

Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Farmasi Dibe

Violita Indah Permani^{1*}, Ilzar Daud², Anggraini Syahputri³, Anwar Azazi⁴

¹⁻⁴Universitas Tanjungpura, Indonesia

violitaindah@student.untan.ac.id^{1*}, ilzar.daud@ekonomi.untan.ac.id²,
anggrainisyahputri@ekonomi.untan.ac.id³, anwar.azazi@ekonomi.untan.ac.id⁴

Alamat: Jl. Prof. Dr. H Jl. Profesor Dokter H. Hadari Nawawi, Bansir Laut, Kec. Pontianak Tenggara,
 Kota Pontianak, Kalimantan Barat 78124

Korespondensi penulis: violitaindah@student.untan.ac.id*

Abstract. *Growth Opportunity, Profitability, and Free Cash Flow Related to Debt Policy are the main objectives of this study. Pharmaceutical companies traded on the Indonesia Stock Exchange (IDX) between 2019 and 2023 are the population of this study. Quantitative data used in this study comes from the Indonesia Stock Exchange (IDX) website (<https://idx.co.id>). The sample for this study was 14 companies over 5 years selected using purposive sampling techniques with several predetermined criteria. Based on the results of the study, Growth Opportunity does not affect debt policy, Profitability negatively affects debt policy, and Free Cash Flow does not affect debt policy.*

Keywords: *Debt Policy; Free cash flow; Growth Opportunity; Profitability*

Abstrak. Peluang Pertumbuhan, Profitabilitas, dan Arus Kas Bebas yang Berhubungan dengan Kebijakan Hutang merupakan tujuan utama dari penelitian ini. Perusahaan farmasi yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) antara tahun 2019 dan 2023 merupakan populasi penelitian ini. Data kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari situs web Bursa Efek Indonesia (BEI) (<https://idx.co.id>). Sampel untuk penelitian ini adalah 14 perusahaan selama 5 tahun yang dipilih dengan menggunakan teknik purposive sampling dengan beberapa kriteria yang telah ditentukan. Berdasarkan hasil penelitian, *Growth Opportunity* tidak mempengaruhi kebijakan hutang, Profitabilitas mempengaruhi kebijakan hutang secara negatif, dan *Free Cash Flow* tidak mempengaruhi kebijakan Hutang.

Kata kunci: *Free cash Flow; Growth Opportunity; Profitabilitas, Kebijakan Hutang*

1. LATAR BELAKANG

Perusahaan-perusahaan yang memiliki utang dalam jumlah besar akan kewalahan. Karena berbagai kebijakan memiliki tingkat risiko keuangan yang berbeda-beda, para pembuat kebijakan harus mempertimbangkan utang. Perusahaan menggunakan kebijakan utang mereka sebagai sarana untuk meningkatkan modal untuk operasi sehari-hari. Kapasitas perusahaan untuk mengoperasikan bisnisnya berkorelasi langsung dengan kebijakan utangnya. Namun, ada risiko yang melekat pada kebijakan utang, karena mengambil utang yang berlebihan akan meningkatkan kemungkinan gagal bayar dan kebangkrutan.

Ada hubungan antara kebijakan utang perusahaan dan struktur asetnya. Agunan dapat digunakan sesuai dengan nilai aset yang dimiliki. Hal ini membuktikan bahwa penyedia utang masih dapat dengan mudah mencairkan uang tunai ketika mereka memiliki agunan yang besar. Ketika memutuskan bagaimana mendistribusikan utang, kreditur mempertimbangkan struktur aset (Prathiwi dan Yadnya, 2017). Kemajuan dalam bisnis adalah pertimbangan lain. Salah

satu cara untuk melihat pertumbuhan ini adalah dengan membandingkannya dengan periode sebelumnya; hal ini menunjukkan seberapa jauh perusahaan telah berkembang pada saat itu. Meningkatkan tingkat pertumbuhan yang prospektif adalah indikator yang baik bahwa perusahaan melakukannya dengan baik dalam hal menambah nilai bagi organisasi. Penggunaan utang meningkat ketika biaya layanan utang perusahaan meningkat seiring dengan kebutuhan untuk menghasilkan laba. Menurut Saputra dkk (2017), terdapat hubungan yang kuat antara kebijakan utang dan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang kuat cenderung lebih berhati-hati dalam menggunakan utang, menurut penelitian Kosim dkk (2024), Maulesu (2021), dan Wahyuni & Ardini (2017).

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan membutuhkan utang yang relatif sedikit karena mereka mampu membayar kebutuhan modalnya, terutama melalui pembagian dividen, yang menghasilkan tingkat pengembalian investasi yang tinggi. Kemampuan perusahaan untuk membayar utang jangka panjang dan bunganya ditentukan oleh profitabilitasnya (Rizanti et al., 2024), karena bisnis yang lebih menguntungkan lebih mampu membayar utangnya, profitabilitas memengaruhi kebijakan utang, menurut penelitian Putra dan Rivandi (2023), Sari dan Kurnia (2020), dan Silalahi dkk (2018), karena efek langsungnya terhadap bisnis, ketersediaan modal yang memadai untuk mendukung kegiatan operasional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perlunya manajemen keuangan yang baik dan pertumbuhan organisasi (Nurafika, 2022). Istilah "arus kas bebas" mengacu pada jumlah uang yang tersedia untuk membayar kreditor atau pemegang saham, dikurangi jumlah yang dibutuhkan untuk menutupi biaya operasional untuk investasi atau belanja modal yang dilakukan selama periode akuntansi (Nurafika, 2020). Menggunakan arus kas bebas untuk melakukan investasi tidak masalah jika usaha tersebut membuahkan hasil, tetapi akan menjadi masalah jika investasi tersebut gagal. Salah satu cara untuk mengatasi pemborosan manajerial ini adalah dengan menggunakan utang (Panjaitan et al., 2019). Semakin banyak arus kas bebas yang dimiliki perusahaan, semakin baik perusahaan dapat menangani utangnya, menurut penelitian Rizanti dkk (2024), Nurafika (2022), dan Fadhila dkk (2021).

