

## PENGARUH STRUKTUR MODAL, LIKUIDITAS DAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP PROFITABILITAS DAN NILAI PERUSAHAAN

FAISAL AZHAR

Magister Manajemen Universitas Pancasila Jakarta

Email: fazhar747@gmail.com

### ABSTRACT

*This study is to find the effect of capital structure, liquidity and free cash flow to firm value with profitability as a moderating variable. Sample 12 companies taken by nonprobability sampling (purposive sampling) of 12 automotive companies and components listed on Indonesia Stock Exchange 2012-2016. The method of data analysis used in this research is explanatory, research with multiple regression approach with the help of SPSS 23. The result of research indicates that capital structure, liquidity, free cash flow of profitability as a moderation variable have no positive and significant influence to firm value and free cash flow have influence positive and significant to value firm.*

**Keywords:** *capital structure, profitability, liquidity, free cash flow and firm value*

### Pendahuluan

Nilai perusahaan menjadi bahan pertimbangan penting bagi *stakeholder* (pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan) sebagai dasar pengambilan keputusan tentang kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor internal perusahaan yang meliputi struktur modal dan kinerja fundamental perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2011). Pertanyaan ini didukung oleh hasil penelitian empirik (Marsha & Murtaqi, 2017) yang menemukan bahwa nilai perusahaan banyak dipengaruhi oleh kinerja fundamental perusahaan.

Nilai perusahaan sangat penting dan perlu ditingkatkan demi kepentingan pemegang saham untuk meningkatkan kesejahteraan mereka pemegang saham dan untuk kepentingan pemangku kepentingan lainnya. Oleh karena itu perlu dipahami faktor apa saja yang memengaruhi nilai perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan terefleksi pada dalam harga pasar perusahaan, dan merupakan harga yang harus dibayar saat perusahaan mengalami pengambilalihan.

Menurut (Bayu Irfandi dan I.B. Panji Sedana, 2015) nilai perusahaan adalah nilai yang merefleksi harga yang bersedia dibayar

oleh investor kepada perusahaan. Stok yang tinggi bisa membuat nilai perusahaan tinggi terlalu. Penting untuk memaksimalkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan akan membuat pemegang saham memiliki kemakmuran yang baik yang menjadi target utama perusahaan.

Alternatif yang bisa digunakan untuk mengukur nilai perusahaan di samping *Price Book Value* (PBV) adalah rasio Tobin Q. Rasio ini dikembangkan oleh Tobin (1967). Secara sederhana, Q Tobin adalah pertunjukan yang bagus dengan membandingkan dua penilaian dari aset yang sama Q Tobin adalah rasio nilai pasar dari aset perusahaan yang diukur dengan nilai pasar dari jumlah saham beredar dan utang (nilai perusahaan) terhadap biaya penggantian aset perusahaan (Fiakas, 2005).

Hal ini juga didukung oleh hasil penelitian Marck Pamela Megna dan Klock (1993) membuktikan bahwa modal tak berwujud telah memberi kontribusi terhadap nilai Tobin's Q (nilai perusahaan). Demikian pula di Indonesia, studi terhadap perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek selama tahun 2007-2009 telah membuktikan bahwa nilai pasar ekuitas secara signifikan lebih tinggi

daripada nilai buku ekuitas (Gamayuni, 2015).

Fakta bahwa ada kesenjangan yang signifikan antara nilai buku ekuitas dan nilai pasar ekuitas, dan aset tak berwujud yang tinggi dalam beberapa tahun terakhir mendorong para peneliti untuk membuktikan apakah aset tak berwujud tersebut merupakan faktor signifikan dalam meningkatkan nilai perusahaan (dan yang menyebabkan adanya kesenjangan yang signifikan antara nilai buku ekuitas dengan nilai pasar ekuitas), dan apakah laporan keuangan tersebut diwakili oleh kinerja keuangan yang masih digunakan oleh investor untuk memprediksi nilai perusahaan.

Aset tak berwujud yang didefinisikan dalam penelitian ini adalah jumlah dari apa yang dihasilkan oleh tiga elemen utama organisasi (*human capital, structural capital, costumer / relational capital*) yang berkaitan dengan pengetahuan dan teknologi yang dapat memberikan nilai lebih bagi bentuk organisasi perusahaan. keunggulan kompetitif Untuk menjalankan aktivitas perusahaan, manajer keuangan harus mencari sumber dana yang optimal, baik mencari dan menggunakan dana internal (laba ditahan dan penyusutan) atau eksternal (*equity and debt*) atau bahkan keduanya.

Keputusan pendanaan yang tepat akan mempengaruhi kinerja perusahaan, karena masing-masing sumber pendanaan memiliki kelebihan serta risiko yang berbeda. Campuran antara ekuitas dan penggunaan hutang disebut sebagai struktur modal. Untuk memenuhi harapan investor, pengelola dana mencoba memaksimalkan kesejahteraan investor dengan membuat keputusan dan keputusan kebijakan keuangan pendanaan (keputusan pembiayaan), keputusan investasi (keputusan investasi) dan kebijakan dividen (kebijakan dividen).

Ketiga keputusan keuangan ini perlu dilakukan karena keputusan tersebut saling mempengaruhi satu sama lain dan dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Jensen & Smith, 1984; Fama dan French, 1998; Gitman, 2000; Brigham & Ehrhardt, 2002; Van Horne & Wachowicz, 2004; ; Van Horne, 2002). Teori Modigliani-Miller adalah

fondasi pemikiran modern tentang struktur modal.

