

Determinasi Kebijakan Hutang di Industri Farmasi Indonesia: Peran *Free Cashflow*, Kepemilikan, Likuiditas, dan Profitabilitas

Muhammad Fa'iz¹, Luqita Romaisyah²
1,2 Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Sunan Ampel Surabaya,
Indonesia
Email: mafaiz931@gmail.com

DOI:

Diterima:

Direvisi:

Diterbitkan:

ABSTRACT

This study seeks to ascertain the effects of debt policy on liquidity, profitability, managerial ownership, and institutional ownership within Indonesian pharmaceutical companies. The employed research methodology is quantitative. This approach employs secondary data derived from the financial statements of pharmaceutical companies for the period of 2019 to 2023. This study utilized 45 samples, which were analyzed through multiple linear regression and processed with SPSS. This study's results demonstrate that profitability adversely affects debt policy, whereas managerial and institutional ownership positively impacts it. Free cash flow and liquidity do not affect debt policy. Due to their exceptional risk management abilities, companies aiming for growth can engage managers and institutions in equity ownership. This study theoretically enhances the literature on capital structure by analyzing the impact of internal corporate factors. It offers empirical validation for agency theory and pecking order theory, while assessing the applicability of both theories to business finance decisions in emerging economies.

Keywords: *free cash flow, managerial ownership, institutional ownership, liquidity, profitability, debt policy*

ABSTRAK

Studi ini bertujuan untuk mengidentifikasi bagaimana kebijakan hutang berdampak pada likuiditas, profitabilitas, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional pada perusahaan subsektor farmasi di Indonesia. Metode penelitian yang digunakan adalah metode kuantitatif. Metode ini menggunakan data sekunder dari laporan keuangan perusahaan subsektor farmasi periode 2019-2023. 45 sampel total digunakan dalam penelitian ini, dianalisis menggunakan regresi linier berganda dan diolah menggunakan program SPSS. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, tetapi kepemilikan manajerial dan institusional berpengaruh positif. Free cash flow dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Karena mereka memiliki kemampuan yang luar biasa dalam manajemen risiko, perusahaan yang ingin berkembang dapat melibatkan manajer dan institusi di dalam kepemilikan sahamnya. Secara teoretis, penelitian ini memperkaya literatur tentang struktur modal dengan menguji pengaruh faktor-faktor internal Perusahaan. Studi ini juga memberikan dukungan empiris terhadap teori keagenan dan teori *pecking order*, serta menguji relevansi kedua teori tersebut dalam pengambilan keputusan pembiayaan perusahaan di pasar negara berkembang.

Kata kunci: *free cash flow, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, likuiditas, profitabilitas, kebijakan hutang*

PENDAHULUAN

COVID-19 menjadi wabah yang mengkhawatirkan di banyak negara, termasuk di Indonesia yang pertama kali mendeteksi masuknya wabah ini pada 2 Maret 2020 dan menyebar dengan sangat cepat. Berbagai upaya dilakukan pemerintah untuk mengurangi penyebaran virus

yang dapat menyebabkan kematian ini, seperti penerapan kebijakan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) dan *work from home* yang mengurangi mobilitas masyarakat sebagai tindakan preventif, serta tindakan korektif berupa penanganan kesehatan terhadap masyarakat yang terinfeksi. Tingginya permintaan obat-obatan selama pandemi memicu perusahaan farmasi meningkatkan produksi obat-obatan, namun hal ini terkendala dengan peningkatan biaya pokok dan harga bahan baku hingga 3-5 kali lipat yang dipicu oleh keterbatasan armada pengiriman karena pembatasan kegiatan untuk mencegah penyebaran virus COVID-19 dan penghentian operasional beberapa penerbangan.

Pada kuartal III tahun 2020, Badan Pusat Statistik (BPS) melaporkan bahwa terjadi peningkatan permintaan berupa produksi obat-obatan, multivitamin dan suplemen sebesar 5,69% dibanding kuartal II/2020. Penjualan peralatan perlindungan pribadi meningkat 50,3% dari sebelumnya 0,1%, sementara permintaan terbesar untuk produk kesehatan adalah masker sebesar 12,6%, sanitasi tangan 3,1%, dan sabun tangan 2,1%. (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2021).

Untuk bisa memenuhi kebutuhan dan permintaan masyarakat yang sangat tinggi, perusahaan farmasi perlu memprioritaskan penetapan kebijakan hutang. Perusahaan farmasi harus cerdas dalam mengelola sistem keuangannya agar tidak mengalami kesulitan atau tekanan keuangan yang dapat menghambat kegiatan operasional perusahaan. Kondisi keuangan yang tidak sehat tidak hanya mengancam kepentingan perusahaan, tetapi juga dapat menyebabkan kerugian langsung atau tidak langsung bagi semua pemangku kepentingan.

Berdasarkan berita dari Bisnis.com tanggal 15 Juli 2020, catatan piutang per 30 April 2020 PT Kimia Farma Tbk. (KAEF) dengan pemerintah sebesar Rp1,13 triliun. Debitur hutang tersebut yakni BPJS Kesehatan, RS Pemerintah, Dinas Kesehatan, RS POLRI dan RS TNI. Akibat dari piutang yang belum terbayarkan oleh pemerintah, arus kas industri farmasi tengah bermasalah. Wakil Menteri BUMN, Budi Gunadi Sadikin, menyatakan bahwa industri farmasi menghadapi tantangan untuk mendapatkan bahan baku, tetapi karena BPJS belum membayar hutang mereka, cashflow mereka terbatas. (www.bisnis.com). Efisiensi kinerja PT Kimia Farma Tbk. juga dinilai rendah, salah satunya dilihat dari rasio *Return On Invested Capital* yang negatif atau dengan kata lain, perusahaan belum menghasilkan pengembalian modal investasi yang positif, sehingga perusahaan farmasi ini mencatatkan utang tertinggi di Indonesia (www.dpr.go.id).

