



Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics*

Naufal Alief Yulianto*, Ulil Hartono

Universitas Negeri Surabaya

*Email korespondensi: naufal.21119@mhs.unesa.ac.id

Abstract

This study aims to analyse the influence of asset structure, managerial ownership, institutional ownership, business risk, free cash flow, and non-debt tax shield on debt policy. The population in this study comprises 37 companies in the transportation and logistics sector listed on the IDX from 2019 to 2023, with a sample of 24 companies selected through purposive sampling. Panel data regression analysis was chosen as the data analysis technique in this study by utilising STATA 17 software. The test results show that asset structure has no effect on debt policy, managerial ownership has a negative effect on debt policy, institutional ownership has a negative effect on debt policy, business risk has a negative effect on debt policy, free cash flow has no effect on debt policy, and non-debt tax shield has a positive effect on debt policy. Therefore, companies can consider managerial ownership, institutional ownership, business risk, and non-debt tax shield because these variables can affect the level of debt that the company uses as a source of funding.

Keywords: asset structure; business risk; debt policy; free cash flow; non-debt tax shield.

<https://doi.org/10.26740/jim.v13n2.p316-330>

Received: April 17, 2025; Revised: Mei 1, 2025; Accepted: June 11, 2025; Available online: June 25, 2025
Copyright © 2025, The Author(s). Published by Universitas Negeri Surabaya. This is an open access article under the CC-BY International License (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

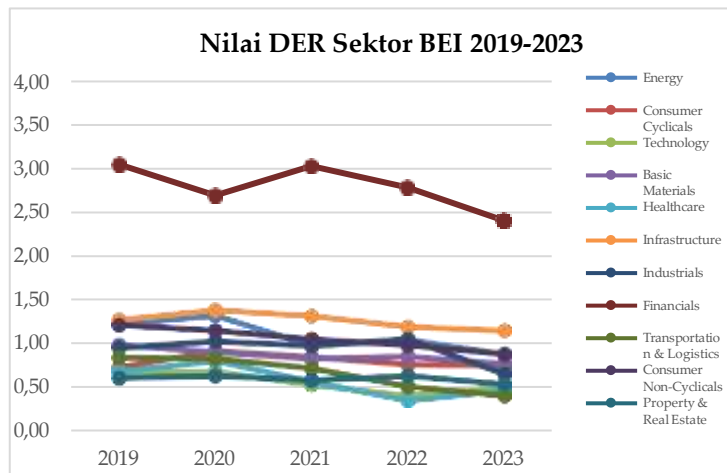
Pendahuluan

Suatu perusahaan didirikan dengan tujuan untuk meningkatkan nilainya melalui kesejahteraan pemegang saham di samping menghasilkan laba yang maksimal (Sunardi *et al.*, 2020). Tentu saja untuk mencapai tujuan tersebut diperlukan pendanaan yang cukup guna mendukung kegiatan ekspansi dan operasional perusahaan salah satunya bersumber dari utang. Dalam mengambil keputusan pendanaan, perusahaan sering kali menghadapi konflik keagenan. Salah satu upaya perusahaan dalam memecahkan permasalahan keagenan adalah melalui kebijakan utang (Afiah *et al.*, 2023). Namun, penggunaan utang dalam jumlah besar juga akan meningkatkan risiko kebangkrutan akibat gagal bayar (Stephanie & Viriany, 2021).

Kebijakan utang atau bisa juga disebut *leverage* merupakan strategi yang digunakan oleh manajemen perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal dari pinjaman atau utang guna membiayai kegiatan operasional perusahaan yang sedang berjalan (Li *et al.*, 2023). Melalui kebijakan utang, manajer perusahaan dapat menentukan proporsi nilai utang yang digunakan sebagai sumber pendanaan (Safitri & Asyik, 2015). Diperlukan kehati-hatian perusahaan dalam memutuskan setiap kebijakan pendanaan termasuk penggunaan utang dikarenakan adanya risiko likuiditas serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan (Sari & Wirajaya, 2017).

Kebijakan utang sangat perlu diambil oleh manajer apabila suatu perusahaan akan melaksanakan ekspansi karena dapat meningkatkan nilai perusahaan (Chashmum *et al.*, 2023). Manajemen cenderung lebih memilih menggunakan utang daripada menerbitkan saham untuk pendanaan dengan jumlah besar dikarenakan biaya yang dikeluarkan untuk mengambil utang tidak sebesar biaya untuk menerbitkan saham (Brigham & Gapenski, 1997). Kebijakan utang atau *leverage* dapat digambarkan melalui *Debt*

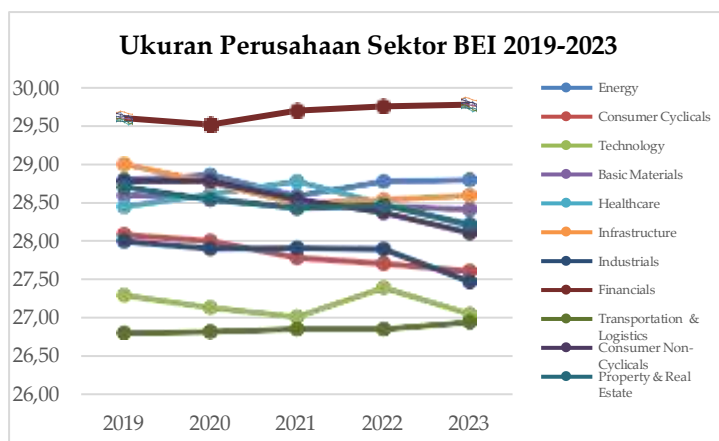
to *Earning Ratio* (DER) sebagai salah satu cara untuk mengidentifikasi seberapa banyak utang atau pinjaman yang digunakan perusahaan utang dalam modalnya (Brigham & Houston, 2022). Apabila nilai DER yang dimiliki perusahaan semakin besar maka tingkat penggunaan utang perusahaan juga semakin besar dan begitu pun sebaliknya (Van Horne & Wachowicz, 2008).



Sumber: IDX Statistics (Data diolah, 2024)

Gambar 1. Nilai DER sektor Bursa Efek Indonesia (BEI) 2019-2023

Gambar 1 menunjukkan nilai rata-rata DER perusahaan pada sektor-sektor yang tercatat di BEI tahun 2019-2023. Setiap sektor menunjukkan perubahan nilai DER yang berbeda-beda baik dalam peningkatan maupun penurunan di setiap tahunnya. Di antara 11 sektor terdapat 1 sektor yang selalu mengalami penurunan nilai rata-rata DER dari tahun ke tahun yakni sektor *transportation & logistics*. Di tahun 2019 nilai DER sektor *transportation & logistics* sebesar 0,84 kemudian di tahun 2020 menurun sebesar 1% menjadi 0,83. Lalu pada tahun 2021, kembali menurun sebesar 13% menjadi 0,71 lalu turun lagi di tahun 2022 sebesar 30% sehingga menjadi 0,50. Kemudian pada tahun 2023 nilai rata-rata DER sektor *transportation & logistics* sebesar 0,40 yang mana ini turun sebesar 20% dari tahun sebelumnya.