Diversifikasi dan nilai perusahaan tetap relevan bagi kebanyakan peneliti selama beberapa dekade terakhir. Hal ini karena perusahaan yang beragam menganggap sebagai pemain penting di pasar yang sedang berkembang (Kim, Hoskisson, Tihanya dan Hong, 2004). Sebagian besar penelitian menentukan faktor apa yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Dikatakan bahwa kekayaan perusahaan, teknologi, struktur organisasi, sumber daya manusia dengan arus kas masa depan yang terdiskonto (Kayali, Yereli dan Ada, 2007) dan faktor lingkungan perusahaan industri (Konar, Bailly dan Cohen, 2001) dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Studi lain menggunakan kepuasan pelanggan, pemahaman manajemen, penggunaan teknologi, dan kualitas produk sebagai faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Düzer, 2008, dan Akgüç, 1998).

Ada juga banyak penelitian yang telah mengidentifikasi daya saing perusahaan sebagai faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Amiri Aghdaie et al., 2012; Ansari dan Riasi, 2016; Riasi, 2015; Riasi dan Pourmiri, 2015). Selain itu, ada berbagai studi yang berfokus pada pertumbuhan berkelanjutan (Riasi dan Amiri Aghdaie, 2013; Riasi dan Pourmiri, 2016) dan pembiayaan perusahaan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Riasi, 2015). Namun, sebagian besar penelitian menggunakan semua jenis perusahaan untuk mengetahui faktor-faktor nilai perusahaan. Penelitian ini akan berfokus pada nilai perusahaan diversifikasi perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah keputusan pendanaan yang tercermin dalam struktur modal. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011) struktur modal adalah perimbangan antara jumlah utang dengan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. Suatu perusahaan dikatakan mempunyai struktur modal yang optimal jika kombinasi utang dan ekuitas (sumber eksternal) memaksimalkan harga saham perusahaan.

Struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, tingkat profitabilitas, pajak penghasilan, tindakan manajemen, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat, kondisi pasar dan internal perusahaan serta fleksibilitas keuangan (Brigham dan Houston, 2006).

Dasar teori ini adalah bahwa manajer dan pemegang saham tidak memiliki akses terhadap modal serupa informasi atau ketersediaan asimetri informasi. Terkadang ada adanya informasi yang mana hanya diketahui oleh manajer, sementara pemegang saham tidak mengetahuinya. Alhasil, kapan perusahaan itu Perubahan kebijakan pendanaan, bisa membawa informasi kepada pemegang saham yang akan membuat nilai perusahaan perubahan. Dengan kata lain, itu muncul tanda atau sinyal (*signaling*). Jika manajer percaya bahwa perusahaan memiliki prospek bagus, dan ingin menaikkan harga saham, sang manajer bisa mengkomunikasikannya dengan para investor.

Manajer bisa membuat lebih banyak utang yang bertindak sebagai sinyal yang lebih andal karena perusahaan yang menaikkan utang dapat dipandang sebagai perusahaan yang percaya diri dengan prospek perusahaan di masa depan. Mudah-mudahan, para investor bisa mengambil sinyal yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek bagus di masa depan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa penjelasan tentang utang adalah tanda baik atau isyarat bentuk perusahaan (Mardiyati, 2012).

Teori tersebut menyatakan bahwa dalam proses harga pasar, dengan pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi, dan dalam kondisi pasar yang efisien, perusahaan tidak akan terpengaruh oleh bagaimana pendanaannya. Artinya, tidak masalah kenaikan modal perusahaan melalui penerbitan saham atau penjualan utang, kebijakan dividen tidak mempengaruhi perusahaan. Oleh karena itu, teori Modigliani-

Miller sering disebut prinsip ketidakstabilan struktur modal. Beberapa

teori lain yang menyarankan adanya hubungan antara kebijakan keuangan (struktur utang dan dividen) terhadap aset tak berwujud dan nilai perusahaan, termasuk teori *Bird in the hand theory* (Gordon & Litnert), teori pesanan pecking (Myers & Majluf, 1984), argumen Signaling (Bhattacharya, 1979), dan teori Badan (Jensen dan Mecling, 1976).

Diantara teori-teori ini masih ada perselisihan. Maka dari hasil penelitian sebelumnya belum diperoleh konsistensi hasil terhadap hubungan antara aset tidak berwujud, kebijakan keuangan, dan nilai perusahaan. Karena itu, peneliti tertarik untuk mempelajari masalah ini lebih jauh.

Untuk pengayaan nilai pasar yang tinggi, perusahaan dan investor menggunakan penggabungan alat keuangan hutang dan ekuitas yang berbeda. Manajemen keuangan membuat keputusan struktur modal untuk meningkatkan return perusahaan di bidang corporate finance (Raza, 2013).

Tanggung jawab utama manajer keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan kepemilikan peserta, kenaikan biaya investasi dan biaya modal harus dikurangi. Dengan demikian, kita sampai pada kesimpulan ini dari teori struktur modal yang biaya ekuitas luar dikurangi melalui leverage tinggi Manajer perusahaan melakukan pekerjaan dengan cara yang benar untuk kepentingan pemegang saham (Berger and Patti, 2006).