Meningkatnya jumlah kasus *COVID-19* di Indonesia tidak diragukan lagi meningkatkan permintaan obat-obatan dan pasokan medis lainnya, yang menunjukkan pertumbuhan yang menjanjikan di masa depan untuk industri farmasi Indonesia. Masalahnya, tidak semua perusahaan farmasi memanfaatkan peluang ini sebaik mungkin. Sebagai contoh, PT Phapros Tbk merespons positif prospek pasar pada paruh pertama 2020, mencatat kenaikan 14,9% untuk kategori produk obat bermerek. Namun, penjualan PT Indofarma Tbk turun 54,2% pada tahun 2023 dibandingkan tahun sebelumnya, mengindikasikan bahwa perusahaan

tersebut kehilangan potensi pertumbuhan sektor farmasi (Katadata, 2024). Sebagai contoh, PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) mengalami kenaikan laba bersih sebesar 10,18% secara tahunan pada tahun 2022, tetapi kinerja profitabilitas perusahaan-perusahaan farmasi Indonesia dari tahun 2019 hingga 2023 tidak terlalu menggembirakan. Holding BUMN Farmasi, yang mencakup PT Kimia Farma Tbk (KAEF) dan PT Indofarma Tbk (INAF), tetap mengalami kerugian besar pada tahun tersebut. Menurut Bisniscom (2024), KAEF merugi Rp1,8 triliun dan INAF merugi Rp605 miliar.

Posisi kas dan setara kas PT Kimia Farma Tbk meningkat menjadi Rp2,15 triliun pada akhir Desember 2022 dari Rp748 miliar pada tahun sebelumnya, menurut tinjauan laporan keuangan (Beritasatu, 2023). Meskipun arus kas operasi PT Indofarma Tbk meningkat dari tahun sebelumnya, namun masih mengalami tekanan dengan EBITDA negatif sebesar Rp293 miliar pada tahun 2023. Menurut Media Indonesia (2024), hal ini menyoroti sulitnya menghasilkan arus kas bebas yang positif ketika pendapatan menurun.

Dengan asumsi ketertarikan untuk bekerja dengan perusahaan farmasi sebagai objek, peneliti mengadopsi judul penelitian berdasarkan uraian latar belakang. **“PENGARUH GROWTH OPPORTUNITY, PROFITABILITAS DAN FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PADA PERUSAHAAN FARMASI YANG TERDAFTAR DIBURSA EFEK INDONESIA SEBELUM DAN SESUDAH COVID-19”**.

2. KAJIAN TEORITIS

Pecking Order Theory

Teori Pecking Order Menurut Myers dan Majluf (1984), sebuah bisnis mengurutkan sumber pendanaan yang lebih disukai sesuai urutan preferensi. Informasi asimetris, di mana manajemen mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada pemilik modal, adalah dasar dari teori ini. Keputusan untuk meningkatkan modal dari dalam atau luar perusahaan, serta apakah akan menerbitkan saham baru atau mengambil lebih banyak utang, akan dipengaruhi oleh asimetri pengetahuan ini. Ketika membuat keputusan pendanaan, manajer akan mengikuti pecking order principle, yang menyatakan bahwa laba ditahan harus digunakan terlebih dahulu, diikuti oleh utang, dan akhirnya saham harus diterbitkan terakhir (Damayanti, 2017). Karena ada dua bentuk pendanaan internal yang dapat dipilih oleh perusahaan, yaitu laba ditahan dan penerbitan saham baru, serta karena perusahaan ingin meminimalkan biaya dan risiko yang terkait dengan asimetri informasi dan biaya penerbitan, maka munculah *Pecking Order Theory*. Dalam teori ini, perusahaan tidak menentukan target rasio utang. Kebutuhan untuk investasi akan berdampak pada rasio utang organisasi.

Trade Off Theory

Setiap perusahaan dapat menemukan rasio leverage yang ideal, menurut Marsh (1982), yang mengembangkan karya Modigliani dan Miller. Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa semua perusahaan memiliki utang, dan rasio utang terbaik ditentukan dengan menimbang pro dan kontra kebangkrutan. Ketika rasio utang terhadap ekuitas perusahaan lebih tinggi dari targetnya, maka perusahaan membutuhkan tambahan modal ekuitas; ketika lebih rendah, perusahaan perlu menambah utang. Tidak ada jumlah utang, atau bahkan sedikit utang, yang memungkinkan bisnis mencapai potensi penuhnya. Karena investor tidak memiliki informasi yang sama dengan manajemen, asumsi bahwa mereka melakukan trade-off tidak dapat dipertahankan. Karena itu, perusahaan tidak dapat menerbitkan banyak saham baru untuk meningkatkan modal. Implikasi pajak, biaya transaksi dari substitusi utang ke ekuitas dan ekuitas ke utang, dan asimetri pengetahuan merupakan faktor lain yang mempengaruhi keputusan manajer mengenai struktur modal (Nurjannah et al., 2002).