Beberapa fenomena tersebut membuktikan bahwa perusahaan harus cermat dalam menentukan proporsi pendanaan, termasuk kebijakan hutang. Ketika sebuah entitas menetapkan hutang sebagai sumber pendanaan, maka entitas tersebut lebih memilih risiko karena harus

membayar angsuran atau cicilan serta biaya tambahan berupa bunga secara berkala hingga jatuh tempo yang telah disepakati. Penggunaan hutang yang tidak optimal dapat memicu risiko keuangan dan menghambat pertumbuhan perusahaan. Di sisi lain, kebijakan hutang juga dapat membantu perusahaan untuk mendanai operasionalnya. Entitas menggunakan hutang untuk membiayai ekspansi dan mengatasi kesulitan biaya operasional perusahaan. Oleh karena itu, manajemen harus mengambil kebijakan hutang dengan tepat untuk meminimalisir risiko yang akan dihadapi (Adnin & Triyonowati, 2021).

Menggunakan hutang dapat mengurangi pajak atas laba, yang merupakan salah satu keuntungannya. Dana tambahan yang berasal dari hutang dapat dimanfaatkan untuk inovasi dan ekspansi agar mendapatkan laba lebih besar, namun beban bunga atas hutang juga dapat dibebankan sebagai pengurang laba kena pajak. Penggunaan internal mengurangi risiko keuangan, tetapi pertumbuhan perusahaan bisa menjadi lambat dan tertinggal dari perusahaan pesaing yang menggunakan utang (Ananda, 2017). Sehingga manajer harus memilih strategi pendanaan internal dan eksternal dengan tepat agar sumber-sumber pendanaan tersebut dapat saling mendukung dan tidak mempersulit entitas dalam waktu dekat atau jauh di masa mendatang. Penggunaan utang harus dibatasi dengan mempertimbangkan rasio leverage yang sehat, yakni kemampuan perusahaan dalam membayar hutang (Nurhaiyani, 2018).

Pilihan kebijakan hutang dipengaruhi oleh beberapa faktor. Faktor pertama yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah *free cash flow*. Menurut Jansen (1986) dalam *agency theory*, tingginya *free cash flow* menyebabkan timbulnya konflik keagenan para *principal* dengan *agent*. Sebagai *agent*, manajer memiliki keleluasaan yang lebih untuk mengelola *free cash flow* tersebut. *Free cash flow* tinggi mendorong manajer untuk menginvestasikan kembali kepada proyek agar mereka memperoleh keuntungan peningkatan penghasilan. Di sisi lain, pemegang saham ingin *free cash flow* diberikan sebagai dividen. Kebijakan hutang diambil guna meminimalisir adanya konflik agensi. Kreditur dapat mengambil alih pengawasan perlakuan manajer dalam mengelola *free cash flow* sehingga mengurangi *agency cost* (Fauzi et al., 2022).

Rajagukguk & Siagian (2021) dan Hamzah & Prasetyo (2021) menyatakan *free cash flow* berdampak positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, karena tingkat hutang berkorelasi positif dengan *free cash flow*. Hal ini selaras dengan *agency teori*, bahwa hutang dapat meminimalkan risiko penyalahgunaan *free cash flow* oleh manajer dan mengurangi konflik kepentingan. Namun berbeda dengan penelitian Nafisah et al. (2023) dan Oktariyani & Hasanah (2019) karena preferensi perusahaan, kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh aliran uang bebas

untuk mengalokasikan dana tersebut pada investasi dan operasional daripada berhutang. Tingginya hutang memperbesar risiko kebangkrutan perusahaan.

Kepemilikan manajemen, juga dikenal sebagai kepemilikan saham manajemen, adalah komponen kedua yang mempengaruhi kebijakan hutang. Salah satu cara untuk meningkatkan hubungan antara manajer dan pemegang saham perusahaan adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham manajemen perusahaan. Dengan peningkatan kepemilikan ini, manajemen diharapkan merasa lebih dekat dengan perusahaan dan merasakan dampak dari membuat keputusan yang salah. Tingginya kepemilikan manajerial, meningkatkan motivasi kinerja manajemen dan tanggung jawab terhadap nilai pemegang saham. Manajer punya pengendalian tinggi dan menunjukkan keberanian mengambil risiko investasi melalui hutang untuk meraih keuntungan besar (Amiliyah, 2019). Namun, berbeda penelitian Murtini (2019) yang menyatakan Kepemilikan manajer berdampak negatif terhadap kebijakan hutang; lebih banyak kepemilikan manajer, lebih sedikit hutang, karena manajer lebih suka mengurangi risiko kebangkrutan dengan menggunakan hutang yang lebih rendah.