Sumber: IDX Statistics (Data Diolah, 2024)

Gambar 2. Ukuran Perusahaan Sektor BEI 2019-2023

Gambar 2 menunjukkan ukuran perusahaan sektor BEI tahun 2019-2023 yang menunjukkan pergerakan fluktuatif. Seluruh sektor selama 5 tahun mengalami peningkatan dan juga penurunan ukuran perusahaan, tetapi sektor *transportation & logistics* mengalami peningkatan ukuran perusahaan setiap tahunnya. Tahun 2019 ukuran perusahaan sektor *transportation & logistics* sebesar 26,81 lalu meningkat menjadi 26,82 pada tahun 2020. Pada tahun 2021 ukuran perusahaan mengalami peningkatan lagi menjadi 26,86 dan tidak berubah pada 2022. Kemudian pada tahun 2023 ukuran perusahaan sektor *transportation & logistics* meningkat lagi menjadi 26,95. Ukuran perusahaan

mempunyai korelasi positif dengan kebijakan utang di mana perusahaan yang besar akan mempunyai tingkat utang yang tinggi (Sunardi *et al.*, 2020). Hal tersebut karena perusahaan besar cenderung dipermudah untuk menjangkau pasar modal dan mendapatkan pinjaman sebab didukung oleh kepemilikan aset yang besar untuk dijadikan jaminan dalam mendapatkan utang atau pinjaman (Pribadi *et al.*, 2024). Hal tersebut tidak sejalan dengan data yang disajikan di mana nilai DER sektor *transportation & logistics* mengalami penurunan dari tahun ke tahun sedangkan ukuran perusahaannya cenderung meningkat setiap tahun. Sehingga di sini dapat dilihat terjadi kesenjangan fenomena pada sektor *transportation & logistics* sehingga dipilihlah sektor *transportation & logistics* sebagai objek dalam penelitian ini dengan periode 2019-2023.

Pada penelitian terdahulu terdapat beberapa faktor atau variabel yang dapat mempengaruhi kebijakan utang perusahaan dengan hasil yang bervariasi. Salah satu variabel yang dipercaya dapat memberikan pengaruh terhadap kebijakan utang adalah struktur aset. Struktur aset perusahaan adalah perbandingan atau keseimbangan aset lancar dan aset tetapnya. Salah satu cara untuk mengidentifikasi jumlah agunan yang dimiliki perusahaan adalah melalui struktur asetnya (Sari & Setiawan, 2021). Semakin besar kepemilikan aset maka diharapkan perusahaan dapat menghasilkan laba yang stabil (Suharti & Huda, 2020). Hasil pengujian yang dilakukan Leon (2022) menemukan pengaruh positif dari struktur aset terhadap kebijakan utang perusahaan. Berbeda dengan Nurdani dan Rahmawati (2020) yang menyatakan terdapat pengaruh negatif antara struktur aset dengan kebijakan utang perusahaan. Perbedaan hasil juga ditemukan oleh Feryyanshah dan Sunarto (2022) dengan hasil tidak terdapat pengaruh dari struktur aset terhadap kebijakan utang.

Terdapat variabel lain yang diyakini dapat memberikan pengaruh terhadap kebijakan utang yakni kepemilikan manajerial. Manajer yang mempunyai saham perusahaan akan dipandang sebagai manajer yang bertanggung jawab sebagai pengambil keputusan sekaligus pemegang saham (Herninta, 2019). Menurut Albart *et al.* (2020), terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan *leverage*. Perbedaan hasil penelitian diperoleh Sudarsi *et al.* (2022) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Temuan yang tidak selaras juga dinyatakan oleh Zurriah dan Sembiring (2018) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.

Variabel lainnya yang diperkirakan dapat mempengaruhi kebijakan utang adalah kepemilikan institusional. Kepemilikan saham oleh suatu lembaga atau institusi disebut kepemilikan institusional. Tingkat kepemilikan saham institusional yang besar dapat mempengaruhi keputusan yang dibuat oleh manajer serta dapat melaksanakan pengawasan yang lebih maksimal (Pribadi *et al.*, 2024). Melihat pada hasil uji yang dilaksanakan oleh Thomas *et al.* (2022) bahwasanya terdapat pengaruh positif dari kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Perbedaan temuan dikemukakan oleh Purwaningsih dan Gulo (2021) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada kebijakan utang. Terdapat hasil penelitian yang tidak sejalan oleh Leon (2022) di mana dinyatakan kepemilikan institusional tidak mempengaruhi kebijakan utang.

Penggunaan variabel lainnya yang dinilai dapat mempengaruhi kebijakan utang yakni risiko bisnis. Risiko bisnis terjadi apabila perusahaan tidak dapat menutupi biaya operasionalnya (Berk & DeMarzo, 2024). Mengacu pada penelitian oleh Aregawi *et al.* (2018), risiko bisnis berpengaruh positif pada *leverage*. Perbedaan hasil ditemukan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan pengaruh negatif dari risiko bisnis terhadap kebijakan utang perusahaan (Sari & Wirajaya, 2017). Hasil uji lainnya menyebutkan perbedaan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* (Chadha & Sharma, 2015).

Free cash flow termasuk faktor dipercaya mempengaruhi kebijakan utang. *Free cash flow* merupakan sisa dana yang tersedia sesudah perusahaan melaksanakan kegiatan operasi dan investasi. Berdasarkan hasil penelitian Wibowo dan Lusy (2021) menyatakan pengaruh positif dari *free cash flow* terhadap kebijakan utang. Penelitian lain menemukan perolehan yang sebaliknya yakni *free cash flow* mempunyai korelasi negatif dengan kebijakan utang (Feryyanshah & Sunarto, 2022). Hasil berbeda

juga ditemukan bahwa tingkat *free cash flow* tidak selalu mempengaruhi perusahaan dalam melaksanakan utang (Zurriah & Sembiring, 2018).

Non-debt tax shield juga dipercaya dapat mempengaruhi kebijakan utang. *Non-debt tax shield* diartikan sebagai pengurangan pajak perusahaan dengan adanya biaya selain dari utang misalnya seperti depresiasi. Dengan adanya keuntungan pajak dari biaya depresiasi, perusahaan yang mempunyai tingkat penyusutan yang besar biasanya akan memilih untuk mengurangi utang (Dawud, 2019). Pengujian yang dilakukan oleh Chadha dan Sharma (2015) menguraikan hasil bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap *leverage*. Berbanding terbalik dengan hasil pengujian Zafar *et al.* (2019) yang berpendapat bahwasanya *non-debt tax shield* berpengaruh negatif pada *leverage*. Hasil penemuan yang tidak selaras didapatkan Dakua (2019) di mana *non-debt tax shield* tidak mempengaruhi *leverage*.

Berdasarkan adanya *research gap* dari penelitian sebelumnya yang sudah diuraikan maka penelitian ini difokuskan untuk melaksanakan uji terkait faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* di BEI tahun 2019-2023. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko bisnis, *free cash flow*, dan *non-debt tax shield* terhadap kebijakan utang.

