

## Determinan Kebijakan Utang (Studi Kasus Pada Badan Usaha Milik Negara (Bumn) Di Indonesia Periode 2019-2021)

Ainul Faizah Zahroh

Prodi Akuntansi S1, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Purwokerto  
Jl. KH. Ahmad Dahlan, Dusun III, Dukuwaluh, Kec. Kembaran, Kabupaten Banyumas 53182, Indonesia  
[ainulfaizahzahroh@gmail.com](mailto:ainulfaizahzahroh@gmail.com)

Hadi Pramono

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Purwokerto  
Jl. KH. Ahmad Dahlan, Dusun III, Dukuwaluh, Kec. Kembaran, Kabupaten Banyumas 53182, Indonesia  
[pramono.hadi.75@gmail.com](mailto:pramono.hadi.75@gmail.com)

Suryo Budi Santoso

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Purwokerto  
Jl. KH. Ahmad Dahlan, Dusun III, Dukuwaluh, Kec. Kembaran, Kabupaten Banyumas 53182, Indonesia  
[suryobs@gmail.com](mailto:suryobs@gmail.com)

Hardiyanto Wibowo

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Purwokerto  
Jl. KH. Ahmad Dahlan, Dusun III, Dukuwaluh, Kec. Kembaran, Kabupaten Banyumas 53182, Indonesia  
[hardiyantowb2d@gmail.com](mailto:hardiyantowb2d@gmail.com)

### Article's History:

Received 7 April 2023; Received in revised form 3 Mei 2023; Accepted 7 Mei 2023; Published 1 Juni 2023. All rights reserved to the Lembaga Otonom Lembaga Informasi dan Riset Indonesia (KITA INFO dan RISET).

### Suggested Citation:

Zahroh, A. F., Pramono, H., Santoso, S. B., & Wibowo, H. (2023). Determinan Kebijakan Utang (Studi Kasus Pada Badan Usaha Milik Negara (Bumn) Di Indonesia Periode 2019-2021). JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi), 9 (3). 565 – 576. <https://doi.org/10.35870/jemsi.v9i3.1105>

### Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji bagaimana struktur aset, *free cash flow*, *investment opportunity set*, ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang dalam studi kasus di Badan Usaha Milik Negara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian ini adalah perusahaan BUMN yang tercatat sebanyak 89 perusahaan selama tahun 2019-2021. Sampel dipilih berdasarkan metode *purposive sampling* dan didapat sampel 27 perusahaan. Regresi data panel digunakan sebagai teknik analisis data. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang antara struktur aset, FCF dan ukuran perusahaan. Namun, hubungan *antara investment opportunity set* dan kebijakan utang tidak dapat dibuktikan dalam penelitian ini.

**Keywords:** DER, struktur aset, *free cash flow*, *investment opportunity set*, ukuran perusahaan

### Pendahuluan

Menurut Brigham, Eugene F., (2011) menyatakan bahwa pendanaan oleh utang memiliki manfaat tertentu bagi perusahaan yaitu pajak yang dibayarkan oleh perusahaan akan berkurang karena bunga dari pinjaman atas utang, sedangkan dividen yang dibayarkan oleh saham tidak menjadi pengurang dari pajak. Pada saat perusahaan meraup keuntungan yang besar, dan pendanaan perusahaan menggunakan dana internal atau laba ditahan maka pemilik saham tidak ikut menerima laba tersebut. Dengan demikian jika operasional dibiayai dengan utang perusahaan mendapat potongan pada saat membayar pajak. Namun pendanaan dengan utang juga memiliki kelemahan, penggunaan hutang dengan jumlah yang banyak dapat meningkatkan risiko keuangan bagi perusahaan.

Kondisi ekonomi yang masih belum pulih ditengah situasi pandemi menyebabkan terganggunya kinerja keuangan emiten BUMN. Akibatnya, menyebabkan kesulitan pada perusahaan sehingga terjadi penambahan jumlah hutang yang menjadi ancaman signifikan terhadap perusahaan tersebut. Pada kuartal kedua tahun 2021 sekitar 14% perusahaan naungan BUMN memiliki hutang yang *relative* besar terhadap total aset yang dimiliki. Penggunaan hutang usaha dialokasikan untuk investasi dan modal kerja dalam jumlah besar namun pihak manajemen seperti tidak menuliskan dalam laporan keuangan (Sandria, 2021).

Perusahaan dapat berjalan dengan baik karena pemegang saham dan pemilik perusahaan mempercayakan manajer sebagai pemegang kendali untuk kesuksesan sebuah perusahaan. Tanggung jawab seorang manajer bagi perusahaan adalah untuk membuat keputusan dalam mengelola dana perusahaan tersebut (Lautania dkk., 2017). Selain manajer, pendanaan merupakan aspek penting dalam perusahaan untuk keberlangsungan dan kegiatan operasionalnya (Astuti, 2015). Masalah pendanaan untuk keberlangsungan operasional perusahaan harus dengan pertimbangan yang matang sebelum diputuskannya suatu hal, karena setiap kebijakan pendanaan tidak mempunyai dampak finansial yang sama. Pendanaan yang akan digunakan untuk operasional perusahaan berhubungan dengan sumber dana dan penggunaan dana yang telah diperoleh. Modal atau sumber dana tersebut dapat diperoleh dari pihak internal ataupun pihak eksternal. Dana internal bersumber dari *retained earnings* dan depresiasi sedangkan utang dan pembelian saham oleh investor adalah dana yang bersumber dari pihak eksternal ( Panjaitan, Jolanda, 2018).