Kebijakan Utang

Kebijakan utang perusahaan adalah sikap resmi perusahaan dalam meminjam uang dari sumber luar. Permintaan dan penawaran utang, serta variabel spesifik perusahaan lainnya, dapat memengaruhi kebijakan utang (Kurniawan, 2019). Penggunaan pembiayaan utang memiliki tiga konsekuensi yang signifikan, yaitu:

1. Pemegang saham dapat mempertahankan kepemilikan perusahaan dengan investasi terbatas ketika dana diperoleh melalui utang.
2. Jika pemegang saham memberikan kontribusi dalam jumlah yang kecil terhadap keseluruhan pembiayaan, sebagian besar risiko terletak pada kreditur, karena mereka melihat ekuitas atau dana yang ditempatkan oleh pemilik sebagai margin pengaman.
3. Rasio pengembalian modal pemilik terhadap pembayaran bunga akan lebih tinggi jika hasil investasi perusahaan mengungguli hasil investasi yang berasal dari pinjaman.

Debt to Equity Ratio (DER) digunakan sebagai rumus untuk kebijakan utang dalam penelitian ini. Rasio utang terhadap modal, atau DER, adalah. Angka yang tinggi untuk rasio ini mengindikasikan bahwa perusahaan sangat bergantung pada pembiayaan utang, yang pada umumnya bukan pertanda baik. Karena tanggung jawab untuk membayar utang lebih diutamakan dari pada pembayaran dividen, maka jumlah laba bersih yang dapat diakses oleh pemegang saham, termasuk dividen yang diterima, akan terpengaruh oleh peningkatan utang (Silalahi et al., 2018).

Pendekatan manajemen perusahaan dalam mendanai kegiatan operasionalnya melalui utang dikenal sebagai kebijakan utang perusahaan. *Debt to Equity Ratio* (DER) adalah ukuran kebijakan utang dalam penelitian ini. Rasio ini membandingkan total utang perusahaan dengan seluruh ekuitasnya. Setiap bisnis memiliki kebutuhan yang berbeda untuk menjalankan operasinya, yang paling umum adalah sumber daya keuangan. Selalu ada kebutuhan dana untuk memenuhi sebagian atau seluruh biaya yang diperlukan. Mengembangkan perusahaan atau melakukan investasi baru juga membutuhkan dukungan finansial. Implikasinya bagi bisnis adalah perlu ada sejumlah uang yang tersedia setiap saat (Silalahi et al., 2018). Para peneliti menggunakan rumus berikut untuk perhitungan mereka:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal}}$$

Sumber: Kasmir (2018)

Growth Opportunity

Pertumbuhan perusahaan adalah kapasitas untuk mengembangkan perusahaan, maka tingkat kinerja yang tinggi merupakan indikasi perusahaan yang berkembang dan berhasil meningkatkan nilainya. Perusahaan yang mengalami peningkatan penjualan yang signifikan lebih mungkin untuk mengambil lebih banyak utang daripada perusahaan yang mengalami peningkatan yang lebih sederhana. Hal ini karena, seperti yang ditunjukkan oleh Permata dan Kurniawati (2023), peningkatan penjualan hampir menjamin perluasan bisnis perusahaan, yang pada gilirannya membutuhkan pengeluaran modal yang lebih besar.

Menurut Monalisa dan Riduwan (2018), perusahaan yang sedang tumbuh dapat berarti bahwa keuangannya baik-baik saja, yang menjadi pertanda baik untuk ekspansi di masa depan karena itu berarti perusahaan memiliki kemampuan untuk tumbuh dengan cepat. Keuntungan di masa depan akan didukung oleh ekspansi yang dilakukan perusahaan. Untuk menjaga tingkat keuntungan mereka tetap stabil, bisnis yang berekspansi dengan cepat akan bertujuan untuk meningkatkan aset tetap mereka, yang akan meningkatkan kebutuhan pendanaan di masa depan. Akibatnya, laba ditahan perusahaan akan meningkat dan kemungkinan akan meningkatkan rasio utangnya dengan mengambil utang tambahan. Rumus untuk menghitung pertumbuhan perusahaan adalah:

$$GO = \frac{\text{Total Asset} - \text{Total Asset } t - 1}{\text{Total Asset}}$$

Sumber : Kasmir (2018)

Profitabilitas

Yang membuat sebuah bisnis menguntungkan adalah jumlah uang yang dapat dihasilkan dengan menjalankan operasi sehari-hari. Jika sebuah perusahaan mampu meningkatkan profitabilitasnya, ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut menggunakan utang yang relatif sedikit untuk mendukung operasinya. Ini karena kemampuan untuk meningkatkan laba adalah indikator utama profitabilitas. Semakin besar laba suatu perusahaan, menurut Ambarsari dan Hermanto (2017), maka semakin baik pula pengelolaan perusahaan tersebut.

Perusahaan yang secara konsisten menghasilkan laba yang sehat juga cenderung memiliki laba ditahan yang besar, yang memungkinkan mereka untuk memenuhi sebagian besar kebutuhan keuangan mereka, termasuk peluang investasi. Lebih jauh lagi, rasio profitabilitas menilai keefektifan manajemen perusahaan. Hal ini terlihat dari laba bersih yang dapat dicapai perusahaan dari kegiatan operasionalnya, laba yang diperoleh dari penjualan dan pendapatan investasi, dan sebagainya. Kebijakan investor dapat dipengaruhi oleh profitabilitas perusahaan, yang menunjukkan potensi perusahaan di masa depan. *Return on assets* (ROA) adalah metrik untuk mengukur kapasitas manajemen dalam menghasilkan laba dan dengan demikian merupakan alat yang berguna untuk menghitung profitabilitas. Para peneliti memperkirakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan teknik ROA, yang dapat dilakukan dengan rumus: ROA yang lebih tinggi menunjukkan pemanfaatan aset yang lebih baik dan potensi keuntungan yang lebih besar (Wardana, 2021).