Kajian Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Pecking Order Theory

Pecking order theory digunakan dalam pembuatan keputusan perusahaan dalam hal pendanaan secara hierarki (Myers, 1984). Berdasarkan teori ini, perusahaan sering kali menggunakan pendanaan dari sumber internal terlebih dahulu melalui laba ditahan dan jika masih belum tercukupi akan beralih ke sumber pendanaan eksternal seperti utang. Pembiayaan yang paling murah bersumber dari internal sedangkan pembiayaan dari sumber eksternal yang paling murah adalah utang. Perusahaan akan menggunakan sumber dana internal sebagai pembiayaan dengan asumsi dana tersebut cukup untuk mendanai investasi perusahaan sementara perusahaan yang mempunyai keterbatasan dalam sumber dana internal akan lebih bergantung pada utang (Brooks, 2015). Myers dan Majluf (1984) mengembangkan *pecking order theory* berdasarkan pada asimetri informasi antara pemangku kepentingan internal dengan penyedia eksternal perusahaan. Diyakini bahwa manajemen mempunyai pemahaman yang lebih baik tentang prospek masa depan perusahaan, yang membuat mereka sulit meyakinkan investor eksternal bahwa mereka tidak akan membayar terlalu mahal untuk saham tersebut.

Trade Off Theory

Trade off theory menjelaskan cara perusahaan menentukan kombinasi optimal antara pembiayaan melalui utang dan ekuitas. Teori ini dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat dan biaya utang untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Manfaat utama pembiayaan utang adalah perlindungan pajak (*tax shield*) yang diberikan. Pembayaran bunga atas utang dapat mengurangi pendapatan kena pajak perusahaan sehingga meningkatkan laba setelah pajak. Selain itu, utang dapat berfungsi sebagai mekanisme pendisiplinan bagi manajer, mengurangi biaya agensi yang terkait dengan arus kas bebas dan menyamakan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajerial (Harris & Raviv, 1991).

Agency Theory

Agency theory ialah konsep dasar dalam bisnis yang menerangkan hubungan antara pihak prinsipal (pemegang saham) dengan agen (manajer). Ketika pihak prinsipal mempekerjakan agen untuk memberikan suatu layanan dan kemudian memberikan agen tersebut kewenangan dalam pengambilan keputusan, maka terjadilah suatu hubungan keagenan (Jensen & Meckling, 1976). *Agency theory* membahas konflik kepentingan yang dapat muncul ketika agen diharapkan bertindak wajar untuk kepentingan prinsipal. Ketidakselarasan tindakan yang diambil oleh agen untuk mendahulukan kepentingan pribadi di atas kepentingan prinsipal dapat menyebabkan konflik yang biasa disebut *agency conflict* atau masalah keagenan. Menurut *agency theory*, sistem pengawasan yang dapat menyamakan

setiap kepentingan memungkinkan untuk meminimalisir terjadinya konflik antara prinsipal dan agen (Zurriah & Sembiring, 2018).

Kebijakan Utang

Kebijakan utang ialah prosedur yang digunakan manajemen perusahaan untuk memutuskan cara membiayai kegiatan perusahaan menggunakan sumber pendanaan eksternal, seperti meminjam uang melalui utang (Leon, 2022). Tingkat penggunaan utang perusahaan dapat dilihat dari nilai *Debt to Asset Ratio* (DAR) yang menggambarkan ukuran perusahaan menggunakan utang dalam membiayai aset yang digunakan untuk kegiatan usahanya. Perhitungan DAR menurut Kasmir (2010) dapat dirumuskan dalam rumus (1).

$$DAR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(1)$$

Struktur Aset

Struktur aset digambarkan sebagai komposisi aset tetap terhadap total aset. Tingkat kepemilikan aset tetap dapat menunjang perusahaan dalam melaksanakan kegiatan operasionalnya. Semakin besar kepemilikan aset tetap maka diharapkan perusahaan dapat menghasilkan laba yang stabil (Suharti & Huda, 2020). Weston dan Brigham (2005) menjelaskan bahwa struktur aset dapat diketahui melalui *Fixed Asset Ratio* dalam rumus (2).

$$FAR = \frac{\text{Total Aset Tetap}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(2)$$

Kepemilikan Manajerial

Persentase saham perusahaan yang dipegang oleh pihak manajemen atau internal perusahaan disebut sebagai kepemilikan manajerial. Hal tersebut mencakup sejauh mana manajer terlibat sebagai pemegang saham dan dapat mempengaruhi keputusan dan kinerja perusahaan (Matemilola *et al.*, 2018). Untuk mempresentasikan tingkat kepemilikan manajerial dapat menggunakan persamaan dalam rumus (3) (Farhangdoust *et al.*, 2020).

$$MOWN = \frac{\text{Jumlah Saham Manajemen}}{\text{Jumlah Saham}} \dots\dots\dots(3)$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merujuk pada saham yang dipegang oleh institusional meliputi dana pensiun, perusahaan investasi, perusahaan asuransi, bank komersial, dan lembaga keuangan besar lainnya (Leon, 2022). Ketika terdapat persentase kepemilikan institusional yang tinggi pada saham suatu perusahaan, maka manajemen dapat diarahkan untuk memenuhi harapan pemegang saham lainnya (Afiah *et al.*, 2023). Salehi *et al.* (2017) menyatakan kepemilikan institusional dapat dihitung menggunakan persamaan dalam rumus (4).

$$MOWN = \frac{\text{Jumlah Saham Institusi}}{\text{Jumlah Saham}} \dots\dots\dots(4)$$

Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan risiko yang harus diwaspadai oleh perusahaan karena risiko ini bukan berasal dari utang, melainkan akibat dari kegiatan operasional yang dilaksanakan perusahaan (Hamidah, 2016). Menurut Brigham dan Houston (2022), ketidakpastian mengenai perkiraan keuntungan atau laba perusahaan di masa mendatang merupakan sumber risiko yang berkaitan dengan pelaksanaan bisnis. Menurut Ratri dan Christiani (2017), risiko bisnis dihitung melalui *Basic Earning Power Ratio* (BEPR) yang dijelaskan dalam rumus (5).

$$BEPR = \frac{EBIT}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(5)$$

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan sisa kas yang dapat dibayar kepada kreditur atau investor perusahaan sesudah digunakan untuk membiayai investasi produk baru dan aset tetap perusahaan serta modal kerja guna menutup biaya operasional yang sedang berlangsung (Brigham & Houston, 2022). Wibowo dan Lusy (2021) merumuskan perhitungan *free cash flow* seperti dalam rumus (6).

$$FCF = \frac{\text{Operating Cash Flow} - \text{CAPEX} - \text{Change in NWC}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(6)$$

Non-debt Tax Shield

Non-debt tax shield atau perlindungan pajak non-utang merujuk pada pengurangan pajak atas manfaat yang dapat digunakan perusahaan untuk mengurangi kewajiban pajaknya tanpa menimbulkan utang tambahan. Rasio depresiasi terhadap total aset dapat digunakan untuk menjelaskan *non-debt tax shield* karena tingkat biaya penyusutan yang lebih tinggi mengurangi jumlah penghasilan kena pajak, yang menyebabkan perusahaan untuk menggunakan lebih sedikit utang (Moradi & Paulet, 2018). Zafar *et al.* (2019) merumuskan rasio untuk menghitung *non-debt tax shield* dengan persamaan dalam rumus (7).