Menurut Pramiska (2017) menyatakan kebijakan utang ialah kebijakan yang diambil oleh manajemen keuangan ketika perusahaan mendapat dana dari luar untuk operasionalnya. Manajer mengambil keputusan penting terkait pendanaan tersebut dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan berdampak pada kemakmuran pemegang saham. Ketika perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi maka bunga untuk pembayaran utang semakin besar, oleh karena itu perusahaan harus bersiap menerima risiko kebangkrutan. Karena risiko tersebut, perusahaan harus mengambil kebijakan yang tepat agar utang yang digunakan memiliki manfaat baik bagi perusahaan sehingga tidak terjadi kegagalan pada perusahaan dan dapat membayar utang.

Penelitian yang akan dilakukan adalah pengembangan dari penelitian Linda dkk., (2017) yang menguji variable struktur aset, *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan utang. Penelitian ini menguji kembali variabel tersebut dan menambahkan variable ukuran perusahaan dalam penelitian yang disarankan oleh penelitian sebelumnya. Determinan kebijakan utang yang menjadi judul penelitian ini adalah variable struktur aset, *free cash flow* dan *investment opportunity set* dan ukuran perusahaan yang dapat mempengaruhi kebijakan utang disuatu perusahaan.

Kebijakan utang yang akan diambil perusahaan harus memastikan terlebih dahulu rasio utang dan modal yang dimiliki perusahaan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) untuk mengukur struktur modal perusahaan. Struktur permodalan yang paling baik adalah yang bisa meminimalisir dana dari penggunaan modal keseluruhan dan biaya modal rata-rata, sehingga nilai perusahaan dapat dicapai dengan baik (Linda dkk 2017). Pemegang saham menginginkan utang sebagai sumber dana untuk perusahaan, namun manajer beranggapan bahwa hutang lebih beresiko tinggi bagi perusahaan sebagai alokasi pendanaan untuk operasional perusahaan sehingga terjadi konflik antara prinsipal dan agen.

Emiten BUMN tercatat mayoritas perusahaan yang besar. Perusahaan besar adalah perusahaan dengan nominal struktur aset yang banyak karena struktur aset adalah rasio antara aset tetap dan total aset (Manoppo dkk., 2018). Perusahaan dengan tingkat aktivitas operasional yang banyak cenderung akan dibiayai oleh utang karena tidak mencukupinya pendanaan dari dalam. Berdasarkan penjelasan tersebut disimpulkan bahwa stuktur kekayaan atau *asset* adalah sumber daya milik perusahaan untuk kegiatan operasionalnya. Utang dapat diperoleh sebanyak-banyaknya oleh perusahaan yang memiliki aset tetap besar karena dengan aset tersebut dapat menjadi jaminan perusahaan untuk memperoleh utang (Mannan 2004). Penelitian Tundjung, Herlin Setijaningsih (2020) menyatakan bahwa struktur aset memiliki pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang dihitung dengan DER. Penelitian Nurjanah (2021) menyebutkan struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Fauzi, dkk., (2022) juga menyebutkan Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Sedangkan hasil penelitian Lautania, Linda dkk., (2017) menyebutkan struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Penelitian Sucita et al., (2019) diperoleh hasil pengaruh *negative* terhadap kebijakan utang dan penelitian Manoppo dkk., (2018) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang.

*Factor* selanjutnya yang dapat mempengaruhi kebijakan utang dalam perusahaan yaitu *free cash flow*, yang banyak menimbulkan masalah antara prinsipal dan agen. Pihak agen mungkin merencanakan arus kas bebas digunakan untuk pembiayaan operasional sehingga kinerja manajemen meningkat dan *firm value* juga mengalami

peningkatan. Namun, pemegang saham melihat dari sudut pandang yang berbeda, dengan adanya *free cash flow* yang besar manajer akan menggunakan dana tersebut untuk aktivitas operasional yang tidak memberikan manfaat bagi perusahaan dan menyebabkan kerugian pada pemilik saham (Kamila, 2019). Jika *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan tersebut besar maka semakin kuat kemampuan perusahaan untuk mengembalikan liabilitas dan dapat menggunakan *free cash flow* untuk pendanaan. Beberapa peneliti menyatakan *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang dalam penelitiannya seperti pada penelitian Kamila, (2019); Almarjan et al., (2020); Wardhani, (2021). Sedangkan penelitian Sucita dkk., (2019); Safitri & Asyik, (2015) *free cash flow* memiliki pengaruh *negative* terhadap kebijakan utang dan penelitian Aprilia, (2017) arus kas bebas tidak terdapat pengaruh terhadap kebijakan utang.

*Investment opportunity set* dapat menentukan kebijakan utang seperti yang diungkapkan oleh Nofiani & Gunawan (2018) menjelaskan IOS bisa menjadi pilihan sebagai penanaman modal bagi perusahaan yang akan datang. Vuran dkk., (2017) menjelaskan perusahaan dengan peluang kesuksesan yang tinggi harus menggunakan modal untuk kegiatan operasional, karena perusahaan yang memiliki pembiayaan utang tinggi cenderung kehilangan peluang investasi yang bermanfaat bagi masa depan. Penelitian Gul, Ferdinand A & Kealey, (1999) menyatakan bahwa penelitian IOS memiliki pengaruh *negative* pada kebijakan utang namun, penelitian Linda dkk., (2017) menyatakan set peluang investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Penelitian Susanto, (2018) menunjukkan adanya pengaruh antara peluang investasi terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Panjaitan, Jolanda (2018) *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang.

