

***Tangibility*, Kepemilikan Pemerintah dan Kebijakan Utang Perusahaan**

Rahmat Setiawan ✉

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga

Abstrak

Paper ini bermaksud mengkaji pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang perusahaan dengan dimoderasi oleh kepemilikan pemerintah. *Tangibility* adalah suatu ukuran yang menunjukkan seberapa besar tingkat penggunaan aktiva tetap berwujud yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin tinggi *tangibility*, semakin besar tingkat penggunaan aktiva tetap berwujud perusahaan. Perusahaan dengan *tangibility* tinggi memiliki jumlah aktiva tetap berwujud yang besar yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan ketika mengambil pendanaan dari utang. Adanya jaminan berupa aktiva tetap berwujud dapat memberikan rasa aman bagi kreditor, sehingga akan menyebabkan perusahaan dengan *tangibility* tinggi akan lebih mudah mendapatkan pendanaan dari utang dengan biaya murah. Hal ini akan mendorong perusahaan dengan *tangibility* tinggi untuk menggunakan tingkat utang yang tinggi untuk mendapatkan manfaat penghematan pajak. Oleh karena itu, *tangibility* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Besar kecilnya pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang dimoderasi oleh kepemilikan pemerintah. Perusahaan yang dimiliki pemerintah memiliki akses yang lebih luas ke bank-bank pemerintah karena adanya koneksi istimewa sebagai sesama perusahaan milik pemerintah. Perusahaan yang dimiliki pemerintah juga dipandang memiliki risiko yang lebih rendah di mata kreditor karena jika perusahaan yang dimiliki pemerintah mengalami kesulitan keuangan maka pemerintah akan cenderung membantunya. Oleh karena itu, pengaruh positif *tangibility* terhadap kebijakan utang lebih kuat pada perusahaan yang dimiliki pemerintah dibanding perusahaan yang tidak dimiliki pemerintah (atau perusahaan swasta).

Kata Kunci: *Tangibility*, Kepemilikan Pemerintah, Kebijakan Utang.

Abstract

This paper intends to examine the effect of tangibility on corporate debt policy moderated by government ownership. Tangibility is a measure that shows how much the level of use of tangible fixed assets is carried out by the company. The higher the tangibility, the greater the level of use of the company's tangible fixed assets. Companies with high tangibility have a large number of tangible fixed assets that can be used as collateral by the company when taking funding from debt. The existence of guarantees in the form of tangible fixed assets can provide a sense of security for creditors, so that companies with high tangibility will find it easier to obtain funding from debt at a low cost. This will encourage companies with high tangibility to use high debt levels to benefit from tax savings. Therefore, tangibility has a positive effect on debt policy. The size of the influence of tangibility on debt policy is moderated by government ownership. Government-owned companies have wider access to state-owned banks because of their special connections among state-owned companies. Government-owned companies are also seen as having a lower risk in the eyes of creditors because if a government-owned company experiences financial difficulties, the government will tend to help them. Therefore,

the positive effect of tangibility on debt policy is stronger for companies owned by the government than for companies that are not owned by the government (or private companies).

Keywords: Tangibility, Government Ownership, Debt Policy.

Copyright (c) 2022 Rahmat Setiawan

✉ Corresponding author :

Email Address : rahmatsetiawan@feb.unair.ac.id

PENDAHULUAN

Ada tiga keputusan utama yang diambil oleh manajer keuangan dalam pengelolaan perusahaan, yakni keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen (Fitiriawati et al., 2021; Kalsum dan Oktavia, 2021; Purwaningsih dan Siddki, 2021, Mesrawati et al., 2021; Triana dan Miradji 2021; Handayani dan Kurnianingsih, 2021; Anggreini et al., 2021, Bahrnun et al., 2020; Oktavia dan Nugraha, 2020; Agustiawan et al., 2019; Patrisia et al. 2019; Pirstina dan Khairunnisa, 2018). Keputusan investasi merupakan keputusan perusahaan dalam menginvestasikan dananya dalam berbagai macam aktiva perusahaan baik dalam bentuk aktiva tetap maupun aktiva lancar. Keputusan pendanaan merupakan keputusan perusahaan terkait dengan penentuan jenis sumber dana yang diambil oleh perusahaan dalam mendanai aktivitya, yakni apakah menggunakan sumber pendanaan dari utang atau dari ekuitas. Sementara itu, kebijakan dividen merupakan kebijakan yang diambil oleh perusahaan terkait dengan penggunaan laba bersih perusahaan, yakni apakah akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, atau apakah akan tetap ditahan di perusahaan dalam bentuk laba ditahan.