$$NDTS = \frac{\text{Depresiasi}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(7)$$

Pengaruh antar Variabel

Aset tetap didefinisikan sebagai aset berwujud jangka panjang yang dapat dimanfaatkan untuk memenuhi kebutuhan operasional suatu bisnis (Wijaya & Hastuti, 2024). Perusahaan dengan aset tetap yang fleksibel dapat memanfaatkannya sebagai agunan dalam mengambil pinjaman (Sari & Setiawan, 2021). Kreditur cenderung akan lebih percaya untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki banyak aset berwujud karena dianggap memiliki risiko kebangkrutan yang rendah (Dakua, 2019). Secara teoritis, besarnya persentase struktur aset menunjukkan kecukupan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional sehingga mengurangi utang (Nurdani & Rahmawati, 2020). Perusahaan yang mempunyai modal tertanam dalam aset tetap akan menggunakan pinjaman hanya sebagai pelengkap dan mengutamakan penggunaan sumber daya sendiri untuk memenuhi kebutuhan modalnya (Oktavina *et al.*, 2018). Tingkat aset tetap yang besar dalam perusahaan akan membuat perusahaan menghasilkan laba yang stabil untuk membiayai operasinya sehingga cenderung mengurangi utang.

H1: Struktur aset mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023.

Manajer yang berpartisipasi dalam kepemilikan manajerial mempunyai banyak tanggung jawab dan risiko sebagai pemegang saham sekaligus manajer (Dewindri & Subowo, 2017). Salah satu manfaat dari manajer yang juga merupakan pemegang saham adalah dapat membantu manajer dalam membuat pilihan yang menjaga tingkat utang perusahaan tetap rendah (Khafid *et al.*, 2020). Hal tersebut dikarenakan manajer yang juga memiliki saham akan mengurangi sikap oportunistis manajer dan akan mempertimbangkan segala keputusan termasuk dalam pendanaan karena mereka juga akan ikut merasakan dampaknya. Perusahaan dengan mayoritas kepemilikan manajerial cenderung mengoptimalkan penggunaan pendapatan dibandingkan dengan menggunakan utang dalam pembiayaan operasional (Purwaningsih & Gulo, 2021). Namun, peningkatan kepemilikan manajerial juga akan membuat kreditur lebih percaya pada kredibilitas dan komitmen manajemen sehingga membuka akses pendanaan yang lebih besar (Albart *et al.*, 2020).

H2: Kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023.

Kepemilikan institusional berperan sebagai pihak yang mengawasi pihak manajerial (Safitri & Asyik, 2015). Fungsi pengawasan akan menjadi semakin efektif apabila persentase kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan semakin besar. Ini mengarah pada peningkatan kontrol atas keputusan yang

dibuat oleh manajer, termasuk penggunaan kebijakan utang (Utami & Ngumar, 2019). Dalam hal ini, kepemilikan institusional akan mengurangi tindakan oportunis oleh manajer dalam menggunakan utang, karena investor institusional secara tidak langsung terlibat dalam memantau semua tindakan yang dilaksanakan oleh manajer dalam menggunakan kebijakan utang (Syavia *et al.*, 2022).

H3: Kepemilikan institusional mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023.

Salah satu faktor utama yang dipertimbangkan perusahaan ketika memilih sumber pendanaan mereka, terutama ketika memutuskan apakah akan mengambil utang, adalah risiko bisnis (Sari & Wirajaya, 2017). Perusahaan biasanya akan menghindari utang ketika risiko bisnis sedang tinggi karena dapat meningkatkan risiko likuiditas. Berdasarkan *trade off theory*, perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi cenderung menggunakan utang lebih sedikit karena menggunakan utang yang terlalu banyak dapat meningkatkan beban bunga yang dapat menyebabkan kebangkrutan bagi perusahaan jika tidak mampu membayar kewajibannya (Brealey & Myers, 1991). Namun, Sari dan Setiawan (2021) menyatakan bahwa semakin tinggi risiko bisnis akan meningkatkan utang perusahaan karena perusahaan dengan risiko bisnis tinggi dipandang oleh kreditor akan dapat menghasilkan keuntungan yang tinggi pula.

H4: Risiko bisnis mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023.

Perusahaan dengan arus kas bebas dalam jumlah signifikan biasanya mempunyai tingkat utang yang tinggi, khususnya jika menyangkut perusahaan yang mempunyai peluang investasi terbatas. Tujuan dari utang yang tinggi adalah untuk mengurangi kemungkinan masalah keagenan yang timbul dari arus kas bebas (Rofika & Oktari, 2019). Pembentukan utang juga bisa mengatasi dugaan pemborosan dengan mengurangi keinginan manajemen menggunakan arus kas bebas untuk membiayai proyek yang tidak mendatangkan keuntungan (Zurriah & Sembiring, 2018). Namun, pada perusahaan dengan kondisi keuangan yang sehat cenderung akan menggunakan *free cash flow* yang tersedia untuk berinvestasi dan juga meningkatkan kesejahteraan pemegang saham sehingga tidak perlu lagi mengambil utang karena sudah memiliki dana internal yang cukup (Feryyanshah & Sunarto, 2022).

H5: *Free cash flow* mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistic* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023.

Non-debt tax shield (NDTS) merujuk pada perlindungan atau pengurangan pajak perusahaan atas biaya di luar utang. Biaya tersebut seperti depresiasi, amortisasi, penelitian dan pengembangan, kredit pajak investasi, dan lain sebagainya dapat mengurangi laba akhir sebelum bunga dan pajak (EBIT) serta memberikan penghematan pajak (Moradi & Paulet, 2018). NDTS dapat dijadikan pengganti peran manfaat pajak dari utang di mana perusahaan yang memiliki biaya non utang yang tinggi misalnya biaya depresiasi, dapat memilih untuk menggunakan lebih sedikit utang (Dakua, 2019). Ketika perusahaan meningkatkan NDTS mereka, manfaat marginal dari utang tambahan menurun, yang mengarah ke tingkat utang optimal yang lebih rendah. Namun, *non-debt tax shield* yang tinggi juga akan meningkatkan utang perusahaan dikarenakan semakin tinggi biaya depresiasi menandakan semakin besar aset tetap perusahaan yang dapat dijamin sehingga perusahaan dapat lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman dari kreditor (Kebede, 2024).

H6: *Non-debt tax shield* mempengaruhi kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023.

Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif yang bersifat kausal untuk menguji hubungan sebab akibat dari variabel independen terhadap kebijakan utang sebagai variabel dependen. Penelitian ini memanfaatkan data sekunder yang dikumpulkan secara dokumentasi dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan yang diambil dari situs resmi perusahaan dan juga dari situs web resmi BEI (<https://www.idx.co.id/id>). Populasi yang digunakan perusahaan sektor *transportation & logistics* di BEI periode 2019-2023 sebanyak 37 perusahaan yang diseleksi dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan yaitu perusahaan yang terdaftar dalam sektor *transportation & logistics* serta mengeluarkan laporan keuangan atau tahunan selama 5 tahun berturut-turut yakni periode 2019-2023 sehingga diperoleh sampel 24 perusahaan. Penelitian ini menggunakan analisis data melalui statistik deskriptif dan regresi data panel dengan memanfaatkan *software* STATA versi 17.