$$ROA = \frac{\text{Laba Setelah Pajak (EAT)}}{\text{Total Aset}}$$

Sumber: Kasmir (2018)

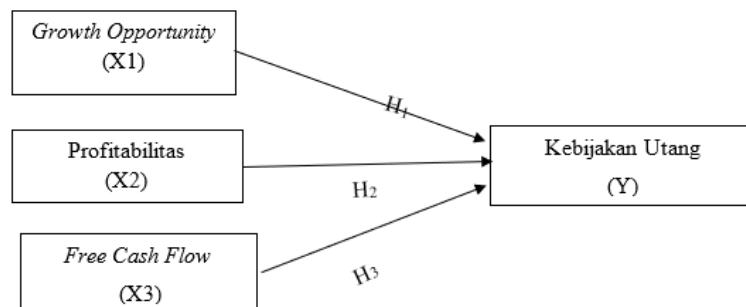
Free Cash Flow

Arus kas bebas, menurut Pranaditya (2018), adalah jumlah dana perusahaan yang telah didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditur dan tidak diperlukan untuk modal operasi atau investasi aset. Arus kas bebas, dengan demikian, adalah jumlah arus kas perusahaan yang tidak digunakan untuk belanja modal. Perusahaan dapat membayar utang, meningkatkan dividen, dan mendanai ekspansi melalui belanja modal dengan arus kas bebas. Perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi dipandang stabil secara finansial karena mereka menggunakan sebagian besar kas mereka untuk ekspansi, pembayaran utang, dan pembayaran dividen. Salah satu pendekatan untuk melacak tindakan manajemen adalah dengan melihat bagaimana perusahaan menggunakan arus kas bebasnya untuk mengambil lebih banyak utang.

Tingkat pengembalian investor, baik untuk pinjaman maupun saham, tercermin dalam arus kas ini. Perusahaan dengan arus kas bebas yang lebih besar akan lebih mampu membayar utang dan membayar dividen. Namun, manajer dapat bertindak tidak etis dalam menggunakan kas ini, oleh karena itu kebijakan utang adalah cara untuk membatasi kemungkinan mereka bertindak tidak etis. Jika manajemen membelanjakan terlalu banyak arus kas bebas mereka, mereka dapat menggunakan utang untuk mengendalikannya. Berkurangnya biaya keagenan arus kas bebas merupakan hasil dari manajer yang bekerja lebih efisien dengan utang untuk menghindari bencana keuangan (Zurriah & Sembiring, 2018). Para peneliti menggunakan rumus berikut untuk menghitung arus kas bebas perusahaan dan metrik lainnya:

$$FCF = \frac{\text{Arus Kas Operasi Bersih} + \text{Arus Kas Investasi Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Sumber : Damayanthi (2017)



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Hipotesis Penelitian

Pengaruh Tingkat *Growth Opportunity* Terhadap Kebijakan Utang

Pertumbuhan menurut Sari dan Pradita (2021), dapat dilihat sebagai perubahan total aset yang terjadi di masa lalu, yang pada akhirnya menentukan tingkat profitabilitas di masa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan dapat dinyatakan sebagai rasio total aset tahun berjalan dibagi dengan total aset tahun sebelumnya. Banyak modal yang dibutuhkan untuk menjaga bisnis tetap berjalan jika mengalami ekspansi yang cepat. Oleh karena itu, perusahaan lebih suka mengambil pinjaman daripada menerbitkan saham baru untuk membiayai operasi mereka.

H_1 : *Growth Opportunity* Berpengaruh Positif Terhadap Kebijakan Utang

Pengaruh Tingkat Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang

Kapasitas untuk menghasilkan laba bagi bisnis adalah indikator kinerja utama yang dapat menyebabkan lebih banyak modal tersedia untuk investasi atau ditahan dalam organisasi.

Menggunakan laba ditahan terlebih dahulu, kemudian utang, dan akhirnya ekuitas, adalah "Urutan Pecking Order" tentang bagaimana uang investasi sering dialokasikan. Terdapat korelasi yang kuat antara profitabilitas perusahaan dan nominal dana internal. Menurut Pecking Order Theory, perusahaan akan menggunakan dana internal atau laba ditahan untuk menutupi kebutuhan operasionalnya jika dana tersebut lebih tinggi (Putra dan Rivandi, 2023).
H₂ : Profitabilitas Berpengaruh Negatif Terhadap Kebijakan Utang

Pengaruh Tingkat *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Utang

Menurut Kurniawan (2019), organisasi dengan arus kas bebas yang tinggi juga cenderung memiliki tingkat utang yang lebih besar. Hal ini dikarenakan penggunaan utang dapat membantu mengurangi kesenjangan informasi antara manajer dan pemegang saham. Perusahaan dengan arus kas bebas yang banyak juga cenderung memiliki banyak utang. Hal ini dikarenakan pemegang saham khawatir bahwa manajer akan membelanjakan semua uang ekstra tersebut untuk hal-hal yang tidak menguntungkan perusahaan atau pemegang saham. Karena peningkatan utang perusahaan berbanding lurus dengan arus kas bebasnya, para ahli menyimpulkan bahwa arus kas bebas mempengaruhi kebijakan utang.
H₃ : *Free Cash Flow* Berpengaruh Positif Terhadap Kebijakan Utang

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan teknik analisis pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif. Menurut Sugiyono (2019), metode kuantitatif digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel melalui penggunaan instrumen penelitian. Data yang terkumpul kemudian dianalisis secara kuantitatif atau statistik untuk menguji hipotesis dan memberikan penjelasan dalam format kuantitatif. Informasi yang digunakan untuk penelitian ini diambil dari situs web Bursa Efek Indonesia (<https://www.idx.co.id/>) untuk tahun 2019 hingga 2023.