Kebijakan utang merupakan kebijakan yang diambil oleh perusahaan terkait dengan keputusan pendanaan, yakni terkait dengan seberapa besar tingkat penggunaan utang yang dilakukan oleh perusahaan (Andrianti et al., 2021; Nurjanah dan Purnama, 2021; Indrayani et al., 2021; Kalbuana et al., 2021; Setiawan, 2021; Saputro dan Andayani, 2021; Lestari et al., 2021; Aminah dan Wuryani, 2021; Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Perusahaan dengan kebijakan utang tinggi memiliki tingkat penggunaan utang yang tinggi di dalam struktur keuangannya. Dengan kata lain, perusahaan dengan kebijakan utang tinggi mempunyai tingkat penggunaan utang yang tinggi dibanding dengan ekuitas dalam mendanai aktiva perusahaan. Penggunaan utang ini mencakup utang privat (melalui kreditor secara langsung seperti utang kepada perusahaan perbankan) dan utang publik (melalui penerbitan surat utang atau obligasi yang dijual di pasar keuangan). Tingkat penggunaan utang yang dilakukan oleh perusahaan dalam mendanai aktivitya pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, kebijakan utang merupakan kebijakan penting yang harus diambil oleh manajer keuangan sebuah perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan adalah *tangibility* (Setiawan, 2021; Abubakar et al., 2020; Yap, 2016; Indraswary et al., 2016;

Eviani, 2015; Maryasih dan Gemala, 2014). *Tangibility* merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa besar tingkat penggunaan aktiva tetap berwujud yang dilakukan oleh perusahaan. Perusahaan dengan *tangibility* tinggi mempunyai jumlah aktiva tetap berwujud yang besar dalam struktur aktiva. Besar kecilnya jumlah aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan akan mempengaruhi kebijakan utang yang diambil oleh perusahaan. Paper ini bermaksud mengkaji pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang perusahaan. Besar kecilnya pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang perusahaan dimoderasi (dipengaruhi) oleh kepemilikan pemerintah. Oleh karena itu, isu kedua dari paper ini bermaksud mengkaji efek moderasi kepemilikan pemerintah pada pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang perusahaan. Dengan mengkaji isu yang kedua ini akan dapat diketahui apakah pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang akan berbeda pada perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah dibanding pada perusahaan yang dimiliki oleh non-pemerintah (pihak swasta).

KAJIAN PUSTAKA

Tangibility

Tangibility merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa besar tingkat penggunaan aktiva tetap berwujud di dalam struktur aktiva. Semakin tinggi *tangibility*, semakin banyak jumlah aktiva tetap berwujud di dalam struktur aktiva perusahaan. Ukuran yang biasa dipakai untuk mengukur *tangibility* adalah rasio jumlah aktiva tetap berwujud dibagi total jumlah aktiva. Beberapa penelitian yang menggunakan ukuran rasio jumlah aktiva tetap berwujud dibagi total jumlah aktiva untuk mengukur *tangibility* antara lain Huang dan Song (2006), Gaud et al. (2007), Buferna et al. (2005), Tang dan Jang (2007), Du dan Dai (2005), García Padrón et al. (2005), Nivorozhkin (2005), Deesomsak et al. (2004), Omet dan Mashharawe (2002), Pandey (2001) dan Ghosh et al. (2000).

Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan yang diambil oleh perusahaan terkait dengan tingkat penggunaan utang dibanding ekuitas dalam mendanai aktiva perusahaan (Andrianti et al., 2021; Nurjanah dan Purnama, 2021; Indrayani et al., 2021; Kalbuana et al., 2021; Setiawan, 2021; Saputro dan Andayani, 2021; Lestari et al., 2021; Aminah dan Wuryani, 2021; Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Perusahaan dengan kebijakan utang yang tinggi memiliki tingkat penggunaan utang yang tinggi dibanding dengan ekuitas dalam mendanai aktiva perusahaan.

Kepemilikan Pemerintah

Kepemilikan pemerintah merupakan kepemilikan saham oleh pemerintah atas suatu perusahaan (Eryadi et al., 2021; Marfiana dan Andriyanto, 2021; Martinus dan Kusumawati, 2021; Sakti dan Fadli, 2021; Annither et al., 2020; Susetyo et al., 2020).

Kepemilikan pemerintah biasanya diukur dengan rasio kepemilikan saham oleh pemerintah dibagi dengan total jumlah saham beredar yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan pemerintah yang mayoritas biasa disebut dengan istilah Badan Usaha Milik Negara (BUMN). BUMN inilah yang disebut sebagai perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah.

Trade-off Theory

Berdasarkan *Trade-off Theory* keputusan perusahaan menggunakan utang didasarkan pada keseimbangan antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan (biaya kesulitan keuangan) (Sudana, 2011: 152-153; Khoa dan Thai, 2021; Hoang et al., 2021). Semakin besar rasio utang terhadap ekuitas, semakin tinggi nilai perusahaan karena terjadi penghematan pajak yang semakin besar. Namun demikian, tidak berarti perusahaan dapat dengan bebas menggunakan utang sebanyak-banyaknya tanpa memperhatikan terjadinya kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan perusahaan yang dapat timbul karena penggunaan utang yang berlebihan.

Jika ada pajak dan biaya kebangkrutan, dengan semakin banyak jumlah utang dibandingkan ekuitas, pada mulanya akan meningkatkan nilai perusahaan (Sudana, 2011: 153). Hal ini terjadi karena pengaruh penghematan pajak yang berdampak pada peningkatan nilai perusahaan lebih besar dari pada biaya kebangkrutan yang berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Namun demikian, jika penggunaan utang dibanding ekuitas melampaui titik tertentu (rasio utang terhadap ekuitas yang optimal), penggunaan utang yang semakin besar dibanding ekuitas akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh pengaruh penghematan pajak yang meningkatkan nilai perusahaan lebih kecil dibanding pengaruh biaya kebangkrutan yang berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Dengan demikian, jika ada pajak dan biaya kebangkrutan, akan terjadi struktur modal yang optimal, yaitu rasio utang terhadap ekuitas yang menghasilkan nilai perusahaan yang maksimal.

Dari penjelasan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa berdasarkan *Trade-off Theory*, pengambilan keputusan perusahaan untuk meningkatkan tingkat penggunaan utang dibanding ekuitas akan mempertimbangkan dua faktor yakni (1) adanya manfaat penghematan pajak, dan (2) adanya biaya kebangkrutan yang muncul karena adanya penggunaan utang. Perusahaan akan terus meningkatkan penggunaan utangnya selama tambahan manfaat penghematan pajak lebih besar dibanding dengan tambahan biaya kebangkrutan akibat adanya tambahan utang. Hal ini akan berhenti pada tingkat struktur modal optimal (rasio utang terhadap ekuitas yang optimal), yakni rasio utang terhadap ekuitas yang menyebabkan nilai perusahaan optimal. Ketika perusahaan berhasil mencapai struktur modal yang optimal, maka perusahaan harus berhenti menambah utang karena penambahan utang yang melewati batas struktur modal yang optimal justru malah akan menurunkan nilai

perusahaan. Hal ini disebabkan karena manfaat penghematan pajak akan lebih rendah dibanding biaya kebangkrutan.