Ukuran perusahaan bersifat membedakan antara suatu perusahaan termasuk dalam ukuran perusahaan kecil, menengah atau besar. Utang yang dimiliki perusahaan dapat menjadi penentu seberapa besar perusahaan tersebut. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka kegiatan operasional perusahaan akan semakin banyak begitupun pendanaan untuk operasionalnya. Bilamana anggaran dari dalam tidak mencukupi maka dibutuhkan dana dari luar yaitu utang. Penelitian (Astuti, 2015); Peilouw, (2017) dan Lie Sha, (2018) ; menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Berbeda dengan penelitian Nuraina, (2010) tidak terdapat pengaruh pada kebijakan utang. Penelitian Suryani & Khafid, (2015) dan Aminah & Wuryani, (2021) menyatakan ukuran perusahaan tidak ada pengaruh pada kebijakan utang.

Adanya perbedaan hasil tersebut maka penelitian ini dilakukan kembali guna mengkaji variable yang mempengaruhi kebijakan utang dan untuk memberikan hasil yang lebih relevan dengan data saat ini.

## Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

### Agency Theory

Jensen Meckling (1976) menyebutkan teori agensi ialah korelasi yang melibatkan kontrak antara *principal* dan agen, yang sering menyebabkan konflik yaitu perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Perbedaan tujuan tersebut yaitu pemilik modal menginginkan bertambahnya kekayaan yang dimiliki perusahaan sedangkan para manajer menginginkan kesejahteraan yang bertambah. Perbedaan dalam pengambilan keputusan perusahaan antara *principal* dengan agen adalah penyebab terjadinya konflik keagenan (Linda dkk., 2017).

Untuk melaksanakan operasional kegiatan perusahaan dengan baik, *principal* tidak sepenuhnya memberikan kepercayaan dan kendali penuh kepada agen karena secara manusiawi agen akan mendapatkan keuntungan pribadi atas pekerjaannya, sehingga *principal* selalu mengontrol pekerjaan dari agen. *Principal* juga memiliki kepentingan dalam operasional perusahaan, sehingga hubungan antara agen dan *principal* sering menimbulkan konflik. Konflik kepentingan ini adalah karena setiap individu hanya mementingkan dirinya sendiri keuntungan yang dapat menyebabkan asimetri informasi (Safriana dkk., 2018)

Masalah agensi dapat diatasi yaitu dengan *system controlling* sehingga dapat menyamakan kepentingan kedua belah pihak. *System* pengawasan yang diterapkan akan menimbulkan biaya agensi yang lebih bagi perusahaan. Meminimalkan biaya agensi dilakukan dengan opsi saham, agar pemilik modal atau pemegang saham mendapat hasil yang baik dari manajer yang melakukan tindakan dengan tepat, manajer diberi hak untuk membeli opsi saham yang harganya sudah ditentukan, dengan begitu manajer akan meningkatkan harga saham perusahaan guna meningkatkan harga opsi saham tersebut (Lautania dkk., 2017).

### Packing Order Theory

Myers dan Maljuf (1984) mengemukakan *pecking order theory* adalah teori yang menyatakan urutan keputusan perusahaan dalam pendanaan. Pendanaan untuk operasional perusahaan menggunakan laba ditahan lebih dahulu kemudian menggunakan utang dan pilihan terakhir adalah menerbitkan saham baru. Manajer tidak memilih menerbitkan saham baru untuk pilihan pertama sebab biaya penerbitan saham baru lebih beresiko dibanding menerima utang dari pihak eksternal untuk pendanaan. Sehingga menimbulkan informasi asimetrik didalam perusahaan dan inilah yang menjadi dasar dari *pecking order theory*.

Menerbitkan saham baru dapat merugikan atau menimbulkan masalah 'lemon'. Manajer akan menggunakan informasi pribadinya ketika perusahaan memutuskan mengeluarkan saham baru yang cukup mahal. Oleh karena itu, saat perusahaan meluncurkan saham baru dengan harga yang cukup tinggi banyak para penanam saham kehilangan informasi dan saat itulah manajer menggunakan informasi pribadinya dan menetapkan diskon pada saham baru tersebut. Untuk mengantisipasi pendiskontoan sekuritas berisiko atau peluncuran saham baru agar kebal terhadap masalah lemon, perusahaan akan mengikuti *pecking order theory* yaitu membiayai dengan sumber daya internal sejauh mungkin. Jika dana internal tidak memadai, maka akan memperoleh dana dari utang. Perusahaan mengeluarkan ekuitas hanya pada saat dibawah tekanan, atau ketika kebutuhan jauh lebih banyak dari pada sumber daya internal (Frank dkk., 2020).

### Kebijakan Hutang

Utang atau pinjaman merupakan dana dari luar perusahaan yang tercatat didalam struktur modal perusahaan. Dampak baik dari kebijakan utang yang diterapkan dengan tepat dapat membantu manajer dalam memperketat dan mengoptimalakan dana yang akan digunakan karena seorang manajer harus mampu memegang kendali atas keputusan pendanaan yang akan diterapkan pada perusahaan. Kebijakan utang adalah aturan yang berlaku untuk setiap tingkat kepentingan perusahaan yang membiayai utang dengan kas nya atau disebut dengan *coverage ratio* (Malenko & Tsoy, 2020).

*Debt to equity ratio* (DER) digunakan untuk mengetahui rasio antara utang dan ekuitas disebuah perusahaan (Linda dkk., 2017). Kebijakan utang memiliki hubungan positif terhadap resiko, yaitu semakin besar nilai utang maka resiko yang akan dihadapi perusahaan semakin besar. Pihak manajer hanya mempunyai peluang yang sangat kecil dalam melakukan kegiatan yang tidak memberi manfaat pada perusahaan karena perusahaan yang utangnya lebih tinggi dibandingkan dengan modalnya akan dikendalikan oleh pihak debitur. Pembayaran bunga atas utang yang tinggi akan menambah resiko investasi usaha karena pembayaran tersebut akan meminimalkan biaya agensi dan memperkuat pengawasan.