Dalam peluang pertumbuhan keuangan korporasi dan kebijakan pembiayaan merupakan isu sentral. Ada dua jenis leverage keuangan: Nilai pasar ekuitas dan nilai wajar ekuitas. Di pasar modal yang sempurna kita dapat dengan mudah melihat dampak struktur modal terhadap nilai keuntungan suatu perusahaan, dan kemudian dapat melihat adanya pajak dan biaya kebangkrutan. Manajer keuangan dan peneliti menghadapi masalah asosiasi antara konfigurasi aset perusahaan dan nilai wajarnya.

Konsekuensinya, kita dapat mengatakan bahwa literatur keuangan yang ada mendukung gagasan bahwa keuntungan

perusahaan didasarkan pada pilihan struktur modal. (Higgins, 1977; Miller, 1977; Myers & Majluf 1984; Harris & Raviv, 1991) (Lööf, 2003) Modigliani dan Miller (1958, 1963).

Evaluasi kinerja perusahaan untuk kewirausahaan dan usaha kecil dan menengah merupakan proses yang kompleks. Meskipun evaluasi perusahaan sangat tua untuk penelitian di bidang Keuangan, namun, masih memiliki pesona untuk mengeksplorasi lebih banyak celah dan jembatan yang sama itu adalah mengapa disebut topik *evergreen* untuk tujuan penelitian. Utama penentuan penelitian ini adalah untuk meneliti moderat inspirasi ukuran perusahaan antara hubungan dari pertumbuhan (Variabel independen) dan kinerja perusahaan (variabel dependen). Setiap perusahaan ingin memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan ini tujuan dapat dicapai dengan mengurangi biaya (Shah dan Khan, 2007) dan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Selanjutnya, kinerja perusahaan (profitabilitas) memiliki pengaruh lebih lanjut terhadap biaya Ekuitas karena tingginya tingkat profitabilitas perusahaan mungkin memiliki lebih banyak laba ditahan, yang menyebabkan penurunan biaya ekuitas (Myers, 1977; Wald, 1999).

Oleh karena itu, kinerja perusahaan telah kepentingannya sendiri untuk tujuan penelitian. Baru-baru ini, sebuah penelitian telah dilakukan untuk menyelidiki pengaruh moderat produk keragaman antara variabel bebas (Leverage) dan variabel dependen (kinerja perusahaan) dan temuan menunjukkan bahwa keragaman produk memiliki moderasi inspirasi dalam hubungan variabel-variabel ini.

Penelitian yang telah dilakukan oleh Velnampy dan Niresh (2012) membuktikan bahwa struktur modal memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Eli (2008) yang menyatakan bahwa struktur modal memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan hasil di atas, itu muncul pengaruh langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan belum menunjukkan hasil yang konsisten pada

hubungan antar variabel. Perusahaan harus membuat keputusan tentang struktur modal yang optimal (Husnan & Pudjiastuti, 2004).

Manajer perlu mempertimbangkan manfaat dan biaya sumber pendanaan, terutama secara proporsional sumbernya pendanaan, karena fokus utamanya adalah struktur modal. Sumber dana untuk perusahaan dibagi menjadi dua kategori, disebut sumber pendanaan internal dan eksternal. Sumber pendanaan internal dapat diperoleh dari laba ditahan dan penyusutan aset tetap, sedangkan dana eksternal dapat diperoleh dari kreditur disebut utang).

Ada banyak faktor yang mempengaruhi struktur modal. Empat faktor utama mempengaruhi keputusan struktur modal (Brigham & Houston, 2006):

- 1) Risiko bisnis, atau risiko yang melekat dalam operasi perusahaan jika tidak digunakan utang. Semakin besar risiko bisnis perusahaan, semakin rendah rasio hutang optimalnya.
- 2) Posisi pajak perusahaan. Alasan utama penggunaan hutang adalah bunga itu adalah pajak dikurangkan, yang menurunkan biaya efektif dari hutang. Namun, jika sebagian besar penghasilan perusahaan sudah terlindung dari pajak oleh perisai pajak depresiasi, bunga atas hutang yang beredar saat ini, atau rugi fiskal yang dibawa ke depan, dengan tarif pajaknya akan rendah, maka hutang tambahan tidak akan menguntungkan seperti yang akan terjadi jadilah perusahaan dengan tarif pajak efektif yang lebih tinggi.
- 3) Fleksibilitas keuangan, atau kemampuan untuk meningkatkan modal dengan persyaratan yang wajar kondisi buruk Bendahara perusahaan tahu bahwa persediaan modal tetap diperlukan untuk operasi yang stabil, yang penting untuk kesuksesan jangka panjang. Mereka juga tahu bahwa ketika uang ketat dalam ekonomi, atau ketika perusahaan berada mengalami kesulitan operasi, lebih mudah untuk menaikkan hutang daripada modal ekuitas, dan pemberi pinjaman lebih bersedia mengakomodasi perusahaan dengan kuat neraca. Karena



itu, potensi kebutuhan dana dan konsekuensinya di masa depan dari kekurangan dana mempengaruhi struktur modal sasaran lebih besar kemungkinan bahwa modal akan dibutuhkan, dan semakin buruk konsekuensinya karena tidak bisa mendapatkannya, semakin sedikit hutang yang harus dimiliki perusahaan neraca.