METODE

Penelitian ini menggunakan metode *theoretical review* untuk membangun penjelasan teoritis tentang pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang, dan efek moderasi kepemilikan pemerintah pada pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang. *Theoretical review* dalam penelitian ini dilakukan dengan melakukan *review* atas literatur-literatur ilmiah terkait *tangibility*, kepemilikan pemerintah, kebijakan utang, dan *Trade-off Theory*. *Theoretical review* merupakan metode review terhadap literatur-literatur ilmiah terkait suatu topik tertentu dengan tujuan membangun penjelasan teoritis hubungan satu variabel dengan variabel yang lain dengan menggunakan metode metode interpretatif atau *content analysis* (Paré et al., 2015).

Pengaruh *Tangibility* terhadap Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan keuangan yang diambil oleh manajer keuangan terkait dengan penggunaan utang dibanding dengan ekuitas untuk mendanai aktiva perusahaan. Perusahaan dengan kebijakan utang tinggi memiliki tingkat penggunaan utang yang tinggi dalam struktur keuangannya. Utang merupakan sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari pinjaman kreditor kepada perusahaan. Ciri utang adalah memiliki jatuh tempo, yang berarti bahwa perusahaan yang memiliki utang kepada kreditor, maka perusahaan wajib mengembalikannya pada saat jatuh tempo. Biaya modal yang muncul karena adanya utang adalah biaya bunga. Biaya bunga sifatnya tetap, yang berarti bahwa bunga harus tetap dibayar oleh perusahaan, tidak peduli kondisi perusahaan dalam keadaan baik maupun buruk. Karena utang wajib dibayar oleh perusahaan pada saat jatuh tempo dan biaya bunga sifatnya tetap, maka peningkatan utang dapat menyebabkan risiko perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan dan bahkan kebangkrutan akan semakin besar. Di sisi lain, peningkatan utang juga menyebabkan jumlah biaya bunga yang dibayar oleh perusahaan juga akan meningkat. Peningkatan bunga akan menyebabkan jumlah laba yang kena pajak akan semakin rendah, sehingga pajak yang dibayar oleh perusahaan juga akan semakin rendah.

Kebijakan utang perusahaan mempunyai dua implikasi yang berbeda dalam hal pengaruhnya terhadap nilai perusahaan (Sudana, 2011: 152-153; Khoa dan Thai, 2021; Hoang et al., 2021). Implikasi pertama adalah peningkatan utang berimplikasi pada peningkatan manfaat penghematan pajak. Peningkatan utang akan meningkatkan biaya bunga, dan peningkatan biaya bunga akan mengurangi jumlah laba yang kena pajak, sehingga pajak yang dibayarkan oleh perusahaan akan semakin rendah ketika jumlah utang perusahaan semakin besar. Dengan kata lain, peningkatan utang secara langsung akan memberikan manfaat berupa pembayaran biaya pajak yang lebih rendah kepada pemerintah. Implikasi kedua adalah peningkatan utang akan menyebabkan biaya kebangkrutan (biaya kesulitan keuangan) juga akan meningkat.

Biaya kebangkrutan (biaya kesulitan keuangan) ini merupakan biaya-biaya yang muncul karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat. Biaya-biaya yang terkait dengan biaya kesulitan keuangan adalah (1) biaya langsung dari kesulitan keuangan yang meliputi biaya legal dan biaya administrasi terkait likuidasi atau reorganisasi, dan (2) biaya tidak langsung dari kesulitan keuangan yakni kerugian yang muncul akibat terganggunya kemampuan perusahaan dalam menjalankan bisnis karena adanya kesulitan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan.