Sebanyak empat belas perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2019 dan 2023 menjadi populasi penelitian ini. Sampel yang representatif adalah sampel yang menangkap esensi dari keseluruhan populasi (Sugiyono, 2017). Sampel seperti itu idealnya mencerminkan populasi yang sebenarnya secara luas. Dengan menggunakan prosedur atau metodologi *purposive sampling*, sampel untuk penelitian ini terdiri dari sepuluh perusahaan. Tujuan dari pendekatan *purposive sampling* adalah untuk memilih sampel berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, menjadikan sampel sebagai tujuan yang harus dipastikan. Peneliti akan mempertimbangkan sejumlah faktor, termasuk:

1. Perusahaan yang menyediakan laporan keuangan auditan selama tahun 2019 sampai dengan tahun 2023.
2. Perusahaan tidak berpindah sektor selama tahun 2019 sampai dengan tahun 2023.
3. Perusahaan yang sudah *Initial Public Offering* (IPO) sebelum tahun 2019.

Statistical Package for the Social Sciences (SPSS) versi 24 dan Microsoft Excel 2007 merupakan alat analisis yang digunakan para peneliti untuk menguji dan menganalisis hipotesis. Baik para profesional maupun mahasiswa sering menggunakan SPSS, sebuah program aplikasi statistik. Mahasiswa dapat menggunakan SPSS untuk mengolah data dan menguji hipotesis untuk berbagai macam uji dan analisis statistik, termasuk namun tidak terbatas pada: analisis multivariat, regresi korelasi, uji non parametrik, dan uji t (Sitopu et al., 2021). Para peneliti menggunakan SPSS karena merupakan salah satu paket perangkat lunak yang paling populer karena antarmuka yang intuitif dan serangkaian fitur yang luas yang melayani berbagai pengguna, termasuk mereka yang terlibat dalam penelitian ilmiah, proses manufaktur, dan bidang terkait lainnya.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1.

Statistik Deskriptif					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Growth Opportunity	48	-29,45582	93,68762	,0224126	14,27021834
Profitabilitas	48	-,94890	,30988	,0602806	,17686805
Free Cash Flow	48	-,41176	,47462	,0661944	,16546480
LN_Y	48	-1,90	1,34	-,4879	,94944
Valid N (listwise)	48				

Tabel 1. memperlihatkan bahwa *Covid-19* memiliki dampak yang cukup signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan, yang ditunjukkan oleh rendahnya rata-rata profitabilitas dan *free cash flow*, serta tingginya variasi pada peluang pertumbuhan. Hal ini mengindikasikan adanya ketidakpastian dan ketimpangan dampak antar perusahaan, terutama pada perusahaan kecil yang lebih rentan secara finansial. Perusahaan dengan ukuran lebih kecil, tentu akan cenderung lebih terdampak oleh krisis, karena keterbatasan dalam akses pendanaan dan daya tahan operasional yang lemah. Secara keseluruhan, data menunjukkan

bahwa *Covid-19* memperbesar kesenjangan kinerja antar perusahaan dan memunculkan tantangan besar bagi stabilitas dan pertumbuhan bisnis pada masa tersebut.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Tabel 2.

Hasil Uji Normalitas		
		Unstandardized Residual
N		48
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,31459704
Most Extreme Differences	Absolute	,108
	Positive	,108
	Negative	-,073
Test Statistic		,108
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 ^{c,d}

Data mengikuti distribusi normal, sesuai dengan uji normalitas (*Asymp. Sig.* = 0,200 > 0,05), seperti yang ditunjukkan pada Tabel 4.2. Oleh karena itu, variabel *Growth Opportunity*, Profitabilitas, *Free Cash Flow*, dan Kebijakan Hutang tidak berbeda secara signifikan dari distribusi normal dan memiliki pola distribusi yang sesuai. Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa model analisis memenuhi asumsi statistik, yang menunjukkan bahwa dampak pandemi *COVID-19* terhadap variabel keuangan terdistribusi secara cukup merata dan dapat dianalisis secara sah, meskipun pada kenyataannya pandemi sangat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Uji Multikolinearitas

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas, Analisis Regresi Linear Berganda dan t

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,532	,373		1,425	,161		
	Growth Opportunity	,078	,101	,189	,771	,445	,142	7,067
	Profitabilitas	-9,784	3,242	-,875	-3,018	,004	,101	9,857
	Free Cash Flow	-,620	,913	-,105	-,680	,500	,356	2,808

Berdasarkan Tabel 3. dan temuan dari uji multikolinearitas, profitabilitas dan prospek pertumbuhan memiliki korelasi yang tinggi satu sama lain, terutama selama pandemi *COVID-19*, yang membuat variabel-variabel ini saling bergantung di antara indikator keuangan. Hal ini tidak hanya merepresentasikan kebenaran dari bisnis yang dilanda krisis, tetapi juga harus diperhitungkan, terutama dalam model statistik, demi mendapatkan hasil analisis yang bermakna.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model		t	Sig
1	(Constant)	2,837	0,007
	<i>Growth Opportunity</i>	0,571	0,571
	Profitabilitas	-0,146	0,884
	<i>Free Cash Flow</i>	-0,924	0,360

Pada Tabel 4. hasil uji heteroskedastisitas memperlihatkan bahwa model regresi tidak menunjukkan adanya gangguan dalam bentuk varians residual yang tidak konstan, hal ini berarti terdapat pengaruh antara variabel *Growth Opportunity*, Profitabilitas dan *Free Cash Flow* terhadap kinerja perusahaan selama pandemi *Covid-19* yang bersifat konsisten pada perusahaan, sehingga model regresi dapat dianggap valid dan bebas dari gejala heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Tabel 5. Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary	
Model	Durbin Watson
1	1,561

Terdapat sedikit kecenderungan autokorelasi positif pada residual model regresi, namun tidak terdapat autokorelasi yang serius, sesuai dengan data pada Tabel 4.5, yang menunjukkan bahwa nilai uji *Durbin Watson* (DW) pada penelitian ini adalah 1,561. Penelitian

ini juga menunjukkan bahwa k adalah 3 dengan $n = 48$. Efek *COVID-19* yang berulang di masa berikutnya mungkin menjadi faktor di sini.

Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 6. memperlihatkan bahwa selama masa pandemi *Covid-19*, variabel keuangan Profitabilitas dan *Free Cash Flow* tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini mencerminkan disrupsi besar yang terjadi akibat krisis, di mana indikator-indikator keuangan konvensional menjadi kurang stabil dan kurang dapat diandalkan dalam menjelaskan kondisi aktual perusahaan.

UJI HIPOTESIS

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 6. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error Of The Estimate
1	0,281 ^a	0,079	0,016	0,32515

Hasil uji R^2 pada Tabel 4.6 menunjukkan bahwa model regresi hanya mampu menjelaskan sekitar 8% dari variabilitas kinerja; hal ini menyisakan 92% yang dipengaruhi oleh variabel-variabel yang tidak dimasukkan dalam model. Hal ini menunjukkan bahwa variabel keuangan tradisional tidak dapat diterapkan pada situasi pandemi *COVID-19* karena variabel eksternal, ketahanan perusahaan, dan respon krisis memiliki dampak yang lebih besar pada keadaan luar biasa dibandingkan dengan metrik keuangan internal. Selama masa krisis, penting untuk mengembangkan model yang memperhitungkan aspek non-keuangan.

Uji F

Tabel 7. Hasil Uji F

Model		F	Sig
1	Regression	24,457	,000 ^b

Berdasarkan Tabel 7, hasil signifikan penelitian ini adalah 0,000, yang menunjukkan bahwa nilai tersebut kurang dari 0,05 ($0,000 < 0,05$). Variabel dependen dalam penelitian ini mencerminkan dampak faktor keuangan terhadap keputusan dan kebijakan perusahaan, dan

variabel independen *Growth Opportunity*, Profitabilitas, dan *Free Cash Flow* memiliki dampak yang substansial terhadapnya.

Uji t

Hipotesis 1 ditolak karena, seperti yang ditunjukkan pada Tabel 4.3, variabel *Growth Opportunity* memiliki nilai signifikan sebesar $0.445 > 0.05$. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel X1 secara parsial tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang. Dengan nilai signifikan sebesar $0,004 < 0,05$ untuk variabel Profitabilitas, maka dapat dikatakan bahwa variabel X2 secara parsial berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang. Dengan demikian, penelitian menerima Hipotesis 2 dalam penelitian ini. Di sisi lain, untuk variabel *Free Cash Flow* memiliki nilai signifikan sebesar $0,500 > 0,05$, artinya variabel X3 secara parsial tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang. Oleh karena itu, penelitian menolak Hipotesis 3.

Pembahasan

Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Kebijakan Utang

Growth Opportunity tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, menurut penelitian ini, karena variabel ini memberikan hasil signifikan yang lebih tinggi dari yang diharapkan ($0.445 > 0.05$). Perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang signifikan biasanya memiliki banyak investasi yang dapat menguntungkan perusahaan, dan *growth opportunity* juga mengacu pada kemampuan perusahaan untuk berkembang di masa depan, baik melalui ekspansi maupun investasi.

Keputusan perusahaan, terutama yang berkaitan dengan penggunaan modal internal atau eksternal, akan dipengaruhi oleh tinggi rendahnya prospek. Ketika prospek pengembangan perusahaan bagus, biasanya perusahaan dapat melakukan ekspansi tanpa mengambil terlalu banyak utang atau bentuk pembiayaan eksternal lainnya. Modal internal, seperti laba ditahan, lebih disukai oleh perusahaan daripada modal eksternal karena risiko yang cukup besar dari modal eksternal (Tantri, 2024).

Salah satu penjelasan yang mungkin adalah bahwa perusahaan tidak memperhitungkan fase pertumbuhan mereka ketika membuat keputusan utang. Hal ini dapat disebabkan oleh beberapa faktor, termasuk kurangnya pendanaan eksternal yang sesuai dengan kebutuhan perusahaan. Temuan ini mendukung penelitian Tantri (2024) dan bertentangan dengan temuan Anggita dan Priyanto (2022).

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan temuan penelitian, diketahui bahwa penelitian ini mencapai hasil yang signifikan yaitu $0.000 < 0.05$, yang menunjukkan bahwa Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang. Perusahaan cenderung tidak bergantung pada utang dalam struktur modal mereka ketika profitabilitas mereka kuat, karena profitabilitas adalah ukuran potensi mereka untuk menghasilkan laba selama periode tertentu.

Profitabilitas mengacu pada kapasitas bisnis untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber daya yang telah dimasukkan ke dalam asetnya. Sebelum memilih untuk menggunakan dana eksternal, khususnya utang, perusahaan dengan laba ditahan yang besar pada awalnya akan menggunakan laba ini sebagai sumber pendanaan. Efisiensi kepemimpinan perusahaan juga dapat diukur dengan menggunakan rasio ini. Pendapatan penjualan dan pendapatan investasi menunjukkan hal ini. Menurut Rofiqoh dan Kurnia (2018), rasio ini digunakan untuk menunjukkan seberapa efisien suatu perusahaan.