Faktor ketiga, kepemilikan institusional yaitu saham milik institusi diluar perusahaan. Institusi sebagai pemegang saham besar mempunyai peran pengawasan dan penyeimbang kepentingan antara *agent* dengan *principal*. Kepemilikan institusional yang tinggi memiliki peran besar daripada pemegang saham lain dalam menentukan investasi berisiko tinggi untuk laba besar dengan penggunaan utang. Dengan demikian, kepemilikan institusional tinggi meningkatkan penggunaan hutangnya (Amiliyah, 2019). Namun, berbeda dengan penelitian Setiawati & Raymond (2017) dan Amila & Asyik (2019) menunjukkan Kebijakan hutang dipengaruhi secara negatif oleh kepemilikan institusional. Kepemilikan saham institusi berfungsi sebagai mekanisme pengawasan dan pengaruh terhadap keputusan manajemen. Akibatnya, peran hutang sebagai *monitoring cost* dapat dikurangi sehingga kebijakan utang menurun.

Faktor keempat adalah likuiditas. Semakin besar tingkat likuiditas maka semakin kecil penggunaan hutangnya. Konsep ini selaras dengan *Pecking order theory*, yang mendahulukan laba ditahan daripada penggunaan hutang (Feryyanshah & Sunarto, 2022). Penggunaan dana internal sebagai sumber pendanaan utama mengindikasikan strategi keuangan yang efektif daripada hutang yang berisiko tinggi (Estuti et al., 2019) (Nurmasita et al., 2023) dan (H. D. Lestari & Lisiantara, 2024). Namun, penelitian Kristina et al. (2019) menjelaskan karena entitas dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan mendapatkan kepercayaan kreditor untuk memberikan hutang, likuiditas sangat menguntungkan kebijakan hutang..

Faktor kelima yang mempengaruhi kebijakan hutang ialah profitabilitas. Profitabilitas yang tinggi menghasilkan dana internal yang tinggi pula untuk entitas, sehingga meminimalisir penggunaan hutang. Konsep ini selaras dengan teori *pecking order*, yang memprioritaskan laba ditahan, diikuti oleh hutang dan ekuitas sebagai sumber pendanaan (Adnin & Triyonowati, 2021). Penelitian Feryyanshah & Sunarto (2022) dan Nafisah et al. (2023) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Entitas memprioritaskan alokasi keuntungan pada laba ditahan sebagai sumber pendanaan daripada berhutang untuk mengurangi risiko keuangan perusahaan. Namun berbeda dengan penelitian Kusuma et al. (2019) dan Unnuriyah & Septriana (2021) menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dikarenakan profitabilitas tinggi tidak berarti utang berkurang. Entitas lebih memilih membagi dividen ke pemegang saham daripada bayar utang.

TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Teori keagenan Jensen & Meckling (1979) menjelaskan dinamika hubungan *agent* dan *principal* dalam mengelola sumber daya perusahaan. Konflik keagenan timbul ketika manajer sebagai *agent* memiliki perbedaan kepentingan dengan pemegang saham sebagai *principal*, dimana manajer lebih mengutamakan kepentingan diri sendiri daripada tujuan perusahaan yaitu mengoptimalkan nilai perusahaan dalam menetapkan kebijakan akuntansi (Oktariyani & Hasanah, 2019). Untuk mencegah tindakan manajer yang tidak diinginkan, kreditur dapat melakukan pengawasan terhadap perilaku manajer, yang termasuk sebagai *agency cost*. Berdasarkan *agency theory*, *agency cost* dapat dikurangi dengan meningkatkan jumlah hutang, dengan harapan kreditur juga ikut melakukan pengawasan ketat terhadap perilaku dan kinerja manajer, sehingga dapat meminimalisir perilaku oportunistik manajer (Kristina et al., 2019). Pengawasan kreditur bertujuan memperoleh kepercayaan atas kemampuan perusahaan dalam memenuhi utangnya, oleh karena itu kreditur melakukan pengawasan yang lebih efektif dan efisien dibandingkan pemegang saham eksternal (Murtini, 2019).

Pecking Order Theory

Myers (1984) menyebutkan bahwa preferensi pendanaan investasi perusahaan. Perusahaan cenderung memprioritaskan pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan. Namun jika diperlukan sumber pendanaan eksternal, maka perusahaan akan menerbitkan surat hutang obligasi dan saham baru. Prioritas pendanaan perusahaan didasarkan pada tingkat biaya

dan risiko, dari termurah ke yang termahal (Amiliyah, 2019). Karena keterbatasan dana internal dan hutang sebagai sumber pendanaan yang disukai, perusahaan yang kurang profitable memiliki utang yang tinggi, sementara perusahaan yang profitable memiliki utang yang lebih sedikit menurut pecking order theory. (Kusuma et al., 2019).

Kebijakan Hutang

Menurut Amiliyah (2019), kebijakan hutang adalah perilaku manajer dalam membiayai operasional perusahaan melalui utang. Sedangkan menurut Al Adiat et al. (2022) kebijakan hutang merupakan ketetapan pendanaan oleh manajer akan berdampak pada nilai perusahaan yang terrefleksi pada harga saham. Berdasarkan beberapa pengertian tersebut, kebijakan hutang dapat didefinisikan sebagai keputusan strategis manajer untuk menggunakan sumber daya hutang sebagai pendanaan operasional yang berdampak pada nilai perusahaan. Rasio hutang perusahaan cenderung rendah jika mereka memiliki tingkat profitabilitas tinggi. Hal ini dikarenakan manajer lebih memilih pendanaan internal untuk mendanai pertumbuhan perusahaan dalam upaya mengurangi konflik keagenan yang mungkin muncul dari keberadaan utang yang berisiko dalam struktur modal (Murtini, 2019).

