain yang lebih relevan. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan (Gujarati & Porter, 2009) bahwa nilai R^2 yang berada pada kisaran 0,5–0,75 menunjukkan model yang memiliki kemampuan prediktif yang moderat hingga kuat. Dengan demikian, nilai Adjusted $R^2 = 0,562$ dalam penelitian ini menunjukkan bahwa model regresi memiliki daya jelas yang cukup memadai dalam menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap kebijakan hutang.

Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Studi ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan melibatkan 144 perusahaan sebagai sampel. Temuan penelitian menjawab pertanyaan utama bahwa hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa pertumbuhan laba tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN periode 2019–2022, yang artinya hipotesis pertama dalam penelitian ini ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa fluktuasi laba tidak menjadi pertimbangan utama manajemen BUMN dalam menentukan struktur pendanaan. Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN periode 2019–2022, yang artinya hipotesis kedua dalam penelitian ini diterima. Semakin tinggi profitabilitas, semakin rendah kecenderungan perusahaan menggunakan hutang karena dapat membiayai operasionalnya melalui laba ditahan. Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN periode 2019–2022, yang artinya hipotesis ketiga dalam penelitian ini diterima. Perusahaan BUMN dengan skala besar cenderung lebih mudah mendapatkan akses pendanaan eksternal karena dianggap memiliki risiko lebih rendah. Hasil pengujian keempat menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN periode 2019–2022, yang artinya hipotesis keempat dalam penelitian ini diterima. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi lebih memilih menggunakan aset lancarnya daripada menambah beban hutang.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, di antaranya:

- Periode penelitian terbatas hanya pada tahun 2019–2022, sehingga hasil mungkin tidak mencerminkan kondisi jangka panjang.
- Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel independen (pertumbuhan laba, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas), sehingga masih terdapat variabel lain yang berpotensi memengaruhi kebijakan hutang namun tidak dimasukkan, seperti struktur kepemilikan, risiko bisnis, maupun pertumbuhan penjualan.
- Objek penelitian terbatas pada perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sehingga hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan untuk semua sektor industri atau perusahaan non-BUMN.

Berdasarkan hasil penelitian dan keterbatasan yang ada, maka beberapa saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

- Bagi perusahaan BUMN, disarankan untuk lebih berhati-hati dalam menggunakan utang sebagai instrumen pendanaan, terutama ketika pertumbuhan laba meningkat. Penggunaan utang harus disertai dengan analisis risiko dan strategi pengelolaan beban bunga agar tidak mengganggu stabilitas keuangan perusahaan.
- Bagi investor, hasil penelitian ini dapat menjadi pertimbangan dalam mengevaluasi kinerja keuangan BUMN. Investor perlu memperhatikan profitabilitas dan ukuran perusahaan sebagai indikator penting dalam menilai kebijakan hutang.
- Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk menambahkan variabel lain seperti struktur kepemilikan, risiko bisnis, maupun faktor makroekonomi (inflasi, suku bunga, dan nilai tukar)

agar hasil penelitian lebih komprehensif. Selain itu, penggunaan metode campuran (mixed methods) dapat memberikan gambaran yang lebih mendalam mengenai kebijakan hutang. Penelitian selanjutnya juga dapat memperluas objek penelitian ke sektor lain di BEI atau memperpanjang periode pengamatan sehingga hasil penelitian lebih komprehensif.