Hasil Penelitian

Hasil Statistik Deskriptif

Tabel 1 menampilkan banyaknya data observasi atau *n (obs)*, *mean*, standar deviasi, nilai minimal, dan nilai maksimal dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Hasil *mean* DAR adalah 0,5583 yang berarti sebesar 55,83% dari total aset perusahaan didanai oleh utang di mana nilai tersebut mencerminkan ketergantungan yang tinggi pada pembiayaan utang. Hasil rata-rata FAR senilai 0,5564 yang berarti rata-rata perusahaan mempunyai aset tetap sebesar 55,64% dari total aset yang dimiliki. Kepemilikan manajerial (MOWN) memiliki nilai *mean* yakni 0,0672 yang berarti rata-rata kepemilikan saham oleh pihak manajerial perusahaan sebesar 6,72% dari jumlah saham beredar perusahaan. Kepemilikan institusional (IOWN) memiliki nilai rata-rata senilai 0,6032 yang artinya kepemilikan saham institusional perusahaan yang terdaftar dalam sampel penelitian ini rata-rata sebesar 60,32% dari keseluruhan saham beredar perusahaan. Nilai rata-rata dari BEPR diperoleh 0,0085 sehingga dapat diartikan rata-rata efektivitas perusahaan sampel dalam menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) adalah sebesar 0,85% dari total aset. Variabel *free cash flow* (FCF) memiliki nilai *mean* sebesar -0,0436 yang memperlihatkan bahwasanya rata-rata perusahaan dalam sampel mengalami defisit kas sebesar -4,36% dari total aset yang dimiliki. Hasil *mean* dari *non-debt tax shield* (NDTS) senilai 0,6964 yang berarti bahwa perusahaan sampel dalam penelitian ini rata-rata mencatatkan biaya depresiasi sebesar 69,64% dari total asetnya.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

<i>Variable</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
DAR	120	0,5583	0,5013	0,0303	3,1386
FAR	120	0,5564	0,2696	0,0035	0,9359
MOWN	120	0,0672	0,1343	0	0,6018
IOWN	120	0,6032	0,2736	0	0,9841
BEPR	120	0,0085	0,2803	-1,5383	1,9791
FCF	120	-0,0436	0,3564	-3,0709	0,6515
NDTS	120	0,0696	0,0503	0,0029	0,3582

Sumber: STATA 17 (Data Diolah, 2025)

Hasil Pemilihan Model Estimasi

Terdapat tiga jenis pengujian untuk memilih model estimasi, tahap pertama yaitu uji chow yang digunakan untuk memilih antara model estimasi *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM). Hasil uji chow menyatakan nilai $\text{prob} > F = 0,0000$ di mana nilai tersebut kurang dari 0,05 sehingga model terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Tahapan selanjutnya dilanjutkan melakukan uji hausman yang bertujuan untuk memilih antara model estimasi *Random Effect Model* (REM) atau *Fixed Effect Model* (FEM). Pada uji hausman diperoleh nilai $\text{prob} > \chi^2 = 0,0028$ di mana nilai tersebut

kurang dari 0,05 sehingga model estimasi yang terpilih yaitu *Fixed Effect Model* (FEM). Pengujian selanjutnya yaitu uji lagrange multiplier, tetapi karena pada dua pengujian sebelumnya sudah terpilih *Fixed Effect Model* (FEM) maka tidak perlu melakukan uji *lagrange multiplier* dan dilanjutkan untuk melakukan uji asumsi klasik.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Mengingat model estimasi terpilih adalah FEM, yang tidak mengadopsi metode *Generalized Least Square* (GLS) (Gujarati & Porter, 2008). Oleh sebab itu, uji asumsi klasik tetap diperlukan. Pengujian pertama yaitu uji multikolinearitas yang dilaksanakan untuk memeriksa korelasi antara variabel-variabel bebas dalam model regresi. Pada uji multikolinearitas diperoleh hasil yang memperlihatkan bahwasanya setiap variabel bebas mempunyai nilai VIF < 10 sehingga dinyatakan tidak terdapat korelasi pada variabel bebas atau dengan kata lain tidak terdapat gejala multikolinearitas. Selanjutnya yaitu uji heteroskedastisitas yang dilakukan untuk mengetahui adanya variasi residual antar observasi. Hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan nilai prob > chi2 = 0,0000 yang mana kurang dari 0,05, sehingga dinyatakan terdapat gejala heteroskedastisitas dalam model regresi. Untuk mengatasi hal ini, dilaksanakan perbaikan dengan menggunakan *robust standard error* pada uji signifikansi, yang nantinya akan dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan pada uji hipotesis.

Hasil Regresi Data Panel

Berdasarkan tabel 2 dapat diketahui bahwa variabel yang memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko bisnis, dan *non-debt tax shield*. Nilai konstanta (cons) sebesar 1,0352 yang berarti jika seluruh variabel independen mempunyai nilai sama dengan nol maka kebijakan utang (DAR) sama dengan 1,0352. Kepemilikan manajerial (MOWN) memiliki koefisien sebesar -0,5705 yang berarti setiap kenaikan 1 satuan pada kepemilikan manajerial akan mengakibatkan penurunan kebijakan utang (DAR) sebesar 0,5705 satuan jika variabel lain bernilai konstan. Kepemilikan institusional (IOWN) memiliki koefisien sebesar -0,9182 yang artinya apabila kepemilikan institusional meningkat 1 satuan, kebijakan utang (DAR) akan berkurang sebesar 0,9182 satuan dengan asumsi variabel lain bernilai konstan. Nilai koefisien dari risiko bisnis (BEPR) diketahui sebesar -0,2852 yang berarti setiap peningkatan 1 satuan pada risiko bisnis akan menyebabkan penurunan kebijakan utang (DAR) sebesar 0,2852 satuan apabila variabel lain bernilai tetap. Koefisien *non-debt tax shield* (NDTS) diperoleh senilai 6,5275 dapat diartikan apabila *non-debt tax shield* meningkat 1 satuan, kebijakan utang (DAR) akan meningkat sebesar 6,5275 satuan dengan asumsi variabel lain bernilai tetap.

Tabel 2. Regresi Data Panel

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Robust Std. Err.</i>	<i>Prob>F</i>	<i>P>[t]</i>	<i>R-squared</i>
FAR	-0,5991	0,3527		0,103	
MOWN	-0,5705	0,2665		0,043	
IOWN	-0,9182	0,1390		0,000	
BEPR	-0,2851	0,0936	0,0000	0,006	0,1936
FCF	0,0807	0,0750		0,293	
NDTS	6,5275	1,8470		0,002	
_cons	1,0352	0,1584		0,000	

Sumber: STATA 17 (Data Diolah, 2025)

Hasil Uji F

Dapat dilihat pada Tabel 2, diketahui nilai prob > F = 0,0000 yang mana kurang dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko bisnis, *free cash flow*, dan *non-debt tax shield* secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023.

