

# KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN INSTITUSIONAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, UKURAN PERUSAHAAN, STRUKTUR AKTIVA DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

**Yuli Soesetio**

Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen Universitas Negeri Malang  
Jl. Surabaya 6 Malang

**Abstract:** *This research was conducted to know several factors that affected Debt policy and to know the significance level and the correlation between dependent and independent variable. Analysis instrument used was parametric statistic. Based on the result of statistic test, all of independent variables were able to explain simultaneously dependent variable of Debt policy, and particularly, variable of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Assets Structure, and Profitability which were affected significantly towards Debt policy.*

**Keywords:** *Managerial Ownership, Institutional Ownership, Assets Structure, Company Size, Profitability, and Debt Policy.*

Manajer perusahaan dan pemegang saham adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingan masing-masing dalam perusahaan, dan seringkali kepentingan pihak-pihak tersebut bertentangan. Perbedaan kepentingan itulah yang menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang biasa disebut dengan konflik agensi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut.

Namun, dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (Wahidahwati, 2001). Biaya keagenan meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), *bonding cost*, dan *residual loss* (Jensen dan Meckling, 1976). Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu, Pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dengan cara ini manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari

---

Korespondensi dengan Penulis:

**Yuli Soesetio:** Telp. +62 341 551 3125 Ext.271, Fax. +62 341 552 888

E-mail: julisoesetio@yahoo.com

pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Kedua, meningkatkan *dividend payout ratio*. Dengan cara ini tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989 dalam Wahidahwati, 2001). Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Di samping itu hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen (Jensen, 1986). Keempat, *institutional investor* sebagai *monitoring agents*. Moh'd et al. (1998) dalam Wahidahwati (2001) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen.

Schooley dan Barney (1994) meneliti tentang kegunaan kebijakan dividen dan kepemilikan saham oleh *Chief Executive Officer* (CEO) untuk mengurangi *agency cost*. Dari hasil pengujian ditemukan bahwa terdapat hubungan yang *nonmonotonic significant* antara dividen dan kepemilikan saham oleh CEO. Artinya, karena pembayaran dividen dan kepemilikan saham oleh CEO merupakan mekanisme yang saling menggantikan di dalam mengurangi *agency cost*, maka perusahaan dengan jumlah kepemilikan saham oleh CEO yang tinggi, cenderung membayar dividen yang rendah, dan sebaliknya perusahaan-perusahaan dengan jumlah kepemilikan saham oleh CEO yang rendah, melakukan pembayaran dividen yang tinggi.

Kebijakan hutang merupakan bagian dari pertimbangan dalam struktur modal. Menurut

Weston dan Copeland (1997) struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Setelah mengetahui dampak dari perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen dalam menentukan kebijakan struktur modal, diharapkan perusahaan mampu melakukan penyeimbangan struktur modal secara optimal termasuk kebijakan hutang yang juga merupakan pertimbangan dalam struktur modal agar dapat meminimalkan biaya modal dan menghindari terjadinya konflik antara pemegang saham dengan manajemen.

Peranan struktur kepemilikan sangatlah penting dalam menjelaskan kebijakan hutang perusahaan, alasannya adalah bahwa pilihan struktur modal tergantung pada siapa yang mengendalikan perusahaan, karena itu diperkirakan adanya rasio hutang yang lebih tinggi ketika para pemegang saham memegang kendali atas perusahaan sebaliknya diperkirakan adanya rasio hutang yang lebih rendah ketika manajer-manajer mengendalikan perusahaan dan sebagai pengambil keputusan.

Selain itu, dari penelitian terdahulu menunjukkan banyak variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang dalam meningkatkan nilai perusahaan seperti: kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, tidak hanya karena adanya penghematan pajak penghasilan seperti yang telah diuraikan dalam teori struktur modal Modigliani Miller (1958).

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga prosentase kepemilikan oleh *manager* dan *institutional* (Jensen dan Meckling, 1976). *Managerial ownership* dan *institutional investor* dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio

hutang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko.