- 4) Konservatisme manajerial atau agresivitas. Beberapa manajer lebih agresif dari pada yang lain, maka mereka lebih rela menggunakan hutang dalam upaya mendongkrak keuntungan. Faktor ini tidak mempengaruhi optimal, optimalisasi nilai sebenarnya, struktur modal, namun hal itu mempengaruhi struktur modal target perusahaan.

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan adalah tingkat pertumbuhan penjualan, stabilitas penjualan, karakteristik industri, struktur aset, sikap manajemen, dan sikap dari kreditur (Weston & Copeland, 1995). Weston dan Copeland (1997) menambahkan operating leverage, profitabilitas, pajak kontrol, sikap pemberi pinjaman, kredibilitas asesor, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan perusahaan sebagai faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Husnan (2000) menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah lokasi distribusi keuntungan, penjualan dan keuntungan stabilitas, kebijakan dividen, dana mengendalikan risiko kebangkrutan. Sedangkan Bambang (2001) menyebutkan faktor tersebut Yang mempengaruhi struktur modal adalah tingkat bunga, stabilitas pendapatan, komposisi aset, tingkat risiko aset, besar jumlah modal yang dibutuhkan, keadaan pasar modal, sifat manajemen, ukuran perusahaan.

Calon investor mendapatkan gambaran atas nilai aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan melalui harga saham. Apabila harga saham meningkat maka nilai perusahaan akan meningkat dan begitu juga sebaliknya. informasi tersebut, berguna bagi investor dalam keputusan investasi. Dalam hal ini investor memandang bahwa

profitabilitas memiliki nilai objektif untuk pengambilan keputusan investasi. Profitabilitas merupakan hasil yang diperoleh melalui usaha manajemen atas dana yang diinvestasikan para pemegang saham. Investor juga dapat mengetahui seberapa banyak kemampuan perusahaan dalam pengambilan investasi dan pembayaran dividen tunai ataupun saham kepada investor melalui profitabilitas perusahaan. Hal ini yang akan mendorong harga saham naik menjadi lebih tinggi, perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan lebih diminati sahamnya oleh para investor dibandingkan perusahaan dengan tingkat profitabilitas rendah.

Profitabilitas yang tinggi juga menunjukkan prospek perusahaan yang lebih baik, sehingga akan menciptakan sentimen positif bagi pemegang saham dan nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko dan Soebintono (2007) dalam Wibowo dan Aisjah (2014)). Profitabilitas memberikan nilai yang objektif mengenai nilai investasi pada sebuah perusahaan. Oleh karena itu profit perusahaan merupakan harapan bagi investor, tetapi investor juga harus berhati-hati dalam menentukan keputusan investasi karenajika tidak tepat, investor tidak hanya kehilangan return tetapi semua modal awal yang diinvestasikannya juga akan hilang (Astuti dan Setiawan, 2014).

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh laba. Laba perusahaan tersebut akan menjadi acuan dalam pembayaran dividen. Besarnya tingkat laba akan mempengaruhi besarnya tingkat pembayaran dividen yang dibagikan kepada pemegang saham (Idawati dan Sudiarta, 2014). Profitabilitas juga mencerminkan keadaan posisi keuangan perusahaan. Hal ini menjadi perhatian utama investor dalam mengukur laba atas investasi yang dilakukan.

Dalam penelitian Ernst & Young (2011) yang lalu, manajer keuangan dianggap bertanggung jawab untuk mengidentifikasi dan mengejar tujuan strategis perusahaan, manajemen likuiditas krisis, akuntabilitas, pengurangan biaya dan lindung nilai risiko, komitmen terhadap isu-isu kebijakan perdagangan, teknologi informasi,

pengelolaan properti, merger dan akuisisi, dan pasar negara berkembang. Salah satu sorotan terpenting tidak diragukan lagi dalam menjaga kontrol langsung atas arus kas.

Dimitrescu dkk. (2008) menunjukkan bahwa manajer keuangan harus terus memantau proses ekonomi dan tanda-tanda krisis keuangan yang semakin dalam. Penulis juga menunjukkan bahwa manajer keuangan harus memaksimalkan likuiditas, merestrukturisasi hutang, meminimalkan risiko operasional, mempromosikan penggunaan instrumen lindung nilai secara aktif untuk manajemen risiko dan mempersiapkan skenario krisis. Manajemen likuiditas, khususnya, diharapkan dapat mengatasi keterlambatan pembayaran dari pelanggan dan kurangnya arus kas bebas dari sistem keuangan ke sektor riil dan bisnis. Meningkatnya pentingnya pengelolaan likuiditas dalam krisis juga digariskan oleh Eljelly (2004), Ware (2015), Lamberg et al (2009), Demirhan et al (2014), Owolabi et al (2012).

Menurut Zulfia (2013) adalah bahwa likuiditas dapat diartikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar. Perusahaan bisa dikatakan cair jika perusahaan dapat memenuhi kewajiban pada saat jatuh tempo. Tingkat likuiditas bisa saja diukur dengan rasio likuiditas. *Current Ratio* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek atau hutang itu akan lebih cepat bila ditagih secara keseluruhan. Tekanan inflasi niscaya akan meningkatkan nilai efek likuiditas, oleh karena itu, dapat mempengaruhi keseimbangan antara biaya dan manfaat dari kepemilikan tunai yang efektif.