Dalam mengambil kebijakan utang perusahaan, seorang manajer keuangan perlu mempertimbangkan faktor karakteristik perusahaan. Salah satu faktor penting terkait karakteristik perusahaan yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan adalah *tangibility* (Setiawan, 2021; Abubakar et al., 2020; Yap, 2016; Indraswary et al., 2016; Eviani, 2015; Maryasih dan Gemala, 2014). *Tangibility* merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa besar tingkat penggunaan aktiva tetap berwujud yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar *tangibility*, semakin tinggi tingkat penggunaan aktiva tetap berwujud yang dimiliki perusahaan dalam struktur aktivasnya. Perusahaan dengan *tangibility* tinggi memiliki jumlah aktiva tetap berwujud yang besar dalam struktur aktivasnya. Perusahaan yang memiliki aktiva berwujud besar akan mempunyai kemampuan yang besar dalam menyediakan jaminan ketika mengambil pendanaan dari utang. Secara umum, ketika kreditor memberi pinjaman kepada perusahaan, maka kreditor selalu mensyaratkan perusahaan untuk menyediakan jaminan. Semakin besar jumlah jaminan yang mampu disediakan oleh perusahaan ketika mengambil pendanaan dari utang, maka kreditor akan semakin merasa aman atas pinjaman yang diberikan kepada perusahaan. Hal ini akan menyebabkan tingkat bunga yang dibebankan oleh kreditor kepada perusahaan akan semakin rendah.

Perusahaan dengan *tangibility* tinggi akan menanggung biaya bunga yang rendah ketika mengambil pendanaan dari utang karena perusahaan tersebut memiliki jumlah aktiva tetap berwujud yang besar sehingga mampu menyediakan jaminan dalam jumlah yang besar ketika mengambil pendanaan dari utang. Oleh karena itu, perusahaan dengan *tangibility* tinggi memiliki kapasitas yang besar dalam mengambil pendanaan dari utang. Berdasarkan *Trade-off Theory*, perusahaan dengan kapasitas yang besar dalam mengambil pendanaan dari utang akan cenderung meningkatkan utangnya ketika membutuhkan pendanaan untuk mendanai investasinya, dengan tujuan untuk mendapatkan manfaat penghematan pajak yang besar. Peningkatan utang pada perusahaan dengan *tangibility* tinggi akan menyebabkan tambahan penghematan pajak yang lebih besar dibanding biaya kebangkrutan. Oleh karena itu, menjadi masuk akal bagi perusahaan yang memiliki *tangibility* tinggi untuk meningkatkan utangnya. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *tangibility* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Efek Moderasi Kepemilikan Pemerintah pada Pengaruh *Tangibility* terhadap Kebijakan Utang

Sebagaimana dijelaskan pada bagian sebelumnya, *tangibility* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Semakin tinggi *tangibility*, semakin tinggi tingkat penggunaan utang dibanding ekuitas yang dilakukan oleh perusahaan dalam mendanai aktivitya. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan *tangibility* tinggi mampu menyediakan jaminan dalam jumlah yang besar, sehingga akan menanggung biaya utang yang rendah ketika mengambil pendanaan dari utang. Semakin rendah biaya bunga, semakin besar kapasitas perusahaan dalam mengambil utang. Sesuai *Trade-off Theory*, semakin besar kapasitas perusahaan dalam mengambil pendanaan dari utang, semakin besar tingkat penggunaan utang yang dilakukan oleh perusahaan, dengan tujuan agar memperoleh manfaat penghematan pajak yang besar. Oleh karena itu, *tangibility* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan.

Besar kecilnya pengaruh *tangibility* terhadap kebijakan utang dimoderasi oleh kepemilikan pemerintah. Kepemilikan pemerintah merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemerintah atas suatu perusahaan (Eryadi et al., 2021; Marfiana dan Andriyanto, 2021; Martinus dan Kusumawati, 2021; Sakti dan Fadli, 2021; Annither et al., 2020; Susetyo et al., 2020). Kepemilikan pemerintah dapat diukur dengan rasio jumlah saham yang dimiliki oleh pemerintah dibagi dengan total jumlah saham yang beredar. Kepemilikan pemerintah memperkuat pengaruh positif *tangibility* terhadap kebijakan utang perusahaan. Argumentasinya adalah perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah memiliki akses yang lebih luas ke bank-bank pemerintah karena adanya koneksi istimewa sebagai sesama perusahaan milik pemerintah. Perusahaan yang dimiliki pemerintah juga dipandang memiliki risiko yang lebih rendah di mata kreditur karena jika perusahaan yang dimiliki pemerintah mengalami kesulitan keuangan maka pemerintah akan cenderung membantunya. Oleh karena itu, pengaruh positif *tangibility* terhadap kebijakan utang lebih kuat pada perusahaan yang dimiliki pemerintah dibanding perusahaan yang tidak dimiliki pemerintah (atau perusahaan swasta). Dengan kata lain, kepemilikan pemerintah memperkuat pengaruh positif *tangibility* terhadap kebijakan utang perusahaan.