Referensi

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Boston: Cengage Learning.
- Cantika, A., & Darto, D. (2024). The mechanism of good corporate governance, company size, and leverage on the value of Indonesian state-owned enterprises. *Jurnal Ilmiah Bisnis dan Ekonomi Asia*.
- Dewi, N., & Suhendra, I. (2021). Liquidity and leverage policy: Empirical evidence from Indonesian firms. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 12(2), 255–270.
- Dewi, R., & Syafitri, M. (2020). Pengaruh likuiditas dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmu Ekonomi dan Bisnis*, 8(2), 101–110.
- Fitri, N., & Prasetyo, Y. (2022). Growth opportunity and capital structure: Evidence from Indonesia. *Journal of Finance and Banking Review*, 7(2), 33–45.
- Frank, M. K., & Goyal, R. (2021). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Journal of Financial Economics*, 142(3), 715–740.
- Gitman, P., & Zutter, C. (2020). *Principles of managerial finance* (16th ed.). London: Pearson.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2021). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 26* (10th ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Halim, J. (2022). State-owned enterprises and debt management: A policy review. *Journal of Indonesian Financial Studies*, 5(2), 145–160.
- Hartono, A. W. (2022). *Teori portofolio dan analisis investasi* (12th ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Husnan, S. (2015). *Manajemen keuangan teori dan penerapan* (6th ed.). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Investopedia. (2015). Capital structure theory: What it is in financial management. <https://www.investopedia.com>
- Investopedia. (2015). How do bankruptcy costs affect a company's capital structure? <https://www.investopedia.com>
- Investopedia. (2015). Which financial principles help companies choose capital structure? <https://www.investopedia.com>
- Investopedia. (2023). Return on assets (ROA): Definition, formula, and example. <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>
- 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.
- Jibeka. (2022). Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmiah Manajemen dan Bisnis*, 16(1), 25–34. <https://jibeka.asia.ac.id/index.php/jibeka/article/view/2366>
- Kaplan, R., & Norton, D. (2021). Profitability and performance measures revisited. *Accounting Horizons*, 35(3), 57–72.
- Kementerian BUMN. (2023). *Laporan kinerja BUMN tahun 2023*. <https://www.bumn.go.id>
- Kurniawan, A., & Surya, M. (2021). Faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal pada perusahaan publik. *Jurnal Riset Keuangan dan Investasi*, 5(3), 22–32.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Noor, T., Sinaga, B., & Maulana, T. N. (2023). Testing on pecking order theory and analysis of company's characteristic effects on emittent's capital structure. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship*, 9(2).
- Nugroho, F., & Sari, L. (2022). Pengaruh profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Publik*, 5(4), 57-65.
- Oktaviyanti, I., & Sumartik, S. (2021). The pecking order theory perspective in the study of company capital structure (Study on manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange). *JBMP: Jurnal Bisnis, Manajemen, dan Perbankan*.
- Pratama, B., & Rosdiana, D. (2022). Profitabilitas, ukuran perusahaan, dan kebijakan hutang. *Jurnal Bisnis, Manajemen, dan Perbankan*, 8(2), 145-157. <https://jbmp.umsida.ac.id>
- Pratama, S., & Rosdiana, N. (2022). Profitability, firm size, and leverage: Evidence from Indonesia. *International Journal of Business and Society*, 23(2), 389-403.
- Putri, D., & Yulianto, E. (2021). Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan terbuka. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, 16(1), 74-83.
- Rahman, M., & Lestari, R. (2023). Profitability and capital structure: A study on energy sector companies in Indonesia. *Indonesian Journal of Business Finance*, 9(1), 11-23.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2022). *Essentials of corporate finance* (11th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Sari, A. P., & Nugroho, W. (2023). Profitability and debt policy in infrastructure companies: Evidence from Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Agribisnis*, 20(3), 233-244. <https://journal.ipb.ac.id>
- Sari, R., & Prasetyo, D. (2021). Firm growth, liquidity, and leverage: Evidence from Indonesia. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(2), 145-160.
- Saunders, D., Lewis, P., & Thornhill, A. (2023). *Research methods for business students* (9th ed.). Harlow: Pearson.
- Tong, T. W., & Reuer, J. (2021). Strategic implications of profit growth and variability: Evidence from emerging markets. *Strategic Management Journal*, 42(4), 701-723.
- Wikipedia. (2025). Trade-off theory of capital structure. <https://en.wikipedia.org>
- Wulandari, D., & Hadi, R. A. (2021). Analisis pengaruh likuiditas, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 25(1), 44-55.