### Struktur Aset

Aset adalah kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan. Aset dapat diklasifikasikan sebagai aset lancar, aset tetap, aset tidak berwujud dan aset lainnya. Utang dapat diperoleh sebanyak-banyaknya oleh perusahaan yang memiliki aset besar karena dengan *asset* tersebut dapat menjadi jaminan perusahaan untuk memperoleh utang. *Tangible asset* adalah penentuan seberapa besar bagian untuk setiap unsur- unsur yang ada pada aset seperti aset lancar dan aset tetap. Penelitian Nugraha dkk., (2020) dan Rahmayati dkk., (2021) terhadap struktur aset memiliki pengaruh positif pada kebijakan utang dan penelitian Herlin, Tundjung Setijaningsih (2020) mendapat hasil struktur *asset* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal yang dihitung dengan DER. Struktur aset perusahaan dengan angka yang tinggi akan menjamin perusahaan untuk mendapatkan liabilitas (Mujiatun & Ferina, 2021). Oleh karena itu disusunlah hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Struktur *asset* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

### Free Cash Flow

*Free cash flow* adalah kas yang didapat setelah menghasilkan NPV positif yang digunakan untuk mendanai aktivitas perusahaan (Jensen, 1976). Perusahaan yang sehat adalah perusahaan yang memiliki kas yang dapat digunakan kebijakan utang untuk keberlangsungan kegiatan perusahaan. Manajer sebisa mungkin akan menggunakan dana dari dalam untuk membiayai kegiatan perusahaan, jika dana dari dalam tidak mencukupi pilihan selanjutnya adalah liabilitas. Saat arus kas bebas perusahaan dinilai lancar, perusahaan akan memutuskan mendanai operasionalnya menggunakan arus kas dan meminimalkan penggunaan utang (Afiezan dkk., 2020). Seperti pada penelitian Linda dkk., (2017); Pramiska, (2017); Sucita dkk., (2020) dan Feryyanshah (2022) yang

membuktikan semakin tinggi arus kas perusahaan maka liabilitas yang dimiliki oleh perusahaan lebih sedikit untuk mendanai kegiatan operasionalnya.

H<sub>2</sub>: *Free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

### Investment Opportunity Set

*Investment Opportunity set* adalah peningkatan produksi atau peluang dalam proyek *net present value* yang positif sebagai hasil dari pengeluaran modal dan pemanfaatan aset. IOS merupakan sinyal yang baik dari peluang pertumbuhan di masa depan karena variabel ini mencerminkan sentimen pasar terhadap arus kas yang mampu diperoleh perusahaan dimasa yang akan datang. Ketika manajer dan investor memiliki informasi yang tidak sama dimana manajer akan lebih memiliki banyak informasi internal, maka laba akan dimainkan oleh manajer sehingga manajer dapat memilih laba ditahan sebagai pendanaan terlebih dahulu dan meminimalkan risiko dengan menerima investasi dari penanam modal dan tidak menggunakan utang sebagai pendanaan perusahaan (Nugroho & Jasman, 2018). Dari teori tersebut didukung oleh peneliti peneliti terdahulu yaitu IOS berpengaruh *negative* terhadap kebijakan utang. Penelitian Gul, Ferdinand A; Kealey, (1999) menyatakan IOS berpengaruh *negative* terhadap kebijakan utang yang penelitiannya dilakukan di perusahaan Korea. Penelitian Anggraeni et al., (2018) juga menyatakan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Jadi ketika perusahaan berpeluang untuk menerima investasi dari para investor untuk pendanaan maka perusahaan tidak perlu menerima utang dari pihak eksternal.

H<sub>3</sub>: *Invesment opportunity set* berpengaruh *negative* terhadap kebijakan utang

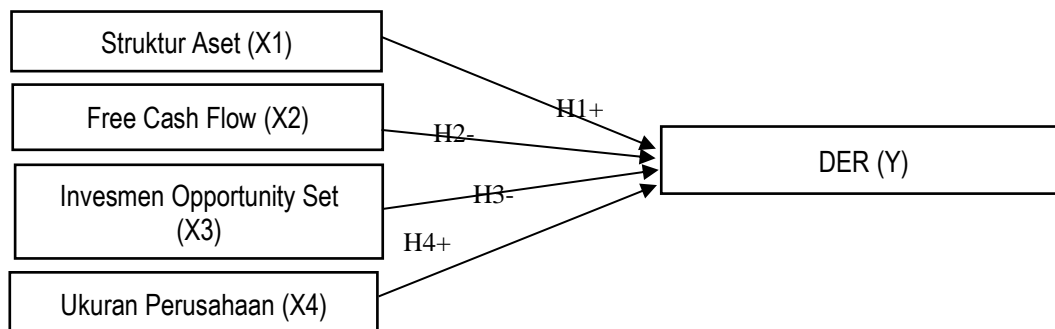
### Ukuran Perusahaan

Ukuran seberapa banyak total aset yang dimiliki perusahaan adalah definisi dari ukuran perusahaan. *Leverage* yang tinggi biasanya akan dimiliki perusahaan yang besar dibanding perusahaan kecil (Margaretha, 2014). Menurut penelitian Aziz dkk., (2019) perusahaan yang berukuran besar akan banyak menggunakan dana untuk menjalankan operasional perusahaan. Hasil penelitian Astuti, (2015); Peilouw, (2017) dan Lie Sha, (2018) ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Maka tingkat utang dapat dipertimbangkan dengan ukuran perusahaan, karena perusahaan yang besar dapat dengan mudah menerima liabilitas sebab mempunyai aset yang besar sebagai jaminan.