Hasil Uji T

Hasil uji t ditunjukkan pada Tabel 2 di mana kepemilikan manajerial memiliki nilai signifikansi 0,043 kurang dari 0,05 dengan koefisien regresi sebesar -0,5705 sehingga dinyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional memiliki nilai signifikansi 0,000 kurang dari 0,05 dengan koefisien regresi sebesar -0,9182 sehingga dapat disimpulkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Risiko bisnis memiliki nilai signifikansi 0,006 kurang dari 0,05 dengan koefisien regresi sebesar -0,2852 yang mana berarti risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. *Non-debt tax shield* memiliki nilai signifikansi 0,002 kurang dari 0,05 dengan koefisien regresi sebesar 6,5275 sehingga dapat diartikan *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Sedangkan untuk dua variabel lainnya yaitu struktur aset dan *free cash flow* memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 sehingga dinyatakan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Hasil Uji Koefisien Determinasi

Nilai *R-squared* pada Tabel 2 yaitu sebesar 0,1936 yang berarti bahwa 19,36% kondisi kebijakan utang dapat dijelaskan oleh keenam variabel independen dalam penelitian ini sedangkan sisanya sebesar 80,64% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Pembahasan

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang

Hasil pengujian menunjukkan bahwa struktur aset yang diukur menggunakan FAR tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tidak menjadikan struktur aset sebagai acuan dalam keputusan untuk mengambil utang dikarenakan aset tetap hanya digunakan sebagai operasional perusahaan bukan untuk jaminan utang. Hal ini dikarenakan tidak semua kreditur tertarik jika aset tetap digunakan untuk melunasi utang (Ekaningtias, 2017). Hasil ini sejalan dengan penelitian dari Dakua (2019), Albart *et al.* (2020), Purwaningsih dan Gulo (2021), Sari dan Wirajaya (2017), Feryyanshah dan Sunarto (2022), serta Wijaya dan Hastuti (2024). Data perolehan penelitian ini didukung oleh data Batavia Prosperindo Trans Tbk. tahun 2019-2023 dengan nilai FAR yang bergerak fluktuatif selama 5 periode berturut-turut di mana besar kecilnya nilai FAR tidak menjadi penentu naik turunnya nilai DAR.

Temuan ini tidak sesuai dengan teori *pecking order*, yang berpendapat bahwa peningkatan proporsi aset tetap dalam struktur aset dapat mengurangi tingkat utang disebabkan karena aset tetap mampu mendukung operasional perusahaan secara optimal, menjaga stabilitas laba, dan mengurangi kebutuhan akan pendanaan tambahan melalui utang (Nurdani & Rahmawati, 2020). Perusahaan sektor *transportation & logistics* hendaknya mengoptimalkan kegiatan operasional dalam menghasilkan laba dengan aset tetap supaya dapat membiayai perusahaan dari dana internal dan terhindar dari risiko kesulitan keuangan akibat penggunaan utang yang besar.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

Perolehan hasil pengujian menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham lainnya, sehingga tentunya akan memiliki kepentingan dan bertindak selaras dengan pemegang saham lainnya sehingga konflik keagenan berkurang (Sudarsi *et al.*, 2022). Dengan demikian, manajer akan merasakan langsung manfaat dan kerugian dari keputusan yang mereka ambil termasuk risiko yang muncul akibat dari keputusan penggunaan utang seperti risiko gagal bayar atau kebangkrutan sehingga penggunaan utang akan menurun (Thesarani, 2017). Penelitian ini konsisten dengan temuan Chadha dan Sharma (2015) serta Sudarsi *et al.* (2022). Didukung dengan data perusahaan Blue Bird Tbk. tahun 2019-2020 di mana kepemilikan saham manajerial mengalami penurunan dengan diikuti nilai DAR yang mengalami peningkatan.

Perolehan tersebut selaras dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh pihak manajerial dalam perusahaan, semakin rendah kecenderungan mereka untuk bersikap oportunis. Perusahaan sektor *transportation & logistics* dapat merancang strategi keuangan yang

tidak terlalu bergantung pada utang, misalnya dengan mengoptimalkan laba ditahan atau mencari alternatif pembiayaan yang lebih aman. Selain itu, hendaknya perusahaan sektor *transportation & logistics* lebih meningkatkan transparansi dan pengawasan yang akan memungkinkan *stakeholder* memantau keputusan pendanaan dari manajerial dan memastikan keputusan tersebut tidak terlalu konservatif atau merugikan perusahaan akibat dari kecenderungan pihak manajerial pemegang saham yang terlalu menghindari penggunaan utang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan pengujian yang sudah dilaksanakan, kepemilikan institusional terbukti berpengaruh negatif pada kebijakan utang. Pengaruh negatif tersebut disebabkan karena adanya dorongan dan keterlibatan suara yang besar terhadap keputusan pendanaan menggunakan utang yang lebih optimal serta semakin kuat motivasi dari pihak institusional untuk lebih ketat dalam mengawasi aktivitas perusahaan jika kepemilikan saham institusional semakin besar dalam suatu perusahaan (Purwaningsih & Gulo, 2021). Hasil penelitian tersebut sejalan dengan penelitian dari Chadha dan Sharma (2015), Albart *et al.* (2020), Sudarsi *et al.* (2022), serta Afiah *et al.* (2023). Seperti tercermin pada data Temas Tbk. tahun 2019-2021 di mana kenaikan dan penurunan jumlah kepemilikan saham institusional diikuti dengan perubahan nilai DAR dengan arah berlawanan.

Pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang mendukung teori *agency* yang digunakan pada penelitian ini yang menjelaskan bahwasanya kepemilikan saham institusional dapat bertujuan untuk memantau perilaku manajemen di mana dengan adanya kontrol dan *monitoring* dapat mengurangi penggunaan utang karena biaya keagenan telah diambil alih dengan kepemilikan institusional (Rofika & Oktari, 2019). Perusahaan sektor *transportation & logistics* hendaknya dapat meningkatkan kualitas komunikasi dengan pemegang saham institusional misalnya melalui pertemuan rutin. Hal ini dikarenakan kepemilikan institusional memiliki fungsi *monitoring* yang kuat sehingga dengan komunikasi yang baik memungkinkan mereka memahami dan mendukung keputusan pendanaan perusahaan, serta memberikan masukan untuk optimalisasi komposisi pendanaan dalam struktur modal.

Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Utang

Hasil memperlihatkan adanya pengaruh negatif risiko bisnis yang pada penelitian ini diproksikan menggunakan *Basic Earning Power Ratio* (BEPR) terhadap kebijakan utang. Hal tersebut disebabkan ketika risiko bisnis yang dimiliki perusahaan tinggi maka manajer perusahaan akan mempertimbangkan hal tersebut dalam mengambil kebijakan utang untuk menghindari risiko gagal bayar, serta jika perusahaan mempunyai risiko bisnis yang tinggi maka kreditur juga enggan untuk memberi pinjaman sehingga utang akan cenderung menurun (Bandanuji & Khoiruddin, 2020). Temuan dalam penelitian ini sejalan dengan temuan dari pengujian sebelumnya dari Sari dan Wirajaya (2017), Dakua (2019), Zafar *et al.* (2019), Bandanuji dan Khoiruddin (2020), serta Rahmayeni & Rifa (2022). Didukung oleh data dari Mineralh Sumberdaya Mandiri Tbk. tahun 2019-2022 di mana kenaikan dan penurunan nilai BEPR diikuti dengan perubahan nilai DAR dengan arah berlawanan.