Shareholders lebih menyukai pendanaan perusahaan melalui hutang, karena peningkatan hutang dipandang mampu mengurangi *agency cost*. Namun di sisi lain, manajer memandang pendanaan yang bersumber dari hutang memiliki risiko yang besar. Selain meningkatkan pengawasan oleh pihak kreditur terhadap manajer, rasio hutang yang tinggi juga meningkatkan beban bunga yang tinggi pula, sehingga meningkatkan risiko gagal bayar dan menurunkan kepercayaan *stakeholder* terhadap kinerja perusahaan. Hal ini tentu akan berdampak pada reputasi manajer.

Free Cash Flow

Menurut Sartono (2008), *free cash flow* adalah keuntungan bersih dari operasional bisnis yang tersedia bagi investor dan pemilik hutang setelah investasi pada aset tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk operasi bisnis. Karena ada banyak *free cash flow*, *principal* dan agen bermasalah. Sebagai agen, manajer memiliki lebih banyak kebebasan untuk mengatur *free cash flow* daripada pemegang saham. Mereka ingin menginvestasikan kembali proyek untuk meningkatkan keuntungan mereka. Di sisi lain, *principal* ingin *free cash flow* diberikan sebagai dividen. Kebijakan hutang diambil guna meminimalisir adanya permasalahan agensi. Kreditur dapat mengambil alih pengawasan perlakuan manajer dalam mengelola *free cash flow* sehingga

mampu mengurangi biaya keagenan. Tingginya *free cash flow* dapat meningkatkan hutang yang berdampak pada pengurangan *agency cost* (Fauzi et al., 2022).

H₁ : *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan. Perbedaan tujuan antara *agent* dan *principal* menciptakan konflik keagenan. Untuk menyelaraskan kepentingan kedua belah pihak, manajemen dapat meningkatkan kepemilikan sahamnya. Dengan perbaikan ini, manajemen diharapkan memiliki rasa tanggung jawab atas perusahaan dan menghadapi akibat dari pilihan yang salah. Mereka lebih termotivasi untuk melakukan yang terbaik, dan mereka lebih bertanggung jawab terhadap nilai pemegang saham jika mereka memiliki kepemilikan yang lebih besar. Untuk menghasilkan keuntungan yang tinggi dari investasi, manajemen mengambil risiko dan memiliki pengendalian yang tinggi. (Amiliyah, 2019).

H₂ : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional didefinisikan kepemilikan saham dimiliki institusi diluar perusahaan misalnya bank dan perusahaan asuransi. Institusi sebagai pemegang saham besar mempunyai peran pengawasan dan penyeimbang kepentingan antara *agent* dengan *principal*. Kepemilikan institusional yang tinggi punya peran besar dalam mengambil investasi berisiko tinggi yang menguntungkan dengan menggunakan hutang. Dengan demikian, kebijakan utang berkorelasi positif dengan kepemilikan institusional perusahaan. (Amiliyah, 2019).

H₃ : Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang

Likuiditas

Menurut Tarigan et al. (2022) likuiditas didefinisikan kemampuan perusahaan membayar utang jangka pendek tepat waktu. Entitas dinyatakan likuid jika membayar kewajiban lancar tepat waktu. Oleh karena itu, semakin likuid perusahaan, semakin mampu ia membayar utang lancarnya. Konsep ini selaras dengan *Pecking order theory*, yang mendahulukan laba ditahan daripada penggunaan utang (Feryanshah & Sunarto, 2022).

H₄ : Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang

Profitabilitas

Definisi profitabilitas menurut Nafisah et al. (2023) adalah kemampuan entitas menghasilkan laba. Profitabilitas yang tinggi menghasilkan dana internal yang tinggi pula untuk entitas. Keuntungan dari laba ditahan ini dapat digunakan untuk menganggarkan biaya operasional dan menyusutkan pemanfaatan hutang. Konsep ini selaras dengan *pecking order theory*, yang memprioritaskan laba ditahan, diikuti oleh hutang dan ekuitas sebagai sumber pendanaan. Keuntungan yang besar mengurangi ketergantungan perusahaan pada utang sehingga laba ditahan digunakan dalam pendanaan perusahaan (Adnin & Triyonowati, 2021).

H₅ : Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

METODE PENELITIAN

Untuk menggambarkan temuan penelitian, metodologi kuantitatif deskriptif digunakan. Data sekunder adalah jenis data yang digunakan. Penelitian ini menggunakan laporan keuangan tahunan Perusahaan Manufaktur Sektor Kesehatan Subsektor Farmasi pada tahun 2019–2023, yang dapat diakses di www.idx.co.id, situs resmi BEI. Populasi penelitian ini adalah 11 perusahaan yang terdaftar di PT BEI pada tahun 2019–2023. Teknik *purposive sampling* digunakan untuk mengumpulkan sampel penelitian dari 45 perusahaan. Analisis statistik deskriptif dan uji asumsi klasik digunakan untuk menganalisis data. Analisis regresi linier berganda, koefisien determinasi (R²), dan uji t diuji menggunakan program SPSS versi 25.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Free Cash Flow

Menurut Sartono (2008) *free cash flow* adalah keuntungan bersih operasional yang tersedia bagi investor dan pemilik hutang setelah investasi pada aset tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk kelangsungan bisnisnya. Rumus:

$$FCF = \frac{AKOit - PMit - MKBit}{TA}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial menurut Amiliyah (2019) ialah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan. Rumus:

$$KM = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Manajerial}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional menurut Amiliyah (2019) yaitu kepemilikan saham oleh institusi/lembaga lain yang mempunyai nilai substansial, memungkinkan pengawasan dan *control* terhadap manajemen. Rumus:

$$KI = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Institusional}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