H<sub>4</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

### Kerangka Pemikiran

Berlandaskan teori dan penelitian-penelitian sebelumnya sebagai dasar perkiraan yang melandasi penelitian dari pengaruh struktur aset, *free cash flow*, *investment opportunity* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang maka dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1  
Kerangka Pemikiran

### Metode Penelitian

Desain penelitian merupakan cara atau metode peneliti dalam melakukan penelitiannya (Linda dkk., 2017). Penelitian ini bermaksud untuk menguji hipotesis dari masing-masing variabel. Pengujian tersebut yaitu menguji pengaruh *variable* bebas seperti struktur aset, FCF, IOS dan ukuran perusahaan terhadap *variable* terikat yaitu

kebijakan utang. Data dari laporan keuangan digunakan dalam penelitian ini kemudian dijabarkan dengan rasio keuangan dan tidak merubah data yang hendak diteliti.

### Populasi dan Sample

Perusahaan BUMN (Badan Usaha Milik Negara) Indonesia merupakan populasi dari penelitian ini. Sampel penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* yaitu sample harus memenuhi kriteria. Kriteria tersebut adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan BUMN yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2019-2021.
2. Perusahaan BUMN yang menerbitkan laporan keuangan diaudit dari tahun 2019-2021.
3. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini tersedia dalam laporan keuangan yang dibutuhkan.

### Sumber dan Teknik pengumpulan data

Teknik pengumpulan data penelitian ini adalah menggunakan data kuantitatif dengan regresi data panel. Penelitian ini menggunakan data sekunder dan data tersebut dapat diperoleh melalui sumber yang telah tersedia yang dapat diakses oleh semua orang.

### Definisi Operasional Variabel

#### Variable Dependen (Y)

Variable dependen yakni kebijakan utang di ukur dengan *debt to equity ratio* (DER). DER bertujuan untuk mendapatkan rasio dari struktur modal yang dapat digunakan sebagai pendanaan (Lautania dkk., 2017). Debt Equity Ratio menurut Brigham dan Houston (2006) :

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

#### Variabel Independen (X)

##### Struktur Aset

Struktur Aset adalah variable yang menggambarkan seberapa besar aktiva tetap mengendalikan aset yang dimiliki perusahaan (Aurelia et al., 2020). Struktur aset dirumuskan sebagai berikut:

$$AST = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

##### Free Cash Flow

*Free cash flow* adalah arus kas yang menunjukkan banyaknya uang kas yang dapat diperoleh perusahaan setelah membiayai kegiatan perusahaan untuk mempertahankan dan mengembangkan kekayaannya. Mengikuti Fauzi, anisa et al., (2022), rumus arus kas sebagai berikut:

$$CFF = \frac{CFO - CFI}{\text{Total Aset}}$$

##### Keterangan

FCF: Free cash flow

CFO: Cash Flow from Operating

CFI: Cash Flow from Investing

##### Investment Opportunity set

IOS dapat diukur menggunakan proksi rasio *earning per share* (E/P) karena rasio tersebut dapat digunakan untuk menunjukkan adanya aliran laba dimasa depan dan merupakan proksi potensi pertumbuhan yang dapat dibuktikan (Susanto, 2018). Rumus IOS sebagai berikut:

$$E/P = \frac{\text{Earning Per Share}}{\text{Harga Jual Saham}}$$

##### Ukuran Perusahaan

Besar kecilnya suatu perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan utang, pendanaan operasional menggunakan hutang akan menguntungkan perusahaan karena modal milik perusahaan akan digunakan untuk

pembiayaan proyek yang lebih menguntungkan. Menurut penelitian Sugeng, Prasetyo, (2021) rumus ukuran perusahaan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{LN}(\text{Total Aset})$$

### Model Analisis dan Pengujian Data

Penelitian ini menggunakan model analisis regresi linear berganda. Jika lolos dalam uji asumsi klasik maka pengujian hipotesis secara parsial maupun simultan dapat dilakukan. Berikut persamaanya:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

Keterangan :

Y= DER

$\alpha$ = *constant*

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  = besarnya koefisien

$X_1$  = Struktur asset

$X_2$  = FCF

$X_3$  = IOS

$X_4$  = Ukuran perusahaan

$\varepsilon$  = *error*

### Analisis Statistic Deskriptif

Analisis deskriptif merupakan gambaran dari variabel yang diteliti, yaitu struktur aset, *free cash flow*, *investment opportunity set* dan ukuran perusahaan dari data perusahaan BUMN yang tercatat di BEI periode 2019-2021.

### Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini yaitu uji normalitas menggunakan *Kolmogorov Smirnov Test*, kemudian uji multikolineritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas (Ghozali, 2018).

### Uji Hipotesis

Uji hipotesis yang dilakukan penelitian ini meliputi uji Koefisien determinasi ( $R^2$ ), Uji kelayakan model atau uji f dan uji statistic t (Ghozali, 2018).

### Hasil Dan Pembahasan

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 81 sampel. Sebanyak 81 sampel diuji normalitas agar dapat dilanjutkannya penelitian, namun dari hasil sebaran data yang diuji terdapat data outlier yang mengganggu proses analisis sehingga sampel yang mengalami outlier harus dihilangkan yaitu sebanyak 18 sampel agar lolos uji normalitas dan dapat melanjutkan proses analisis data, sehingga diperoleh untuk data diolah adalah sebanyak 63 sampel.