Pernyataan hasil ini mendukung teori *trade off* yang digunakan untuk menjelaskan hubungan risiko bisnis dengan kebijakan utang dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa perusahaan akan menghindari untuk mengambil tambahan utang apabila risiko bisnis tinggi dengan tujuan agar terhindar dari kesulitan keuangan (Zafar *et al.*, 2019). Perusahaan sektor *transportation & logistics* baiknya berhati-hati dalam mengambil kebijakan utang, manajer harus melihat risiko bisnis yang dimiliki perusahaan terlebih dahulu. Peningkatan efisiensi operasional dapat menjadikan perusahaan lebih optimal dalam menghasilkan laba operasional dan dapat berpotensi mengurangi penggunaan utang sebagai pembiayaan karena sudah mendapatkan cukup dana dari laba ditahan.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Utang

Pengujian yang sudah dilaksanakan menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak memengaruhi kebijakan utang. Hal tersebut dikarenakan besar kecilnya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tidak berdampak pada tingkat utang yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang memiliki mekanisme

pengawasan internal dan tata kelola perusahaan yang kuat dapat memitigasi masalah keagenan terkait *free cash flow* tanpa harus menggunakan utang sehingga mampu memastikan bahwa *free cash flow* digunakan secara optimal untuk kepentingan perusahaan (Detthamrong *et al.*, 2017). Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Zuriah dan Sembiring (2018), Nurdani dan Rahmawati (2020), serta Rahmayeni dan Rifa (2022). Temuan ini didukung oleh data dari perusahaan Trimuda Nuansa Citra Tbk. tahun 2019-2023 di mana besar kecilnya rasio FCF tidak menjadi penentu naik turunnya nilai DAR.

Temuan ini tidak mendukung *agency theory*, yang berargumen bahwa arus kas bebas yang besar dapat memicu konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik tersebut terjadi karena perusahaan berkeinginan menggunakan arus kas bebas untuk investasi atau pembiayaan, sedangkan pemegang saham menginginkan arus kas tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga manajer akan menggunakan utang sebagai upaya pengendalian *agency conflict*. Perusahaan sektor *transportation & logistics* tidak perlu terpacu pada jumlah arus kas bebas yang dimiliki dalam meningkatkan atau menurunkan tingkat utang perusahaan. Dengan ini perusahaan bisa lebih fleksibel dalam mengelola arus kas bebas untuk mendukung efisiensi operasional maupun untuk menunjang kebutuhan ekspansi tanpa mengaitkan dengan kebijakan utang yang akan diambil perusahaan.

Pengaruh *Non-debt Tax Shield* terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian, *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hal ini dikarenakan biaya depresiasi yang tinggi merepresentasikan besarnya aset tetap perusahaan, sehingga memberikan jaminan yang lebih besar yang akan mendorong perusahaan untuk meningkatkan utang (Sagita, 2023). Temuan dari pengujian ini memperkuat hasil penelitian terdahulu oleh Chadha dan Sharma (2015) dan Kebede (2024). Data yang mendukung hasil pengujian ini ditunjukkan oleh perusahaan Eka Sari Lorena Transport Tbk. tahun 2019-2023 di mana peningkatan dan penurunan rasio NDTs selalu diikuti dengan perubahan nilai DAR dengan arah yang sama.

Hasil ini tidak dapat membuktikan teori *trade off* yang digunakan dalam penelitian ini yang berpendapat bahwa perusahaan dengan manfaat pajak besar dari biaya non-utang akan mengurangi penggunaan utang sebagai upaya memangkas penghasilan kena pajak. Perusahaan sektor *transportation & logistics* dapat mengambil pendanaan dari utang sebab manfaat pajak dari biaya depresiasi yang besar dapat mengimbangi biaya bunga yang timbul dari penggunaan utang.

Kesimpulan, Keterbatasan Penelitian, dan Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Kesimpulan dari penelitian ini yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023. Peningkatan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional akan menurunkan tingkat utang perusahaan dan berlaku ke arah sebaliknya. Risiko bisnis yang semakin tinggi akan menyebabkan utang menurun dengan tujuan menghindari potensi masalah keuangan. *Non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang pada perusahaan sektor *transportation & logistics* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2023. Semakin tinggi rasio NDTs menandakan kepemilikan aset tetap perusahaan yang besar untuk dijadikan jaminan sehingga memudahkan mengambil utang.

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu rendahnya nilai *R-squared*, sehingga diharapkan penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel lain yang diperkirakan dapat mempengaruhi kebijakan utang seperti profitabilitas, kebijakan dividen, *firm size*, likuiditas, *firm growth*, kinerja keuangan, atau variabel lain yang masih jarang diteliti guna memperoleh nilai *R-squared* yang tinggi serta memperoleh model yang lebih efektif.

Daftar Pustaka

- Afiah, I., Uzliawati, L., & Muchlish, M. (2023). Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Hutang : Pendekatan Teori Agency. *Owner : Riset & Jurnal Akuntansi*, 7(4), 3267–3273. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i4.1647>
- Albart, N., Sinaga, B. M., Santosa, P. W., & Andati, T. (2020). The Effect of Corporate Characteristics on Capital Structure in Indonesia. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 23(1), 46–56. <https://doi.org/10.14414/jebav.v23i1.2153>
- Aregawi, H. T., Patnaik, B. C. M., & Satpathy, I. (2018). Determinants of leverage and its impact on firm performance-Ethiopian insurance industry. *International Journal of Mechanical Mechanical Engineering and Technology (IJMET)*, 9(13), 890–905. <http://www.iaeme.com/>
- Bandanuji, A., & Khoiruddin, M. (2020). Management Analysis Journal The Effect of Business Risk and Firm Size on Firm Value with Debt Policy as Intervening Variable Article Information. *Management Analysis Journal*, 9(2), 200–210. <http://maj.unnes.ac.id>
- Berk, J. B. ., & DeMarzo, P. M. . (2024). *Corporate Finance*. Pearson.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1991). *Principles of Corporate Finance*. McGraw Hill.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1997). *Financial Management : Theory and Practice* (8th ed.). The Dryden Press.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2022). *Fundamentals of Financial Management* (16th ed.). Cengage Learning. www.cengage.com/highered
- Brooks, R. M. (2015). *Financial Management: Core Concepts* (3rd ed.). Pearson.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Determinants of capital structure: an empirical evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 3–14. <https://doi.org/10.1108/JAMR-08-2014-0051>
- Chashmum, R., Jagravi, D., & Sari, J. (2023). The Effect of Sales Growth, Dividend Policy and Return on Assets on Debt Policy in Property and Real Estate Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in 2013 - 2017. *Journal of Geoscience, Engineering, Environment, and Technology*, 8(2), 169–175. <https://doi.org/10.25299/jgeet.2023.8.2.14494>
- Dakua, S. (2019). Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure. *International Journal of Finance and Economics*, 24(1), 427–436. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1671>
- Dawud, N. A. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Growth Opportunity, NDTs, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 8(2), 1–21.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(1), 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Dewindri, I. Y., & Subowo. (2017). Antacid Analysis of Debt Policy in Mining Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *Accounting Analysis Journal*, 6(2), 195–206. <http://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaj>
- Ekaningtias, D. (2017). The Effect of Managerial and Institutional Ownership, Firm Size, Asset Structure to Debt Policy. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(24), 427–435. www.serialsjournals.com
- Farhangdoust, S., Salehi, M., & Molavi, H. (2020). Management stock ownership and corporate debt: evidence from an emerging market. *Management Research Review*, 43(10), 1221–1239. <https://doi.org/10.1108/MRR-12-2018-0475>
- Feryyanshah, A. A., & Sunarto. (2022). Pengaruh Likuiditas, Struktur Aset, Profitabilitas dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi)*, 6(3), 69–87.
- Hamidah. (2016). Analysis of Factors Affecting The Capital Structure and Profitability in Indonesian's Manufacturing Company Year 2009-2013. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20(2), 167–175. <http://jurkubank.wordpress.com>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Herninta, T. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan yang