Likuiditas

Menurut Tarigan et al. (2022) likuiditas ialah kemampuan perusahaan membayar utang lancar secara tepat waktu. Likuiditas diukur menggunakan rumus:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Profitabilitas

Menurut Nafisah et al. (2023), profitabilitas didefinisikan kemampuan perusahaan dalam menciptakan *profit*. Pada penelitian ini, digunakan *Return on Equity (ROE)* dengan rumus:

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Kebijakan Hutang

Menurut Amiliyah (2019) kebijakan hutang adalah perilaku manajer dalam membiayai operasional perusahaan melalui utang. Rasio yang digunakan adalah *Debt to Equity Ratio (DER)* dengan rumus:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Uji statistik deksriptif perlu dilakukan guna melihat gambaran data secara umum seperti nilai maximum, minimum, mean, dan standar deviasi setiap variabel. Mengenai hasil uji statistik deskriptif bisa dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

| No. | Variabel | Min | Max | Mean | Sandar Deviasi |
|-----|--------------------------|--------|--------|---------|----------------|
| 1 | <i>Free Cash Flow</i> | -,712 | 1,100 | -,23460 | ,280708 |
| 2 | Kepemilikan Manajerial | ,000 | ,101 | ,01100 | ,030287 |
| 3 | Kepemilikan Instiusional | ,540 | ,540 | ,81547 | ,163301 |
| 4 | Likuiditas | ,162 | ,162 | 2,54548 | 1,339076 |
| 5 | Profitabilitas | -4,962 | -4,962 | ,02038 | ,781923 |
| 6 | Kebijakan Hutang | -1,945 | -1,945 | 1,23587 | 2,577055 |

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Tabel 2. Tabel Hasil Uji Normalitas One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| <i>Unstandardized Residual</i> | |
|--------------------------------|------|
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | ,135 |

Berdasarkan Tabel 2, hasil dari *Asymp. Sig. (2-tailed)* dari data yang digunakan diperoleh hasil 0,135. Data tersebut berjumlah lebih besar dari 0,05. Menurut syarat yang telah ditentukan, maka $0,135 > 0,05$ yang berarti data berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Tabel 3. Tabel Hasil Uji Multikolinearitas

| No. | Variabel | Toleransi | VIF |
|-----|--------------------------|-----------|-------|
| 1 | <i>Free Cash Flow</i> | ,664 | 1,507 |
| 2 | Kepemilikan Manajerial | ,392 | 2,550 |
| 3 | Kepemilikan Instiusional | ,489 | 2,046 |
| 4 | Likuiditas | ,433 | 2,307 |
| 5 | Profitabilitas | ,878 | 1,139 |

Berdasarkan hasil dari Tabel 3, variabel *free cash flow* sampai profitabilitas menunjukkan nilai VIF < 10 dan *tolerance* > 0,10. Maka bisa disimpulkan bahwa tidak ditemukan terjadinya multikolonearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan Tabel 4, nilai *Sig.* dari variabel *free cash flow* sampai profitabilitas diperoleh hasil > 0,05. Maka kesimpulannya semua variabel independen tidak mengalami gejala heteroskedastisitas

Tabel 4. Tabel Hasil Uji Heteroskedastisitas Menggunakan Uji Glejser

| No. | Variabel | t | Sig. |
|-----|---------------------------|--------|------|
| 1 | <i>Free Cash Flow</i> | ,127 | ,899 |
| 2 | Kepemilikan Manajerial | 1,211 | ,235 |
| 3 | Kepemilikan Institusional | 1,458 | ,154 |
| 4 | Likuiditas | -1,853 | ,073 |
| 5 | Profitabilitas | 1,832 | ,075 |

Analisis Regresi Linier Berganda

Tabel 5. Tabel Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

| No. | Variabel | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-----|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | <i>Free Cash Flow</i> | ,074 | ,135 | ,008 | ,548 | ,588 |
| 2 | Kepemilikan Manajerial | 8,802 | 1,592 | ,106 | 5,530 | ,000 |
| 3 | Kepemilikan Institusional | ,818 | ,280 | ,050 | 2,915 | ,006 |
| 4 | Likuiditas | -,021 | ,036 | -,011 | -,591 | ,559 |
| 5 | Profitabilitas | -3,172 | ,041 | -,991 | -77,311 | ,000 |

Persamaan regresi linier berganda berdasarkan hasil Tabel 5 yaitu:

$$DER = 0,318 + 0,074 FCF + 8,802 MANJ + 0,818 INST - 0,021 CR - 3,172 ROE + e$$

Persamaan ini menjelaskan bahwa:

- 1) Koefisien konstanta sebesar 0,318 ditemukan, yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang akan meningkat sebesar 0,318 kali sebagai akibat dari variabel lain di luar penelitian. Ini

terjadi hanya jika variabel likuiditas, profitabilitas, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional tetap konstan.