Dalam hal biaya dan manfaat dari kepemilikan tunai, inflasi Kenaikan tersebut berpengaruh pada kontrol pemerintah dalam makro ekonomi yang pada akhirnya dapat mempengaruhi investasi dan modal nilai langsung. Selain itu, pada tingkat mikroekonomi, siklus operasi perusahaan memiliki hubungan langsung dengan waktu dan kecepatan peningkatan likuiditas perusahaan, yang menunjukkan bahwa

holding likuiditas dan siklus operasi bisa berdampak pada biaya dan manfaat likuiditas internal. Menimbang baik siklus ekonomi pada tingkat makro dan Siklus operasional pada tingkat mikro, penelitian ini bertujuan untuk memperluas pengetahuan tentang faktor internal dan eksternal mempengaruhi kepemilikan kas perusahaan.

Peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai apabila ada kerja sama antara manajemen perusahaan dengan pihak lain yang meliputi *shareholder* maupun *stakeholder*. Masalah diantara kedua belah pihak tersebut tidak akan terjadi bila tindakan antara manajer dengan pihak lain berjalan sesuai. Penggunaan *free cash flow* merupakan salah satu pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Aziz (2010) menyatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas lebih suatu perusahaan yang dapat disalurkan oleh manajer kepada kreditor atau pemegang saham yang sudah tidak digunakan untuk operasi atau investasi pada asset tetap.

Smith & Kim (dalam Gusti, 2013) ketika *free cash flow* tersedia pada suatu perusahaan, manajer diduga akan membagikan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi ketidakefisienan dalam perusahaan. Jensen (1986) berpendapat bahwa terlalu banyak *free cash flow* akan mengakibatkan ketidakcukupan internal seperti modal kerja dan pemborosan sumber daya perusahaan, sehingga mengarah ke biaya agensi sebagai beban dari pemegang saham.

Faktor lain yang memengaruhi nilai perusahaan adalah *free cash flow* (Andini dan Wirawati, 2014). *Free cash flow* dapat diartikan sebagai adanya dana berlebih yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham, namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Arieska dan Gunawan, 2011). Jensen (1986) berpendapat bahwa terlalu banyak *free cash flow* akan mengakibatkan ketidakcukupan internal dan pemborosan sumber daya perusahaan, sehingga mengarah ke biaya agensi sebagai beban dari pemegang saham.

Arus kas bebas adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi pada

*fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usaha. Kas bebas merupakan kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang *profitable* dan merupakan hak dari pemegang saham (Sartono, 2001). Arus kas dapat pula diartikan sebagai adanya dana yang berlebih, yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Arieska dan Gunawan, 2011).

*Free cash flow* dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan. Manajer akan memilih dana tersebut dapat diinvestasikan lagi kepada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan karena mampu meningkatkan insentif yang diterimanya (Jensen, 1986). Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan in-vestasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi ada kecenderungan memiliki hutang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya *agency cost* yang berasal dari *free cash flow* (Jensen, 1986).

Berpangkal tolak pada pemikiran di atas maka perlu diteliti pengaruh Struktur Modal, Likuiditas dan Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai variabel moderasi pada Industri Otomotif dan Komponen yang terdaftar di BEI Periode 2012-2016.

## Metode Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian deskriptif Kuantitatif. Model dalam penelitian ini ditulis dengan unsur interaksi model sebagai berikut :

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

Model penelitian ini memasukan variabel moderasi sebagai variabel interaksi profitabilitas dan arus kas bebas.

Sampel penelitian ini adalah 12 perusahaan-perusahaan dalam sektor otomotif dan komponen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2012-2016. Periode penelitian selama lima tahun sehingga data yang digunakan sebanyak 60 data.. Pemilihan sampel didasarkan pada metode *nonprobability sampling* tepatnya *purposive sampling*.

Nilai Perusahaan (Y) (*Firm value*) merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham berdasarkan Sujoko dan Soebiantoro (Hardiyanti, 2012). *Firm value* dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. *Firm value* merupakan variabel terikat yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q yang disesuaikan dengan kondisi transaksi keuangan perusahaan-perusahaan di Indonesia yang sejalan dengan penelitian oleh Darmawati *et al.* (2004). Rumus rasio Tobin's Q sebagai berikut:

$$TOBIN = (MVE + DEBT)/TA$$

$$MVE = P \times Q_{\text{shares}}$$

$$DEBT = (CA - CL) + INV + LTL$$

Struktur Modal (X1) Besley dan Brigham (2008), struktur permodalan diukur dengan membandingkan total hutang dengan total aset, yang mencerminkan besarnya dana melalui utang baik untuk utang lancar maupun jangka panjang di aset secara keseluruhan.

$$LDER = \frac{\text{jumlah utang jangka panjang}}{\text{jumlah ekuitas}} \times 100\%$$

Likuiditas (X2) Likuiditas sebagai variabel independen di proksikan dengan *Current Ratio* (CR). Menurut Kasmir (2015:134), Rasio lancar atau *current ratio* merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek atau utang yang segera jatuh tempo pada saat ditagih secara keseluruhan. Rasio lancar dapat pula dikatakan sebagai bentuk untuk mengukur tingkat keamanan (*margin of safety*) suatu perusahaan. Dari hasil pengukuran rasio, apabila rasio lancar rendah dapat dikatakan bahwa perusahaan kurang modal untuk

membayar utang. Namun, apabila hasil pengukuran rasio tinggi, belum tentu kondisi perusahaan sedang baik. Hal ini dapat saja terjadi karena kas tidak digunakan sebaik mungkin. Rasio yang rendah menunjukkan risiko likuiditas yang tinggi, sedangkan rasio lancar yang tinggi menunjukkan adanya kelebihan aktiva lancar, yang akan mempunyai pengaruh yang tidak baik terhadap profitabilitas perusahaan. Rumus rasio lancar atau *current ratio*:

$$CR = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{utang lancar}} \times 100\%$$