### Hasil Uji Analisis Deskriptif

**Tabel 1**  
**Hasil Uji Analisis Deskriptif**  
**Setelah outlier**

#### Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Struktur Aset	63	0.001	0.814	0.24056	0.252769
Free Cash Flow	63	-0.089	0.310	0.08779	0.075645
IOS	63	-0.095	0.160	0.04252	0.055267
Ukuran Perusahaan	63	15.006	32.440	22.71349	5.311558
DER	63	-2.177	11.304	3.62273	2.897296
Valid N (listwise)	63				

Sumber: Data diolah, 2023



## Hasil Uji Asumsi Klasik

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik**

Jenis Uji	Hasil Uji	Penjelasan
Normalitas	<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> =0,200	Normal
Multikolineritas	SA : VIF=1,298. FCF: VIF=1,110. IOS : VIF=1,272. UP : VIF=1,320.	Tidak terjadi Multikolineritas
Autokorelasi	Du=1,7438<DW=1,843< 4-Du	Tidak terjadi Autokorelasi
Heterokedastisitas	Struktur Aset = 0,267 FCF = 0,409 IOS = 0,647 Ukuran Perusahaan = 0,060	Tidak terjadi gejala Heteroskedastisitas

Sumber: Data diolah, 2023

## Analisis Regresi Linier Berganda

Persamaan yang dihasilkan dalam permodelan regresi linear berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 3**  
**Analisis Regresi Linier Berganda**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	11.559	1.743		6.632	0.000
Struktur Aset	-7.515	1.257	-0.656	-5.979	0.000
Free Cash Flow	-10.717	3.884	-0.280	-2.760	0.008
IOS	-4.190	5.689	-0.080	-0.737	0.464
Ukuran Perusahaan	-0.221	0.060	-0.404	-3.658	0.001

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Data diolah, 2023

Dari *table* diatas yaitu analisis regresi linear berganda, maka model persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 11,559 - 7,515X_1 - 10,717X_2 - 4,190X_3 - 0,221X_4 + \varepsilon$$

Artinya mulai dari *variable* struktur aset, *free cash flow*, *investment opportunity set* dan ukuran perusahaan sama sama berpengaruh *negative* terhadap kebijakan utang pada perusahaan BUMN periode 2019-2021.

## Uji Hipotesis

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Hipotesis**

Jenis Uji	Hasil Uji	Penjelasan
Uji R <sup>2</sup>	Adjusted R Square = 0,463	46,3% Variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen
Uji F	F= 12,502 ; Sig= 0,000	Model regresi fit



Uji t	Struktur aset= 0,000 FCF = 0,008 IOS = 0,464 Ukuran perusahaan = 0,001	Dari 4 (empat) variable independent terdapat 3 (tiga) Variable independent yang berpengaruh dan 1 (satu) variable independent yang tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
-------	---	---

### Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

Struktur aset yang telah diuji berarah negatif dengan nilai koefisien beta -7,515 signifikansi  $0,000 < 0,05$  yang berarti variabel struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang dan H1 **ditolak**. Teori hipotesis ini sejalan Nurjanah (2021) dan Rahmawaty & Yudina (2015) semakin perusahaan memiliki aset tetap dengan jumlah besar maka perusahaan mampu menerbitkan banyak surat utang. Sedangkan dalam hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian Sucita dkk., (2020) dan Linda dkk., (2017) dengan hasil *negative* yang mana sesuai dengan manfaat aset yang dijelaskan pada *pecking order theory* dalam sebuah perusahaan yaitu menjelaskan urutan pertama yang membiayai kegiatan operasional. Emiten BUMN perusahaan yang memiliki struktur aset yang tinggi maka pendanaan untuk operasional perusahaannya dan investasi menggunakan aset lancar sehingga mengurangi penggunaan utang untuk pendanaan operasional perusahaan.

### Pengaruh Free cash flow terhadap Kebijakan Hutang

FCF pada *table* menunjukkan bahwa nilai koefisien beta -10,717 dan nilai signifikansi sebesar  $0,008 < 0,05$ , sehingga hipotesis ke dua (H<sub>2</sub>) dinyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, **diterima**. Hasil yang didapat seperti yang manfaat *free cash flow* bagi perusahaan semakin tinggi FCF maka penggunaan utang perusahaan semakin sedikit. Kemudian sejalan dengan yang dijelaskan pada *agency theory* yaitu kontrak antara *shareholder* dan agent dimana seorang *principal* adalah pemilik saham, yang akan mengutamakan kemakmuran *agent* pihak manajemen perusahaan. Penelitian terdahulu yang mendukung hasil penelitian ini seperti penelitian Linda dkk., (2017); Jolanda Panjaitan, (2018) dan Feryyanshah (2022) menyatakan bahwa FCF berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

### Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kebijakan Utang

IOS yang telah diuji berarah negatif dengan nilai koefisien beta -4,190 dan nilai sig sebesar  $0,464 > 0,05$  oleh sebab itu *Investment Opportunity Set* (IOS) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang yang berarti H3 **ditolak**. Hasil dari penelitian ini dianggap perusahaan sudah cukup meningkatkan produktivitas perusahaan, karenanya perusahaan menggunakan dana dari dalam untuk aktivitas perusahaan dan tidak menggunakan *Investment opportunity set* sebagai pendanaan. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa rendah tingginya *investment opportunity set* tidak akan mencerminkan apakah kebijakan utang perusahaan rendah atau justru tinggi. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Nofiani & Gunawan (2018); Sucita dkk., (2020) dan Wardhani (2021) yang menyatakan bahwa IOS tidak terdapat pengaruh terhadap kebijakan utang.

### Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang

Variabel ukuran perusahaan menunjukkan koefisien beta (-0,221) signifikansi  $0,001 < 0,05$ , yang artinya ukuran perusahaan berpengaruh *negative* terhadap kebijakan utang maka hipotesis ke-4 **ditolak**. Penelitian ini mendapatkan hasil penelitian berupa ukuran perusahaan yang berpengaruh terhadap kebijakan utang namun, makin besar perusahaan tersebut, semakin sedikit menggunakan pendanaan dari pihak luar dan menggunakan dana internal untuk kegiatan operasionalnya. Penelitian ini mendukung penelitian dari Sari (2020) yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh *negative* terhadap kebijakan utang.