- 2) Koefisien regresi untuk *free cash flow* sebesar 0,074. Nilai regresi yang positif ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang dan *free cash flow* berhubungan searah. Dengan kata lain, kebijakan hutang dapat meningkat sebesar 0,074 kali lipat jika nilai *free cash flow* meningkat sebesar satu kali. Variabel bebas uang rendah (X1) memiliki nilai sig. 0,588, lebih besar dari 0,05, dengan t hitung 0,548 lebih besar dari t tabel 1,694, sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Ini menunjukkan bahwa, meskipun tidak signifikan, *free cash flow* berdampak positif pada kebijakan hutang.
- 3) Secara parsial, variabel kepemilikan manajerial (X2) memiliki nilai sig. 0,00, lebih kecil dari 0,05, dengan t hitung 5,53. Ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan searah antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang, seperti yang ditunjukkan oleh koefisien regresi yang positif sebesar 8,802.
- 4) Dengan koefisien regresi 0,818, kepemilikan institusional Nilai regresi yang positif ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan searah antara kebijakan hutang dan kepemilikan institusional. Dengan kata lain, kebijakan hutang dapat meningkat sebesar 0,818 kali lipat jika nilai kepemilikan institusional meningkat sebesar satu kali. Variabel kepemilikan institusional (X3) secara parsial memiliki nilai sig. 0,06, lebih kecil dari 0,05, dengan t hitung 2,915 lebih besar dari t tabel 1,694, sehingga H0 ditolak dan H3 diterima. Ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki dampak positif yang signifikan terhadap kebijakan hutang.
- 5) Koefisien regresi likuiditas adalah -0,021. Nilai regresi negatif ini menunjukkan bahwa tidak ada hubungan searah antara kebijakan hutang dan likuiditas. Dengan kata lain, kebijakan hutang dapat menurun sebesar 0,021 kali jika nilai likuiditas meningkat sebesar satu kali. Secara parsial, variabel likuiditas (X4) memiliki nilai sig. 0,559, yang lebih besar dari 0,05, dengan t hitung 0,591 lebih besar dari t tabel 1,694, yang menunjukkan bahwa H0 diterima dan H4 ditolak. Ini menunjukkan dampak negatif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang, meskipun tidak signifikan.
- 6) Profitabilitas memiliki koefisien regresi -0,372. Nilai regresi yang negatif ini menunjukkan bahwa tidak ada hubungan searah antara profitabilitas dan kebijakan hutang. Dengan kata lain, kebijakan hutang dapat menurun sebanyak 3,172 kali jika nilai profitabilitas meningkat sebesar satu kali. Secara parsial, variabel kepemilikan institusional (X5) memiliki nilai Sig. 0,00, lebih kecil dari 0,05, dan t hitung 77,311 lebih besar dari t tabel 1,694, sehingga H0

ditolak dan H5 diterima. Ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memengaruhi kebijakan hutang secara signifikan.

Koefisien Determinasi

Nilai *Adjusted R Square* data tersebut yakni 0,995. Kemudian, nilai ini dijadikan persentase dengan cara *Adjusted R Square* x 100%. Maka diperoleh hasil 99,5%. Artinya pengaruh yang diberikan dari semua variable independen terhadap kebijakan hutang sebesar 99,5%. Sementara sisanya sebesar 0,5% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti.

Tabel 6. Tabel Hasil Uji Koefisien Determinasi

| R | R Square | Adjusted R Square |
|------|----------|-------------------|
| ,998 | ,995 | ,197745 |

Pembahasan

Free Cash Flow dan Kebijakan Hutang pada Subsektor Farmasi Tahun 2019-2023

Hasil uji T-Parsial dengan analisis regresi berganda menunjukkan bahwa nilai sig. 0,588 lebih besar dari 0,05 dan nilai hitung 0,548 lebih besar dari t tabel 1,694, yang menunjukkan bahwa aliran kas bebas berdampak positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Ini karena perusahaan lebih memprioritaskan untuk menggunakan dana aliran kas bebas untuk keperluan pengelolaan operasi dan investasi, sehingga mereka dapat memperoleh keuntungan dengan menggunakan dana ters. Hasil ini bertentangan dengan teori agensi yang dibangun yang menyatakan bahwa hutang dapat mengurangi konflik agensi. Dalam hal ini, pihak kreditur dapat mengurangi biaya keagenan dengan mengawasi bagaimana manajer mengelola *free cash flow*.

Hasil ini sesuai dengan teori *pecking order*, yang menyatakan bahwa perusahaan lebih mendahulukan penggunaan dana internal terlebih dahulu daripada berhutang untuk pembiayaan investasi dan operasional perusahaan (A.Wahyudin & K. Salsabila, 2019). Sejalan dengan Nafisah et al. (2023) dan Oktariyani & Hasanah (2019), *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Karena prioritas penggunaan *free cash flow* pada investasi dan operasional perusahaan bertujuan mendapat keuntungan lebih tanpa tambahan hutang yang menyebabkan risiko kebangkrutan. Dana internal yang memadai memungkinkan perusahaan menghindari ketergantungan pada hutang.

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang pada Subsektor Farmasi Tahun 2019-2023

Hasil uji T-Parsial dengan analisis regresi berganda menunjukkan bahwa nilai Sig. 0,000 lebih kecil dari 0,05 dan nilai hitung 5,530 lebih besar dari t tabel 1,694, yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen berdampak positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan kata lain, semakin besar kepemilikan manajer, semakin tinggi kebijakan hutang. Ini karena, berdasarkan teori agensi, kepemilikan yang lebih besar dapat menyatukan kepentingan manajer dan pemegang saham. Dengan demikian, kepemilikan yang lebih besar dapat mendorong manajer untuk melakukan ekspansi bisnis dengan menggunakan tambahan modal dari hutang. Manajer dipandang mampu menganalisis dan melakukan manajemen risiko secara baik sehingga hutang dapat digunakan dalam pendanaan ekspansi perusahaan. Tingginya kepemilikan manajerial, meningkatkan motivasi kinerja manajemen dan tanggung jawab terhadap nilai pemegang saham. Untuk investasi dengan harapan keuntungan yang tinggi, manajemen mengambil risiko dan memiliki pengendalian yang tinggi. (Amiliyah, 2019).