SIMPULAN

Dalam mengambil kebijakan utang, seorang manajer keuangan perlu mempertimbangkan faktor karakteristik perusahaan. Salah satu faktor penting terkait karakteristik perusahaan yang mempengaruhi kebijakan utang adalah *tangibility*. *Tangibility* merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa besar jumlah aktiva tetap berwujud yang dimiliki oleh perusahaan dalam struktur aktivitya. Semakin tinggi *tangibility*, semakin besar tingkat penggunaan aktiva tetap berwujud dalam struktur aktiva perusahaan. Perusahaan dengan *tangibility* tinggi mampu menyediakan jaminan dalam jumlah yang besar ketika mengambil pendanaan dari sumber utang, sehingga akan menanggung biaya bunga yang rendah ketika mengambil utang untuk mendanai investasinya. Semakin rendah tingkat bunga utang, semakin besar kapasitas perusahaan untuk memperoleh pendanaan eksternal dari sumber utang. Sesuai dengan *Trade-off Theory*, semakin besar kapasitas perusahaan untuk memperoleh utang, semakin tinggi tingkat penggunaan utang yang dilakukan oleh perusahaan, dengan tujuan untuk mendapatkan manfaat

penghematan pajak yang besar. Oleh karena itu, *tangibility* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Besar kecilnya pengaruh positif *tangibility* terhadap kebijakan utang dimoderasi (dipengaruhi) oleh kepemilikan pemerintah. Kepemilikan pemerintah merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh pemerintah atas suatu perusahaan. Besar kecilnya kepemilikan pemerintah ditunjukkan oleh rasio jumlah saham yang dimiliki oleh pemerintah dibagi total jumlah saham beredar. Kepemilikan pemerintah memperkuat pengaruh positif *tangibility* terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah memiliki hubungan istimewa dengan bank-bank pemerintah sehingga akan mudah untuk memperoleh utang dari bank-bank pemerintah dengan biaya murah. Selain itu, perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah cenderung dipandang memiliki risiko kesulitan keuangan yang rendah karena jika perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah mengalami kesulitan keuangan maka pemerintah akan membantu mengatasi kesulitan keuangan tersebut. Oleh karena itu, kepemilikan pemerintah memperkuat pengaruh positif *tangibility* terhadap kebijakan utang perusahaan. Pengaruh positif *tangibility* terhadap kebijakan utang lebih kuat pada perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah dibanding pada perusahaan yang dimiliki oleh non-pemerintah (pihak swasta).

Referensi :

- Abubakar, D. Y., Daat, S. C., & Sanggenafa, M. A. (2020). Pengaruh Tangibility, Profitabilitas, Growth, Risiko Bisnis dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Daerah*, 15(1), 113-128.
- Agustiawan, A., Sohib, S., & Ermawati, E. (2019). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Sub Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Counting: Journal of Accounting*, 1(3), 31-41.
- 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.
- Andrianti, A., Abbas, D. S., & Hakim, M. Z. (2021, June). Pengaruh Profitabilitas, (Roa), Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang. In *Prosiding Seminar Nasional Ekonomi Dan Bisnis* (pp. 614-623).
- Anggreini, W. F., Salim, M. A., & Wahono, B. (2021). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *E-JRM: Elektronik Jurnal Riset Manajemen*, 10(07).
- Annither, A., Johann, M. K., Hidayat, A. A., & Farhana, S. (2020). The Impact of Ownership Structure on the Indicator of Financial Distress In Indonesian Companies. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 20(2), 223-236.
- Bahrin, M. F., Tifah, T., & Firmansyah, A. (2020). Pengaruh keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan dividen, dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 8(3), 263-276.
- Buferna, F. M., Bangassa, K., & Hodgkinson, L. (2005). *Determinants of capital structure: evidence from Libya* (Vol. 8). Liverpool: University of Liverpool.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*, 14(4-5), 387-405.
- Du, J., & Dai, Y. (2005). Ultimate corporate ownership structures and capital structures:

- Evidence from East Asian economies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(1), 60-71.
- Eryadi, V. U., Wahyudi, I., & Jumaili, S. (2021, March). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Mayoritas, Kepemilikan Pemerintah, dan Profitabilitas Terhadap Sustainability Reporting Assurance. In *Conference on Economic and Business Innovation (CEBI)* (pp. 1052-1068).
- Eviani, A. D. (2015). Pengaruh struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dividend payout ratio, likuiditas dan profitabilitas terhadap struktur modal. *Jurnal Akuntansi dan Sistem Teknologi Informasi*, 11(2).
- Fitiriawati, F. D., Wulandari, R., & Sari, A. R. (2021). Analisis Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 9(1).
- Gaud, P., Hoesli, M., & Bender, A. (2007). Debt-equity choice in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 16(3), 201-222.
- García Padrón, Y., María Cáceres Apolinario, R., Maroto Santana, O., Concepción Verona Martel, M., & Jordán Sales, L. (2005). Determinant factors of leverage: An empirical analysis of Spanish corporations. *The Journal of Risk Finance*, 6(1), 60-68.
- Ghosh, A., Cai, F., & Li, W. (2000). The determinants of capital structure. *American Business Review*, 18(2), 129-132.
- Handayani, U. N., & Kurnianingsih, H. (2021). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen, Terhadap Nilai Perusahaan. *Business Management Analysis Journal (BMAJ)*, 4(1), 1-19.
- Hoang, L. D., Viet, N. Q., & Anh, N. H. (2021). Trade-off theory and pecking order theory: Evidence from real estate companies in Vietnam. *Economics and Business Quarterly Reviews*, 4(2).
- Huang, G., & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China economic review*, 17(1), 14-36.
- Indraswary, H. U., Raharjo, K., & Andini, R. (2016). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar di BEI tahun 2010-2014. *Journal Of Accounting*, 2(2).
- Indrayani, N. K., Endiana, I. D. M., & Pramesti, I. G. A. A. (2021). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Akuntansi Lingkungan, Leverage Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan. *Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi (KHARISMA)*, 3(1).
- Kalbuana, N., Yohana, Y., Bp, A. I., & Cahyadi, C. I. (2021). Pengaruh ukuran perusahaan, kebijakan hutang, profitabilitas terhadap nilai perusahaan (Studi kasus perusahaan properti yang terdaftar di bursa efek indonesia tahun 2016-2020). *Jurnal Riset Akuntansi Politala*, 4(2), 58-66.
- Kalsum, U., & Oktavia, Y. (2021). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan di BEI. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 11(1), 39-52.
- Khoa, B. T., & Thai, D. T. (2021). Capital structure and trade-off theory: Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 45-52.
- Khorraz, G. J., & Dewayanto, T. (2020). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Diversitas Gender Dewan Komisaris, Dan Value Creation Terhadap Financial Distress. *Diponegoro Journal of Accounting*, 9(4).
- Lestari, S. P., Dahrani, D., Purnama, N. I., & Jufrizen, J. (2021). Model Determinan Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Maneggio: Jurnal Ilmiah Magister Manajemen*, 4(2), 245-256.
- Marfiana, A., & Andriyanto, T. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan Terhadap Tax Avoidance Di Indonesia Dengan Corporate Governance Sebagai Variabel