Arus Kas Bebas (X3) Arus kas bebas (*Free cash flow*) adalah arus kas yang tersisa setelah dikurangi dari pendapatan yang diharapkan, adanya biaya operasi yang diharapkan dan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan dan meningkatkan arus kas. Arus kas bebas adalah kelebihan arus kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif ketika didiskontokan dengan tingkat imbal hasil yang diminta tepat (Horne dan Wachowicz, 2010:489). Free cash flow akan dihitung sesuai dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Retained Earning} / \text{total asset}$$

Profitabilitas variabel moderasi (X4) Profitabilitas adalah yang terpenting faktor yang harus diperhatikan dalam mengarahkan sebuah usaha bisnis. Itu tidak mengukur untuk uang, tapi bagaimanapun juga ukuran pengembalian beberapa aset oleh perusahaan (Lutz, 2007). Dalam penelitian ini, profitabilitas diukur dengan Return on Asset (ROA). Sebuah ROA adalah persentase yang mewakili kembalinya perusahaan apakah itu membuat sendiri pada apa yang dimilikinya (Leach, 2010), yang mungkin diukur dengan deviding net laba terhadap aset (Mayo, 2013), baik total aset, aset tetap, atau aset berwujud (Khan dan Jain, 2010).

$$ROA = \frac{\text{laba bersih}}{\text{total asset}} \times 100\%$$

## Temuan Penelitian dan Pembahasan

Analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode

regresi linier berganda. Analisis tersebut dilakukan untuk melihat pengaruh rasio LDER, rasio CR, rasio FCF, rasio ROA Moderasi dan NP. Analisis data tersebut dilakukan secara parsial dan simultan untuk mengetahui apakah variabel LDER, CR, FCF, ROA, MODERASI mempunyai pengaruh yang signifikan atau tidak terhadap NP.

**Tabel 1.** Hasil Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,431	,233		1,855	,069
LDER	,488	,295	,198	1,650	,105
CR	-,057	,057	-,117	-,998	,323
FCF	2,468	,758	,449	3,257	,002
ROA.MODERASI	,064	,056	,157	1,137	,260

a. Dependent Variable: NP

Persamaan Hasil Regresi

$$NP = \alpha + \beta_1 0,488LDER + \beta_2 -0,057CR + \beta_3 2,468FCF + \beta_4 0,064ROA.MODERASI + e$$

Interpretasi untuk masing-masing independen:

Bo = 0,431, Artinya: apabila 0,488LDER, -0,057CR, 2,468FCF, 0,064ROA.MODERASI tidak mengalami penambahan atau pengurangan atau sama dengan nol maka nilai NP sebesar 0,431

B1 = 0,488, Artinya: apabila variabel LDER mengalami peningkatan sebesar 1 maka nilai NP akan mengalami peningkatan 0,488

B2 = -0,057, Artinya: apabila variabel CR mengalami peningkatan sebesar 1 maka nilai NP akan mengalami penurunan -0,057

B3 = 2,468, Artinya: apabila variabel FCF mengalami peningkatan sebesar 1 maka nilai NP akan mengalami peningkatan 2,468

B4 = 0,064, Artinya: apabila variabel ROA.MODERASI mengalami peningkatan sebesar 1 maka nilai NP akan mengalami peningkatan 0,064

R-squared = 0,320, Artinya: kemampuan variabel independen

LDER, CR, FCF, ROA, MODERASI mempengaruhi variabel dependen NP sebesar 32% dan sisanya 68% dipengaruhi faktor-faktor lainnya.



**Tabel 2.** Hasil Uji Anova

ANOVA <sup>a</sup>				
Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F
1 Regression	14,323	4	3,581	6,459
Residual	30,494	55	,554	
Total	44,818	59		

*Hipotesis pertama*

Dari hasil perhitungan diatas Tabel 4. didapat bahwa nilai F hitung = 6,459 > nilai F tabel  $\alpha$  0.05 (df = 55) = 2,54 dengan tingkat signifikan 0,000. Dengan demikian,  $H_01$ : ditolak dan  $H_a1$ : diterima. Jadi dapat ditarik kesimpulan bahwa secara simultan berpengaruh tetapi terhadap secara parsial tidak berpengaruh signifikan antara LDER, CR, FCF, ROA. MODERASI secara bersama-sama terhadap NP.

*Hipotesis kedua*

Dari hasil perhitungan diatas Tabel 4. didapat bahwa nilai t hitung = 1,650 < nilai t tabel  $\alpha$  0.05 (df = 55) = 1,67303 dengan tingkat signifikan 0,105. Dengan demikian,  $H_02$ : diterima dan  $H_a2$ : ditolak. Jadi dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara LDER terhadap NP.