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang pada Subsektor Farmasi Tahun 2019-2023

Hasil dari uji T-Parsial dengan analisis regresi berganda menunjukkan bahwa nilai Sig. 0,006 lebih kecil dari 0,05 dan nilai t hitung 2,915 lebih besar dari t tabel 1,694, yang menunjukkan bahwa Kebijakan hutang dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh kepemilikan institusional. Ini karena kepemilikan institusional yang tinggi dapat menyatukan kepentingan pemegang saham dan manajer. Institusi memiliki kemampuan untuk melakukan pengawasan yang lebih ketat dan manajemen risiko yang lebih baik. Lembaga-lembaga ini lebih cenderung mendukung ekspansi bisnis dengan hutang, yang dapat meningkatkan efisiensi finansial dan nilai perusahaan. Selain itu, mereka juga lebih cenderung mendukung kebijakan hutang yang akan menguntungkan pemegang saham dalam jangka panjang (Novita & Ardini, 2020). Pemegang saham institusional memiliki kekuasaan besar dalam memilih proyek risiko tinggi dengan potensi keuntungan besar melalui pembiayaan utang, sehingga kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (Amiliyah, 2019).

Liquidity dan Kebijakan Hutang pada Subsektor Farmasi Tahun 2019-2023

Hasil uji T-Parsial dengan analisis regresi berganda diperoleh nilai Sig. 0,559 lebih besar dari 0,05 dengan t hitung $-0,591 < t$ tabel 1,694, maka interpretasinya adalah likuiditas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan kedua

variabel tersebut mengukur hal yang berbeda dalam struktur keuangan perusahaan. Likuiditas (*current ratio*) berfokus pada likuiditas jangka pendek, sedangkan kebijakan hutang (*debt to equity ratio*) lebih berfokus pada struktur modal jangka panjang yang mencakup penggunaan total hutang dan total ekuitas (Gunawan & Samosir, 2024). Penelitian ini sejalan dengan Boseke & Evinita (2022) bahwa kebijakan hutang entitas tidak dipengaruhi oleh likuiditasnya; perusahaan memiliki banyak likuiditas sehingga mereka dapat mendanai operasinya dengan aktiva lancar tanpa perlu mendapatkan utang baru.

Profitabilitas dan Kebijakan Hutang pada Subsektor Farmasi Tahun 2019-2023

Hasil uji T-Parsial dengan analisis regresi berganda menunjukkan bahwa nilai Sig. 0,000 lebih kecil dari 0,05 dan nilai hitung -77,311 lebih kecil dari t tabel 1,694, yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa profitabilitas yang tinggi menghasilkan dana internal yang lebih besar untuk perusahaan. Entitas lebih mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan dan menggunakannya terlebih dahulu dalam kegiatan operasionalnya dan digunakan untuk membayar hutang (Feryyanshah & Sunarto, 2022) (Nafisah et al., 2023). Konsep ini selaras dengan teori *pecking order*, yang memprioritaskan laba ditahan, diikuti oleh hutang dan ekuitas sebagai sumber pendanaan. Keuntungan yang besar mengurangi ketergantungan perusahaan pada hutang sehingga laba ditahan digunakan dalam pendanaan perusahaan (Nurmasita et al., 2023).

SIMPULAN

Berdasarkan pembahasan di atas, dapat kesimpulan yang dapat ditarik adalah pada tahun 2019–2023, kebijakan hutang perusahaan subsektor farmasi dipengaruhi oleh arus kas bebas, tetapi tidak signifikan. Perusahaan berfokus pada kegiatan investasi dan operasional untuk menghasilkan keuntungan yang besar tanpa menambah utang yang meningkatkan risiko keuangan. Perusahaan tidak terlalu bergantung pada utang karena memiliki dana internal yang cukup.

Pada tahun 2019–2023, kepemilikan manajerial berdampak pada kebijakan hutang perusahaan subsektor farmasi. Meningkatnya kepemilikan saham manajer dapat mendorong mereka untuk bekerja lebih keras dan bertanggung jawab atas keuangan manajer. Manajer memiliki kontrol yang kuat dan cenderung berani mengambil risiko menggunakan utang untuk investasi yang menghasilkan keuntungan yang besar.

Kebijakan hutang perusahaan subsektor farmasi tahun 2019-2023 dipengaruhi oleh kepemilikan institusional. Institusi dapat melakukan pengawasan yang lebih ketat dan pengelolaan risiko yang efektif. Institusi-institusi ini mungkin lebih suka menggunakan hutang, yang dapat meningkatkan efisiensi finansial dan nilai bisnis, asalkan risiko dapat dikelola dengan baik. Selain itu, mereka lebih cenderung mendukung kebijakan hutang yang akan menguntungkan pemegang saham dalam jangka panjang.

Pada tahun 2019–2023, kebijakan hutang perusahaan subsektor farmasi dipengaruhi oleh likuiditas, tetapi tidak signifikan. Hal ini disebabkan fakta bahwa kedua variabel tersebut mengukur aspek yang berbeda dari struktur keuangan organisasi. Kebijakan hutang berkonsentrasi pada struktur modal jangka panjang, sedangkan likuiditas berkonsentrasi pada likuiditas jangka pendek.