### Kesimpulan

Struktur aset berpengaruh *negative* signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan BUMN tahun 2019-2021. Perusahaan naungan milik negara ini menggunakan aset perusahaannya untuk dana operasionalnya dan lebih sedikit menggunakan hutang, dana aset milik perusahaan juga tidak banyak yang dibiayai oleh utang.

*Free cash flow* terhadap kebijakan utang berpengaruh *negative* pada perusahaan BUMN tahun 2019-2021. Perusahaan dengan FCF yang besar akan sedikit dibiayai oleh utang, perusahaan akan menggunakan dana internal untuk penambahan modalnya dan mengurangi penggunaan hutang untuk kegiatan operasional perusahaan.

IOS tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang pada perusahaan BUMN tahun 2019-2021. Dengan rendah atau tingginya *investment opportunity set* tidak menjadikan perubahan dalam pengambilan keputusan. Oleh karena itu *investment opportunity set* tidak mempengaruhi dan tidak menentukan tinggi rendahnya kebijakan utang didalam suatu perusahaan.

Ukuran perusahaan berpengaruh *negative* terhadap kebijakan utang emiten BUMN tahun 2019-2021. Perusahaan yang semakin besar kegiatan perusahaan semakin banyak. Perusahaan BUMN yang diteliti ini kemungkinan melakukan kegiatan operasional menggunakan dana internal dan sedikit menggunakan pinjaman dana dari luar atau utang.

### Keterbatasan dan Rekomendasi

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan yang harus diperbaiki agar dapat dilakukan penelitian berikutnya sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih relevan, antara lain:

- 1) Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini tidak melibatkan semua variabel yang dapat mempengaruhi kebijakan yakni hanya Struktur Aset, FCF, IOS dan Ukuran Perusahaan. Dengan demikian ada kemungkinan terabaikannya variabel lainnya dapat mempengaruhi terhadap kebijakan hutang yang di ukur dengan DER.
- 2) Data penelitian ini hanya pada perusahaan BUMN dari tahun 2019-2021, sehingga hasilnya tidak mencakup semua perusahaan di BEI.

Adapun rekomendasi untuk penelitian penelitian selanjutnya sebagai berikut:

1. Dipenelitian selanjutnya diharapkan menggunakan periode waktu yang lebih panjang,
2. Penambahan jumlah sampel yang lebih banyak dan;
3. Menambahkan dan atau memasukkan variabel lainnya seperti, profitabilitas, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, sehingga hasil penelitian dapat mewakili keseluruhan populasi yang ada.

### Referensi

- Afiezian, A., Wijaya, G., Priscilia, P., & Claudia, C. (2020). The Effect of Free Cash Flow, Company Size, Profitability and Liquidity on Debt Policy for Manufacturing Companies Listed on IDX in 2016-2019 Periods. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 3(4), 4005–4018. <https://doi.org/10.33258/birci.v3i4.1502>
- Almarjan, L., Dania, D. M., & Jhoansyah, D. (2020). Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang. *BUDGETING: Journal of Business, Management and Accounting*, 1(2), 163–169. <https://doi.org/10.31539/budgeting.v1i2.807>
- Aminah, N. N., & Wuryani, E. (2021). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di Bei Tahun 2014-2018. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 9(2), 337–352. <https://doi.org/10.17509/jrak.v9i2.29483>
- Anggraeni, S. B., Paramita, P. D., & Oemar, A. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Risiko Bisnis, dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Journal of Accounting*, 4(4), 1–18.
- Astuti, E. (2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 15(02), 149. <https://doi.org/10.29040/jap.v15i02.188>
- Aziz, A. M., Chomsatu, Y., & Wahyuningsih, E. M. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmiah Edunomika*, 3(02). <https://doi.org/10.29040/jie.v3i02.554>
- Brigham, Eugene F., dan J. F. H. (2011). *Fundamentals of Financial Management*. Salemba Empat.
- Fauzi, anisa, M. T. A., Hadiwibowo3, & Imam. (2022). Pengaruh free cash flow , struktur aset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang. 14(2), 130–145. <https://doi.org/10.35313/ekspansi.v14i2.4431>
- Feryyanshah, A. A. (2022). PENGARUH LIKUIDITAS , ISTRUKTUR ASET , IPROFITABILITASI DANI FREEI CASHI FLOW I TERHADAPI KEBIJAKANI HUTANGI JIMEA | Jurnal Ilmiah MEA ( Manajemen , Ekonomi , dan Akuntansi ). 6(3), 69–87.
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2020). The Pecking Order Theory of Capital Structure: Where Do We Stand? *SSRN Electronic Journal*, 1–42. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3540610>

- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 23*. Universitas Diponogoro.
- Gul, Ferdinand A; Kealey, B. T. (1999). Chaebol, Investment Opportunity Set and Corporate Debt and Dividend Policies of Korean Companies. *Review of Quantitative Finance and Accounting Volume*, 13,401–416. <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1008397808221>
- Tundjung Herlin Setijaningsih, L. A. (2020). Analisis Pengaruh Struktur Aset, Pertumbuhan Aset, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 2(2), 801. <https://doi.org/10.24912/jpa.v2i2.7662>
- Jensen, M. and M. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics* 3 305-360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>
- Jolanda Panjaitan, R. (2018). Pengaruh Current Ratio, Debt To Equity Ratio, Net Profit Margin Dan Return on Asset Terhadap Pertumbuhan Laba Pada Perusahaan Consumer Goods Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016. *Jurnal Manajemen*, 4(1), 2615–1928. <http://ejournal.lmiimedan.net>
- Kamila, D. N. (2019). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Industri Makanan dan Minuman di Indonesia. *Jurnal Ilmu Akuntansi Mulawarman*, 3(4), 1–10.
- Lie Sha, T. (2018). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, XXIII(02), 159–174.
- Linda, L., Lautania, M. F., & Arfandynata, M. (2017). Determinan Kebijakan Hutang (Bukti Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 4(1), 91–112. <https://doi.org/10.24815/jdab.v4i1.6628>
- Malenko, A., & Tsoy, A. (2020). Optimal Time-Consistent Debt Policies. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3588163>
- Mannan.pdf. (n.d.).
- Manoppo, M., Mangantar, M., & Rate, P. Van. (2018a). Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di Bei Periode 2012-2016. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 6(3), 1788–1797.
- Manoppo, M., Mangantar, M., & Rate, P. Van. (2018b). PENGARUH STRUKTUR ASET TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN THE EFFECT OF ASSET STRUCTURE OF DEBT POLICY ON AUTOMOTIVE COMPANY LISTED IN IDX PERIOD 2012-2016 E-mail : *Emba*, 6(3), 1788–1797.
- Margaretha, F. (2014). Determinants of Debt Policy in Indonesia's Public Company. *Review of Integrative Business & Economics Research*, 3(2), 10–16.
- Mujiatun, S., & Ferina, D. (2021). Effect of Profitability and Asset Structure on Capital Structure (In Sharia Based Manufacturing Companies In Indonesia Stock Exchange In 2016-2019 Period). *International Journal of Economics*, 2(2), 383–391. <http://jurnal.umsu.ac.id/index.php/insis/article/view/6325>
- Myers, S. (1977). Determinant of corporate borrowing. *Journal of Finance Economics* 5, 147–175.
- Nofiani, R., & Gunawan, B. (2018). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow (FCF), dan Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bei Tahun 2014-2016). *Reviu Akuntansi Dan Bisnis Indonesia*, 2(2), 144–152. <https://doi.org/10.18196/rab.020228>
- Nugraha, N. M., Hakim, A. A., Fitria, B. T., & Hardiyanto, N. (2020). The Influence Company Size, Asset Structure, Company Growth, Profitability On Debt Policy. *ECONOMICA: Jurnal Program Studi Pendidikan Ekonomi STKIP PGRI Sumatera Barat*, Vol.9 No.1, 34–41.
- Nugroho, B. A., & Jasman, J. (2018). Can Managers Use Accruals Quality for Creating Investment Opportunity Set and Increasing Firm Value? *Binus Business Review*, 9(3), 235–245. <https://doi.org/10.21512/bbr.v9i3.4891>
- Nuraina, E. (2010). Pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan ( Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI). *UNS-F.Ekonomi Prog. Magister Akuntansi-S.4308009-2010*. <https://digilib.uns.ac.id/dokumen/detail/11269>
- Nurjanah, I. (2021). *Pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas dan pengaruhnya terhadap kebijakan hutang*. 01(02), 260–269.
- Peilouw, C. T. (2017). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Perpajakan*, 3(1). <https://doi.org/10.26905/ap.v3i1.1325>
- Pramiska, D. A. (2017). Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang

- dengan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderating (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015). *E-Journal Ekonomi Bisnis Dan Akuntansi*, 1–12.
- Rahmawaty, R., & Yudina, T. A. (2015). Pengaruh Return On Asset (ROA) dan Financing To Deposit Ratio (FDR) terhadap Tingkat Bagi Hasil Deposito Mudharabah pada Bank Umum Syariah. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 2(1), 92–103. <https://doi.org/10.24815/jdab.v2i1.3623>
- Safitri, I., & Asyik, N. F. (2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 4(7), 1–18.
- Safrihana, R., Subroto, B., Subekti, I., & Fuad Rahman, A. (2018). An Overview on Contracting Theory and Agency Theory: Determinants of Voluntary Public Accounting Firms Switching. *KnE Social Sciences*, 3(10), 10–21. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3381>
- Sandria, F. (2021). *Nasib BUMN Karya, Cuma Dapat Laba Tipis tapi Utang Menggunung*. [www.Cnbcindonesia.Com](http://www.Cnbcindonesia.Com).
- Sari, I. R. (2020). Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Madani: Ilmu Pengetahuan, Teknologi, Dan Humaniora*, 3(2), 267–276. <https://doi.org/10.33753/madani.v3i2.117>
- Sucita, A., Oktavia, R., Kesumaningrum, N. D., & Lindrianasari. (1967). Struktur Aset, Free Cash Flow Dan Investment Opportunity Set (Ios) Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan BumN Di Indonesia. *Angewandte Chemie International Edition*, 6(11), 951–952.
- Sugeng, ;Prasetyo, E. B. Z. (2021). *JEMA : Jurnal Ilmiah Bidang Akuntansi dan Manajemen International Advisory Board of Editors*. 17(1).
- Suryani, A. D., & Khafid, M. (2015). Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013. *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan*, 4(1), 20–28.
- Susanto, Y. K. (2018). Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi Dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(3), 195–210. <https://doi.org/10.34208/jba.v13i3.236>
- Vuran, B., Tas, N., & Adiloglu, B. (2017). Determining the Factors Affecting Capital Structure Decisions of Real Sector Companies Operating in ISE. *International Journal of Economics and Finance*, 9(8), 25. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n8p25>
- Wardhani, D. A. K. (2021). *Pengaruh arus kas bebas, non-debt tax shield , struktur aset, risiko bisnis, dan set peluang investasi terhadap kebijakan utang artikel ilmiah*.