- Terdaftar di BEI. *ESENSI: Jurnal Manajemen Bisnis*, 22(2), 189–204.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 4, 305–360. <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>
- Kasmir. (2010). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Kencana.
- Kebede, T. N. (2024). Firm-specific and country-level determinants of commercial banks capital structures: evidence from Ethiopia. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 13(1), 1–25. <https://doi.org/10.1186/s13731-024-00418-z>
- Khafid, M., Prihatni, R., & Safitri, I. E. (2020). The effects of managerial ownership, institutional ownership, and profitability on capital structure: Firm size as the moderating variable. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 493–501. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p493>
- Leon, H. (2022). The Influence of Institutional Ownership, Asset Structure, and Company Size on Debt Policy (Empirical Study on Food and Beverages Sub-Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange). *Journal of Asian Multicultural Research for Economy and Management Study*, 3(1), 42–50. <https://doi.org/10.47616/jamrems.v3i1.237>
- Li, S., Hoque, H., & Liu, J. (2023). Investor sentiment and firm capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 80(1), 1–21. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102426>
- Matemilola, B. T., Bany-Arifin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure? *Research in International Business and Finance*, 45(1), 488–498. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Moradi, A., & Paulet, E. (2018). The firm-specific determinants of capital structure – An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47(1), 150–161. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.007>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- 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(1), 187–221.
- Nurdani, R., & Rahmawati, Y. (2020). The Effect of Firm Sizes, Profitability, Dividend Policy, Asset Structure, Sales Growth and Free Cash Flow on Debt Policy (On Manufacturing Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange 2015-2018). *Andalas Management Review*, 4(1), 100–119.
- Oktavina, M., Manalu, S., & Yuniarti, S. (2018). Pecking Order and Trade-off Theory in Capital Structure Analysis of Family Firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 22(1), 73–82. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i1.1793>
- Pribadi, B., Haryono, N. A., & Hartono, U. (2024). Profitability and Liquidity Moderated The Effect of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Free Cash Flow, Growth and Size on Debt Policy. *Journal of Business and Management Review*, 5(6), 426–444. <https://doi.org/10.47153/jbmr.v5i6.966>
- Purwaningsih, E., & Gulo, Z. G. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Aset dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi Unihaz*, 4(2), 157–167.
- Rahmayeni, A. F., & Rifa, D. (2022). Pengaruh Free Cash Flow, Business Risk, dan Non Debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Jasa Sub Sektor Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019). *E-Jurnal Universitas Bung Hatta*, 19(1), 1–3.
- Ratri, A. M., & Christianti, A. (2017). Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Pada Sektor Industri Properti. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis*, 12(1), 13–24.
- Rofika, & Oktari, V. (2019). Debt Policy: Affecting Factors and Their Impact on Company Values. *Research Journal of Finance and Accounting*, 10(14), 144–156. <https://doi.org/10.7176/RJFA>
- Safitri, I., & Asyik, N. F. (2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 4(7), 1–18.
- Sagita, Y. N. (2023). Pengaruh Blockholder Ownership, Non Debt Tax Shield, dan Firm Size Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia.

- Jurnal Finance Accounting (Fin-Acc)*, 8(3), 530–541.
- Salehi, M., Lotfi, A., & Farhangdoust, S. (2017). The effect of financial distress costs on ownership structure and debt policy: An application of simultaneous equations in Iran. *Journal of Management Development*, 36(10), 1216–1229. <https://doi.org/10.1108/JMD-01-2017-0029>
- Sari, D. P., & Setiawan, M. A. (2021). Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Perusahaan, Resiko Bisnis dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2019). *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(2), 384–399.
- Sari, N. P. S. P., & Wirajaya, I. G. A. (2017). Pengaruh Free Cash Flow dan Risiko Bisnis Pada Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 18(3), 2260–2289.
- Stephanie, G., & Viriany. (2021). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ekonomi*, 26(11), 103–124.
- Sudarsi, S., Irsad, Moch., & Kartika, A. (2022). Dampak Struktur Kepemilikan, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal STIE Semarang*, 14(2), 10–22.
- Suharti, & Huda, N. (2020). Pengaruh Fixed Asset Ratio (FAR) Terhadap Struktur Modal Pada PT Adira Dinamika Multi Finance TBK. *Akuntabilitas: Jurnal Ilmu-Ilmu Ekonomi*, 13(1), 12–20.
- Sunardi, N., Husain, T., Kadim, A., & Sunardi, N. (2020). Determinants of Debt Policy and Company's Performance. *International Journal of Economics and Business Administration*, 8(4), 204–213.
- Syavia, M., Uzliawati, L., & Yulianto, A. S. (2022). The Effect of Growth, Profitability and Institutional Ownership on Debt Policy. *Asian Journal of Social Science and Management Technology*, 4(3), 2313–7410. www.ajssmt.com
- Thesarani, N. J. (2017). Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Komite Audit Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Nominal*, 6(2), 1–13.
- Thomas, G. N., Indriaty, L., & Suryati, L. (2022). The Debt Policy was affected by Institutional Ownership, Company Size, and Profitability at The Customer Goods Companies in Indonesia. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 5(2), 302–308. <https://doi.org/10.47191/jefms/v5-i2-07>
- Utami, S. P. D., & Ngumar, S. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Struktur Aset dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(1), 1–17.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of Financial Management* (13th ed.). Pearson Education. www.pearsoned.co.uk/wachowicz
- Weston, J. F., & Brigham, E. F. (2005). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Erlangga.
- Wibowo, T. S., & Lusy. (2021). The Effect of Free Cash Flow, Company Growth and Profitability on Debt Policy on Mining Sector Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 5(4), 1232–1240. <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/IJEBAR>
- Wijaya, T., & Hastuti, R. T. (2024). Some Factors That Influence on Debt Policy. *International Journal of Application on Economics and Business*, 2(2), 3358–3370. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v2i2.3358-3370>
- Zafar, Q., Wongsurawat, W., & Camino, D. (2019). The determinants of leverage decisions: Evidence from Asian emerging markets. *Cogent Economics and Finance*, 7(1), 1–28. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1598836>
- Zurriah, R., & Sembiring, M. (2018). Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index). *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis : Jurnal Program Studi Akuntansi*, 4(2), 31–39. <https://doi.org/10.31289/jab.v4i2.1664>