*Hipotesis ketiga*

Dari hasil perhitungan diatas Tabel 4. didapat bahwa nilai t hitung = -0,998 < nilai t tabel  $\alpha$  0.05 (df = 55) = 1,67303 dengan tingkat signifikan 0,323. Dengan demikian,  $H_03$ : diterima dan  $H_a3$ : ditolak. Jadi dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara CR terhadap NP.

*Hipotesis keempat*

Dari hasil perhitungan diatas Tabel 4. didapat bahwa nilai t hitung = 3,257 < nilai t tabel  $\alpha$  0.05 (df = 55) = 1,67303 dengan tingkat signifikan 0,002. Dengan demikian,  $H_04$ : tolak dan  $H_a4$ : diterima. Jadi dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara FCF terhadap NP.

*Hipotesis kelima*

Dari hasil perhitungan diatas Tabel 4. didapat bahwa nilai t hitung = 1,137 < nilai t tabel  $\alpha$  0.05 (df = 55) = 1,67303 dengan tingkat signifikan 0,260. Dengan demikian,  $H_05$ : diterima dan  $H_a5$ : ditolak. Jadi dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara ROA.MODERASI terhadap NP.

**Simpulan**

Secara simultan struktur modal, likuiditas, arus kas bebas dan arus kas bebas dengan moderasi profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Secara parsial penelitian ini tidak berhasil menemukan bukti empirik tentang adanya pengaruh positif struktur modal dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Terdapat pengaruh positif arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini tidak berhasil menemukan bukti empirik tentang adanya signifikansi peranan profitabilitas dalam memoderasi pengaruh arus kas bebas pada nilai perusahaan. Pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan setelah dimoderasi oleh profitabilitas menjadi tidak signifikan. Implikasi penelitian bagi para peneliti selanjutnya direkomendasikan untuk menggunakan variasi proksi lain dari variabel. Dengan demikian diharapkan dapat memperkaya referensi temuan penelitian yang lebih komprehensif.

Bagi peneliti yang akan datang tentang tema serupa hendaknya mempertimbangkan sampel penelitian yang meliputi berbagai industri dan sektor bisnis agar menemukan hasil penelitian yang lebih komprehensif. Bagi Investor Sebelum melakukan suatu investasi atau penanaman modal ke dalam sebuah perusahaan sebaiknya para calon investor lebih mempertimbangkan faktor-faktor seperti *free cash flows* perusahaan dan faktor-faktor lainnya yang bisa meningkatkan nilai perusahaan agar nantinya perusahaan bisa memperoleh *return* (tingkat pengembalian) yang baik.

## Daftar Referensi

- Amiri Aghdaie, S. F., Seidi, M., & Riasi, A. 2012. "Identifying the Barriers to Iran's Saffron Export Using Porter's Diamond Model", *International Journal of Marketing Studies*, 4(5), 129-138. <http://dx.doi.org/10.5539/ijms.v4n5.p.129>
- Ansari, A., & Riasi, A. (2016). "An Investigation of Factors Affecting Brand Advertising Success and Effectiveness", *International Business Research*, 9(4), 20-30. <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v9n4p20>
- Arieska, Metha & Barbara Gunawan. 2011. "Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderasi", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol. 13, No. 1, Mei 2011: 13-23.
- Astuti, L & Setiawan, E. 2014. "Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2010-2012)". (<http://publikasi.ilmiah.ums.ac.id/handle/123456789/4608> diakses 4 Februari 2016).
- Aziz, Reza Z. 2010. "Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, Size dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Masuk Di Jakarta Islamic Index (JII)". *Skripsi*, Yogyakarta.
- Bambang, Riyanto. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. BPFE, Yogyakarta.
- Bayu Wijaya & Panji Sedana. 2015. "Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan (kebijakan dividen dan kesempatan investasi sebagai variabel moderating)", *E-Jurnal manajemen Unud*, Vol 4, No 1.
- Berger, Allen N & Bonaccorsi di Patti, Emilia. 2006. "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and Application to The Banking Industry", *Journal of Banking and Finance* 30. Halaman 1065-1102.
- Besley, Scott & Bringham, Eugene F. 2008. *Essentials of Managerial Finance 14<sup>th</sup> Edition*. Cengage Learning, Mason.
- Bhattacharya, S. 1979." Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird in The Hand Fallacy", *Journal of Economics*.vol.10: pp 259-27
- Brigham, Eugene F & Ehrhardt, Michael C. 2011. *Financial Management: Theory and Practice*, Thirteen Edition. South Western Cengage Learning, United States of America.
- Brigham, Eugene F & Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajerial Keuangan*, Edisi kesepuluh, Salemba Empat, Jakarta.
- Dimitrescu, D., Rasca, L., Firica, O. 2008. *Financial Management in Crisis Situation – Pilot Study Regarding Romanian Practice*, p. 2
- Düzer, M. 2008. "The Ratios Used in Financial Analysis and Firm Value Relations, an Application on the ISE", Sakarya University, SBA, M.Sc., Istanbul. Retrieved on January 4, 2015 from <http://docplayer.biz.tr/storage/24/4242537/4242537.pdf>
- Eljelly, A. (2004). Liquidity – Profitability Tradeoff: an Empirical Investigation in an Emerging market, *International Journal of Commerce and Management*, 14 (2), pp. 48-61
- Ernst & Young. 2011. *Views. Vision. Insights. The evolving role of today's CFO*, Research report, p. 1
- Fiakas, D. 2005. *Tobin's Q: Valuing Small Capitalization Companies*. Crystal Equity Research. April.
- Gamayuni, R. R. 2015. "The Effect Of Intangible Asset , Financial Performance And Financial Policies On The Firm Value", *International Journal of Scientific & Technology Research*, 4(1), 202–212.
- Horne, James C. Van & Wachowicz, John M. 2005. *Fundamentals Of Financial Management*, Edisi Kedua belas. Salemba Empat, Jakarta.