Menurut preferensi pendanaan internal dalam pecking order theory, ketergantungan perusahaan terhadap utang berkurang ketika profitabilitasnya meningkat, sesuai dengan hubungan antara pecking order theory dan profitabilitas bisnis. Penelitian di luar Indonesia mendukung gagasan ini, menunjukkan bahwa bisnis yang sangat menguntungkan lebih memilih untuk menggalang dana secara internal dan mempertahankan struktur modal yang lebih ramping dibandingkan dengan utang (Lakoni & Seveenten, 2021).

Temuan penelitian ini mendukung temuan Sari dan Paradita (2021), yang menemukan bahwa "Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang." Dengan kata lain, bisnis yang lebih menguntungkan cenderung memiliki lebih sedikit utang karena mereka memaksimalkan penggunaan sumber daya internal daripada mencari pendanaan dari luar.

Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian yang diketahui memiliki hasil signifikan sebesar $0.500 > 0.05$, *Free Cash Flow* tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang. Dapat diasumsikan bahwa perusahaan akan menggunakan dana arus kas bebasnya untuk investasi dan manajemen operasional, dengan tujuan menghasilkan laba tanpa menggunakan pembiayaan utang. Perusahaan berisiko mengalami kebangkrutan jika terlalu banyak mengambil utang (Nafisah et al., 2023).

Bisnis dengan banyak prospek investasi cenderung tumbuh dengan cepat. Daripada melewatkan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan, para manajer lebih memilih untuk menginvestasikan uang mereka ke dalam investasi ketika taruhannya tinggi. Karena modal

yang tersedia diinvestasikan lebih banyak, arus kas bebas perusahaan akan berkurang. Kebijakan utang tidak terpengaruh oleh arus kas bebas karena, pada kenyataannya, perusahaan biasanya menggunakan uang ini untuk tujuan investasi, pembayaran dividen, atau pemeliharaan likuiditas daripada mencari pendanaan dari luar. Selain itu, tata kelola yang kuat menghilangkan kebutuhan akan utang dan tindakan disiplin lainnya untuk membatasi pengeluaran Arus Kas Bebas. Meskipun Nainggolan dkk (2021) menemukan bahwa arus kas bebas memengaruhi kebijakan utang, analisis peneliti bertentangan dengan temuan tersebut dan mendukung temuan Kurniawan (2019).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Pandemi *Covid-19* menjadi salah satu faktor eksternal yang memengaruhi kondisi keuangan dan perilaku pengambilan keputusan perusahaan. Ketidakpastian ekonomi selama pandemi membuat perusahaan cenderung lebih konservatif dalam kebijakan pembiayaan, termasuk dalam penggunaan utang. Meski demikian, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa faktor internal seperti profitabilitas tetap menjadi pertimbangan utama dalam kebijakan utang, sementara *growth opportunity* dan *free cash flow* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan, yang mengindikasikan bahwa di tengah tekanan eksternal seperti pandemi, perusahaan lebih mengandalkan kekuatan finansial internal daripada merespons peluang pertumbuhan atau ketersediaan kas bebas untuk menentukan struktur utangnya.

Kelemahan

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam hal ruang lingkup data, yaitu hanya menggunakan sampel perusahaan pada sektor tertentu dalam periode waktu terbatas, sehingga hasil penelitian ini tidak dapat dijadikan patokan untuk sektor lainnya.

Saran

Terdapat beberapa saran dalam penelitian ini, terutama bagi Perusahaan diharapkan dapat memperhatikan faktor-faktor *non-keuangan* seperti kualitas tata kelola dan strategi investasi saat merumuskan kebijakan utang, karena hasil studi menunjukkan bahwa *free cash flow* saja tidak cukup untuk dijadikan acuan pengambilan keputusan kebijakan utang. Bagi Akademis dan Penelitian Selanjutnya, disarankan untuk memperluas ruang lingkup penelitian dengan memasukkan lebih banyak sektor industri, memperpanjang periode observasi, serta menambahkan variabel-variabel kualitatif seperti kepemilikan manajerial dan lainnya dan bagi

mahasiswa penting untuk memahami bahwa teori tidak selalu sejalan dengan praktik, sehingga dalam melakukan penelitian sebaiknya tidak hanya berfokus pada *Trade-Off* atau *Pecking Order*, tetapi juga mempertimbangkan kondisi empiris dan dinamika yang terjadi di dunia usaha.