- Moderasi. *Jurnal Pajak Dan Keuangan Negara (PKN)*, 3(1), 178-196.
- Martinus, J., & Kusumawati, R. (2021). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Manajemen Laba Riil, Dan Kepemilikan Pemerintah Terhadap Kualitas Laba Pada Perusahaan Di Indeks LQ-45. *Jurnalku*, 1(4), 294-311.
- Maryasih, L., & Gemala, M. Z. (2014). Analisis pengaruh blockholder ownership dan asset tangibility terhadap kebijakan hutang pada perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di BEI Periode 2008-2011. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 1(1), 72-80.
- Mesrawati, M., Clairine, C., Benua, K. M., & Jonaltan, A. (2021). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2018. *Warta Dharmawangsa*, 15(1), 157-165.
- Nivorozhkin, E. (2005). Financing choices of firms in EU accession countries. *Emerging Markets Review*, 6(2), 138-169.
- Nurjanah, I., & Purnama, D. (2021). Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Profitabilitas Dan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Revenue: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 1(2), 260-269.
- Oktavia, D., & Nugraha, N. M. (2020). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Aneka Industri Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018. *Jurnal Computech & Bisnis (e-Journal)*, 14(1), 01-09.
- Omet, G., & Mashharawe, F. (2002). The capital structure choice in tax contrasting environments: evidence from the Jordanian, Kuwaiti, Omani and Saudi corporate sectors. In *The Economic Research Form 10* Annual Conference*.
- Pandey, I. M. (2001). *Capital Structure And The Firm Characteristics: Evidence From An Emerging Market*. Working Paper, Indian Institute Of Management Ahmedabad, India.
- Paré, G., Trudel, M. C., Jaana, M., & Kitsiou, S. (2015). Synthesizing information systems knowledge: A typology of literature reviews. *Information & Management*, 52(2), 183-199.
- Patrisia, D., Linda, M. R., & Yulianti, U. (2019). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Kajian Manajemen Bisnis*, 8(2), 73-82.
- Piristina, F. A., & Khairunnisa, K. (2018). Analisis pengaruh kebijakan dividen, keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal ASET (Akuntansi Riset)*, 11(1), 123-136.
- Purwaningsih, E., & Siddki, M. A. (2021). Pengaruh keputusan investasi, pendanaan dan dividen terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Aktiva: Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 3(2), 1-15.
- Tang, C. H. H., & Jang, S. S. (2007). Revisit to the determinants of capital structure: A comparison between lodging firms and software firms. *International Journal of Hospitality Management*, 26(1), 175-187.
- Triana, K. M., & Miradji, M. A. (2021). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2018. *Journal of Sustainability Bussiness Research (JSBR)*, 2(1), 441-449.
- Sakti, I. M., & Fadli, J. A. (2021). Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing Dan Perilaku Pengambilan Risiko Bank Dengan Pendekatan Z-Score. *Jurnal Ekonika: Jurnal Ekonomi Universitas Kadiri*, 6(1), 1-15.
- Saputro, P. T. A., & Andayani, A. (2021). Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 10(2).
- Setiawan, M. A. (2021). Pengaruh tangibility, pertumbuhan perusahaan, resiko bisnis dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(2), 384-399.

- Sofyaningsih, S., & Hardiningsih, P. (2011). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan. *Dinamika keuangan dan perbankan*, 3(1), 68-87.
- Susetyo, A., Widarko, A., & Khalikussabir, K. (2020). Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Publik, Dan Ukuran Perusahaan (Lnta) Terhadap Kinerja Keuangan Bumn (Studi Kasus Pada Perusahaan Bumn Yang Terdaftar Di Bei Periode 2013-2018). *Jurnal Ilmiah Riset Manajemen*, 9(07).
- Yap, S. (2016). Pengaruh karakteristik perusahaan, rasio keuangan, corporate tax rate dan non-debt tax shield terhadap kebijakan hutang pada perusahaan food and beverages. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 18(2), 176-186.