Pada tahun 2019–2023, profitabilitas berdampak pada kebijakan hutang perusahaan subsektor farmasi. Dibandingkan dengan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan untuk kegiatan operasionalnya dan untuk membayar utang, perusahaan lebih cenderung menggunakan laba ditahan sebagai sumber pendanaan.

SARAN

Berdasarkan kesimpulan tersebut, dapat disarankan kepada perusahaan yang ingin melakukan ekspansi atau meningkatkan skala bisnisnya dapat melibatkan manajer dan institusi di dalam kepemilikan saham perusahaan, karena mereka mempunyai kemampuan dalam manajemen risiko yang baik. Manajer dan institusi lebih mengambil risiko dengan meningkatkan hutang untuk memperbesar ekspansi perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adnin, M. V., & Triyonowati, T. (2021). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen (JIRM)*, 10(6).
- Al Adiat, A., Zulaecha, H. E., Hidayat, I., & Sasmita, D. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Publikasi Ilmu Manajemen*, 1(4), 01–17.
- Amila, P. N., & Asyik, N. F. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 8(5). <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2034>
- Amiliyah, D. N. (2019). *Pengaruh Free Cash Flow, Firm Size, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas, dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang pada*

- Perusahaan Manufaktur* [PhD Thesis, STIE Perbanas Surabaya].
<http://eprints.perbanas.ac.id/5231/>
- Ananda, N. A. (2017). Pengaruh Profitabilitas Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, 2(1).
<http://jurnal.uts.ac.id/index.php/jebi/article/view/50>
- Estuti, E. P., Fauziyanti, W., & Hendrayanti, S. (2019). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas Dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2013–2017). *Prosiding Seminar Nasional Unimus*, 2.
<https://prosiding.unimus.ac.id/index.php/semnas/article/download/426/429>
- Fauzi, A., Azis, M. T., & Hadiwibowo, I. (2022). Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Aset, Profitabilitas Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Ekspansi: Jurnal Ekonomi, Keuangan, Perbankan, Dan Akuntansi*, 14(2), 130–145.
- Feryyanshah, A. A., & Sunarto, S. (2022). Pengaruh Likuiditas, Struktur Aset, Profitabilitas Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA)*, 6(3), 69–87.
- Gunawan, H., & Samosir, D. K. B. M. (2024). *Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Struktur Aset Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*.
<https://jurnal.buddhidharma.ac.id/index.php/akunto/article/view/3180>
- Hamzah, A. R., & Prasetyo, A. (2021). Pengaruh FCF Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di BEI. *Journal of Sustainability Bussiness Research (JSBR)*, 2(2), 431–437.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. In K. Brunner (Ed.), *Economics Social Institutions: Insights from the Conferences on Analysis & Ideology* (pp. 163–231). Springer Netherlands.
https://doi.org/10.1007/978-94-009-9257-3_8
- Kristina, A., Prihatiningsih, P., & Kusmargiani, I. S. (2019). Analisis Pengaruh Likuiditas, Struktur Aktiva, Free Cash Flow, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang (DER) Pada PT Jasa Marga Tbk Periode 2009-2018. *Keunis*, 7(2), 92–105.
- Kusuma, I. K. A. W., Kepramareni, P., & Novitasari, N. L. G. (2019). Pengaruh Likuiditas, profitabilitas dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang pada Perusahaan Manufaktur. *Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi (KHARISMA)*, 1(1). <https://e-journal.unmas.ac.id/index.php/kharisma/article/view/539>
- Lestari, H. D., & Lisiantara, G. A. (2024). Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2022 (Sub Sektor Makanan Dan Minuman). *Management Studies and Entrepreneurship Journal (MSEJ)*, 5(1), 1277–1290.
- Murtini, U. (2019). Pengaruh kepemilikan manajerial, institusional, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 14(2), 141–153.
- 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>
- Nafisah, D., Farida, F., & Pramesti, D. A. (2023). Free Cash Flow, Pertumbuhan Penjualan, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang.

- Prosiding Konferensi Ilmiah Akuntansi*, 10.
<https://jurnal.umj.ac.id/index.php/KIA/article/view/17635>
- Novita, I., & Ardini, L. (2020). Pengaruh Kinerja Keuangan, Good Corporate Governance Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (Jira)*, 9(2).
<http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/download/2786/2795>
- Nurhaiyani, N. (2018). Pengaruh Corporate Governance, Leverage Dan Faktor Lainnya Terhadap Nilai Perusahaan Non-Keuangan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 20(2), 107–116.
- Nurmasita, S., Siska, E., & Indra, N. (2023). Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2019-2022. *Jurnal Manajemen Riset Inovasi*, 1(3), 160–173.
- Oktariyani, O., & Hasanah, A. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Likuiditas dan Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 3(1), 20–35.
- Rajagukguk, J., & Siagian, H. L. (2021). The Effect Of Managerial Ownership, Dividendds, Free Cash Flow And Profitability On Debt Policy. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (Mea)*, 5(2), 1992–2004.
- Setiawati, L. W., & Raymond, R. (2017). Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dividend Payout Ratio, Tangibility, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015. *Balance: Jurnal Akuntansi, Auditing Dan Keuangan*, 14(2), 145–166.
- Tarigan, V., Purba, D. S., & Martina, S. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Pertambangan. *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 6(4), 4291–4300.
- Unnuriyah, U., & Septriana, I. (2021). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang. *ECONBANK: Journal of Economics and Banking*, 3(2), 87–96.
- www.bisnis.com, diakses pada tanggal 25 Februari 2024 pukul 08.00.
- www.dpr.go.id, diakses pada tanggal 25 Februari 2024 pukul 10.00.