- Husnan, Suad & Pudjiastuti, Enny. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Husnan, Suad. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*. BPFE. Yogyakarta.
- Idawati, I.A.A., dan Sudiarta, G.M. 2014. "Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur di BEI", *E-Journal Universitas Udayana Vol.3 No. 6*. Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9 (1): 41-48.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. "Theory of The Firm, Managerial Behaviour, Agency Cost & Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, pp 305-360.
- Jensen, M. 1986. "Agency Costs of Free cash flow, corporate finance", *American Review* 76, 323 . 339.
- Kayali, C. A., Yereli, A. N., & Ada, S. 2007. "A Study The effect of Intellectual Capital on Firm Valuation with the Help of the Value-Added Intellectual Coefficient of Ante Pulic", *Management and Economics CB.*, 14(I), Manisa, 2007. 68. Retrieved on January 4, 2015 from <http://www2.bayar.edu.tr/yonetimekonomi/dergi/pdf/C14S12007/CKAYSA.pdf>
- Kim, H., Hoskisson, R., Tihanya, L. & Hong, J. 2004. "The evolution and restructuring of diversified business groups in emerging markets; The lessons from Chaebols Korea", *Asia Pacific Journal of Management*, 21(1-2), 25-48. <http://dx.doi.org/10.1023/B:APJM.0000024076.86696.d5>
- Konar, S., Bailly, H., & Cohen, M. A. 2001. "Does the Market Value Environmental Performance?", *The Review of Economics and Statistics*, 83(2), 281-289. <http://dx.doi.org/10.1162/00346530151143815>
- Mardiyati, Umi et al. 2012. "Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010", *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol. 3, No. 1
- Mark Klock & Pamela Megna. 1993. "The Impact of Intangible Capital on Tobin's q in the Semiconductor Industry", *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Fifth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1993), pp. 265-269 Published by: *American Economic Association*
- Marsha, Nadya & Murtaqi, Isrochmani. 2017. "The Effect of Financial Ratios on Firm Value in The Food and Beverage Sector of the IDX", *Journal of Business and Management*. Vol. 6, No.2, 2017: 214-226
- Modigliani, F., Miller, M.H. 1958. "The Cost of Capital, Corporate finance and the Theory of Investment", *The American Economics review*, Vol. XVIII. No. 3, pp. 261-297.
- Myers, S & Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decision When Firms have information Investors Do not Have". *Journal of Finance Economics* 13, pp. 187-221.
- Myers, S.C. 1977. "The determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics*, 37, 189-238
- Raza, M.W. 2013. "Affect of financial leverage on firm performance Empirical evidence from Karachi Stock Exchange". MPRA Paper No. 50383, posted 8 October 2013 11:17 UTC
- Riasi, A., & Pourmiri, S. 2015. "Effects of online marketing on Iranian ecotourism industry: Economic, sociological, and cultural aspects". *Management Science Letters*, 5(10), 915-926. <http://dx.doi.org/10.5267/j.msl.2015.8.005>
- Riasi, A., & Pourmiri, S. 2016. "Examples of Unsustainable Tourism in Middle East". *Environmental Management and Sustainable Development*, 5(1), 69-85. <http://dx.doi.org/10.5296/emsd.v5i1.8705>
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. BPFE. Yogyakarta

- Sujoko & Soebiantoro, Ugy. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Leverage*, Faktor Internal dan Faktor Eksternal terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non-manufaktur di Bursa Efek Jakarta)". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 9(1) hal 41-48.
- Shah & Khan. 2007." Determinants of Capital Structure: evidence from Pakistani Panel Data", *International Review of Business Research Papers*, Vol.3:265-282
- Tobin, 1967, Tobin's Qb
- Van Horne, James C, & John M. Wachowicz. 2009. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Terjemahan oleh Quratu'ain Mubarakah. 2012. Edisi Keduabelas, Buku Satu. Salemba Empat, Jakarta.
- Velnampy & Aloy Niresh. 2012. "The Relationship Capital Structure and Profitability". *Journal of Management and Business Research*, Vol.12
- Wald d. J., Quitoriano V., Heaton T. H., & Kanamori H. 1999. "Relationships between Peak Ground Acceleration, Peak Ground Velocity, and Modified Mercalli Intensity in California". *Earthquake Spectra*, 15, No.3, Agustus 1999.
- Ware, E. (2015). Liquidity Management and its Effect on Profitability in Tough Economy: A Case of Companies Listed on the Ghana Stock Exchange, *International Journal of Research in Business Studies and Management*, 2 (11), pp. 34-66
- Wibowo, R & Aisjah, S. 2014. "Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Deviden dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011)". *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, Vol 2 (1).
- Weston & Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan* Jilid I, Edisi Keempat. Bina Aksara, Jakarta.
- Weston, J. Fred & Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Alih Bahasa: A Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Zulfia, Andina. 2013. "Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2010)", Universitas Diponegoro, Semarang.