DAFTAR REFERENSI

- Ambarsari, R., & Hermanto, S. B. (2017). Pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, struktur aktiva, likuiditas terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 6(3).
- Anggita, D., & Priyanto, S. (2022). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva dan growth opportunity terhadap struktur modal. *Jurnal Akuntansi, Ekonomi dan Manajemen Bisnis*, 2(3), 387–393.
- Damayanti, E. K. (2017). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dengan free cash flow sebagai variabel moderating (Studi empiris pada sektor semen yang terdaftar di BEI) [Artikel ilmiah, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas Surabaya].
- Fadhilah, F., Setiadi, I., & Mulyati, H. (2021). Pengaruh pertumbuhan perusahaan, struktur aset, risiko bisnis dan free cash flow terhadap kebijakan hutang (Studi pada perusahaan BUMN Go Public yang terdaftar di BEI). *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 19(1), 41–50.
- Handayani, I. (2023, April 6). Targetkan cashflow positif, ini strategi Kimia Farma di 2023. *BeritaSatu*. <https://www.beritasatu.com/ekonomi/1036764/targetkan-cashflowpositif-ini-strategi-kimia-farma-di-2023>
- Kasmir. (2016). Analisis laporan keuangan. Rajawali Pers.
- Kosim, B., Kalsum, U., Permana, A., & Qoriyanah, F. F. (2024). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur. *ISOQUANT: Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*, 8(1), 95–109.
- Kurniawan, A. (2019). Analisis free cash flow dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang dengan investment opportunity set (Studi pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2012 s/d 2016). *Jurnal Online Ekonomi, Bisnis dan Manajemen Daulat Rakyat*, 3.
- Lakoni, I., & Seventeen, W. L. (2021). Analisis hubungan struktur modal berdasarkan trade off theory dan pecking order theory pada sektor perbankan yang terdaftar pada indeks LQ 45. *Jurnal Manajemen dan Perbankan (JUMPA)*, 8(3), 1–15.
- Maulesu, R. M. (2021). Pengaruh struktur aset, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang [Tesis, Universitas Hayam Wuruk Perbanas].
- Monalisa, A., & Riduwan, A. (2018). Pengaruh growth opportunity, profitabilitas, struktur aset terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 7(10).

- Nabila, N. H. P. (2024, June 19). Rugi Indofarma bengkak 41% jadi Rp 600 miliar sepanjang 2023. Katadata. <https://katadata.co.id/finansial/korporasi/6672b97fb99d6/rugi-indofarma-bengkak-41-jadi-rp-600-miliar-sepanjang-2023>
- 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.
- Nainggolan, B., Manalu, R. A., & Napitupulu, F. (2021). Pengaruh profitabilitas, free cash flow, likuiditas dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2019. *Journal of Economic, Business and Accounting*, 5(1), 1–10.
- Nurafika. (2020). Pengaruh free cash flow, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderating [Skripsi, Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar].
- Nurdifa, A. R. (2024, June 19). Kinerja holding BUMN farmasi jeblok, rugi tembus Rp2,16 triliun. *Bisnis.com*. <https://ekonomi.bisnis.com/read/20240619/257/1775365/kinerja-holding-bumn-farmasi-jeblok-rugi-tembus-rp216-triliun>
- Nurjannah, D., Hernanik, N. D., & Choirudin, M. N. (2022). Manajemen keuangan strategik. Fakultas Ekonomi Universitas Nusantara PGRI Kediri.
- Panjaitan, R. R. S., Augusta, I., Putri, C. C., Wijaya, S., Sitorus, F. D., & Putri, T. (2019). Pengaruh free cash flow, struktur aktiva, kebijakan dividen dan operating leverage terhadap kebijakan utang pada perusahaan pertambangan batubara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012–2016. *Aksara Public*, 3(2), 91–103.
- Permata, D. O., & Kurniawati, E. (2023). Pengaruh growth opportunity, business risk dan profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017–2021. *Zona Keuangan: Program Studi Akuntansi (S1) Universitas Batam*, 13(2).
- Prathiwi, N., & Yadnya, I. P. (2017). Pengaruh free cash flow, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(1), 60–86.
- Putra, R. M., & Rivandi, M. (2023). Pengaruh kepemilikan manajerial, profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan consumer goods yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018–2021. *Jurnal Mahasiswa Manajemen dan Akuntansi*, 2(1), 51–60.
- Rizanti, P. Z., Gurendrawati, E., & Respati, D. K. (2024). Pengaruh arus kas bebas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan dan Auditing*, 5(1), 72–86.
- Rofiqoh, A., & Kurnia, K. (2018). Pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 7(11).

- Rohmah, U. A., Andini, R., & Pranaditya, A. (2018). Pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan investment opportunity set terhadap kebijakan hutang dengan free cash flow sebagai variabel moderasi (Studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014–2016). *Journal of Accounting*, 4(4).
- Saputra, D. H., Munthe, I. L. S., & Sofia, M. (2017). Pengaruh free cash flow, kebijakan dividen, struktur aktiva, blockholder ownership, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011–2015. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Finansial Indonesia*, 1(1), 50–70.
- Sari, I. S., & Pradita, N. (2021). Pengaruh profitabilitas, growth, likuiditas, risiko bisnis dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017–2020. *Jurnal Ilmiah Edunomika*, 6(1), 222–235.
- Sari, V. N., & Kurnia, K. (2020). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur aset dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 9(6).
- Silalahi, S. M., Siahaan, Y., Susanti, E., & Supitriyani, S. (2018). Pengaruh free cash flow dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Financial: Jurnal Akuntansi*, 4(2), 62–69.
- Sitopu, J. W., Purba, I. R., & Sipayung, T. (2021). Pelatihan pengolahan data statistik dengan aplikasi SPSS. *Dedikasi Sains dan Teknologi (DST)*.
- Sugiyono. (2019). *Metode penelitian pendidikan kuantitatif, kualitatif, kombinasi, dan R&D*. Alfabeta.
- Tantri, Y. (2024). Pengaruh risiko bisnis, growth opportunity dan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal: Studi empiris perusahaan property & real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018–2022. *AKUA: Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 3(3), 132–140.
- Wahyuni, I., & Ardini, L. (2017). Pengaruh growth opportunity, profitabilitas dan kebijakan dividen terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 6(4).
- Wardana, D. (2021). Pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. *RISTANSI: Riset Akuntansi*, 2(2), 173–188.
- Zuhdi, N. (2024, June 19). Hanya Rp524 miliar, pendapatan Indofarma turun 54,2% sepanjang 2023. *Media Indonesia*. <https://mediaindonesia.com/ekonomi/679071/hanya-rp524-miliar-pendapatan-indofarma-turun-542-sepanjang-2023>
- 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.