Penelitian ini dikembangkan dari penelitian Wahidahwati (2001) dengan tujuan utama yaitu untuk menganalisis apakah kebijakan dividen, kepemilikan manajerial kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, struktur aktiva, *earning volatility*, dan *stock volatility* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang (struktur modal) perusahaan pada industri manufaktur yang *go public* di BEJ. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Wahidahwati (2001) adalah Pertama, periode dalam penelitian ini yaitu 2004, 2005, 2006. Kedua, komponen variabel institusional dalam penelitian ini memasukkan kepemilikan oleh *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atas nama perorangan diatas 5%, yang pada penelitian Wahidahwati (2001) tidak dimasukkan sebagai komponen institusional. Unsur *blockholder* dimasukkan sebagai komponen kepemilikan institusional karena kepemilikan ini merupakan bagian yang cukup besar tetapi tidak termasuk dalam kepemilikan *insider*. Pada beberapa penelitian, *blockholder* adalah bagian dari kepemilikan institusional (Ismayanti dan Hanafi, 2003). Ketiga, penelitian ini menggunakan kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas sebagai variabel independen.

Penelitian ini ingin menguji hipotesis mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI Tahun 2004-2006. Tujuan dari penelitian ini adalah (1) untuk mengetahui kondisi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, profitabilitas, dan kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang *listing* di BEJ tahun 2004-2006. (2) Untuk mengetahui pengaruh secara parsial dan simultan antara kepemilikan manajerial,

kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan struktur aktiva terhadap kebijakan hutang.

---

### KEPEMILIKAN MANAJERIAL

---

Menurut teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) konflik antara prinsipal dan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan antara prinsipal dan agen. Kehadiran kepemilikan saham oleh manajerial dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* karena dengan memiliki saham perusahaan, diharapkan manajer merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya, begitu pula bila terjadi kesalahan maka manajer juga akan menanggung kerugian sebagai salah satu konsekuensi dari kepemilikan saham. Proses ini dinamakan *bonding mechanism*, yaitu proses untuk menyamakan kepentingan manajemen melalui program mengikat manajemen dalam modal perusahaan. Dengan demikian perusahaan akan memiliki *agency cost of equity* yang kecil karena kepemilikan manajerial merupakan bagian dari *bonding mechanism* tersebut (Megginson, 1997).

---

### KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL

---

Kepemilikan oleh institusi lain berarti kepemilikan saham oleh pihak institusi lain yaitu kepemilikan oleh perusahaan atau lembaga lain. Ismayanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa *blockholder* juga termasuk dalam kepemilikan oleh institusi lain. *Blockholder* adalah kepemilikan saham oleh perseorangan dengan nilai di atas 5% dan perseorangan tersebut tidak masuk di jajaran manajemen. Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham lainnya.

Pihak institusional diharapkan mampu melakukan pengawasan lebih baik terhadap kebijakan manajer. Kepemilikan institusional dapat melakukan pengawasan yang lebih baik, dikarenakan dari segi skala ekonomi, pihak institusional memiliki keuntungan lebih untuk memperoleh informasi dan menganalisis segala hal yang berkaitan dengan kebijakan manajer. Selain itu, pihak institusional lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan atau keuntungan jangka panjang, sehingga asset penting perusahaan akan mendapatkan pengawasan yang lebih baik. (Han dkk., 1999).

---

### KEBIJAKAN DIVIDEN

---

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Weston dan Brigham, 1994). Kebijakan dividen suatu perusahaan memiliki dua karakteristik, yaitu pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) yang menunjukkan berapa bagian pendapatan perusahaan yang dibayarkan oleh dividen, dan stabilitas dividen dari waktu ke waktu (Martin et al., 1995 dalam Sharasanti, 2002). Kebijakan yang optimal pada suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham.

---

### UKURAN PERUSAHAAN

---

Perusahaan kecil dan dalam masa pertumbuhan cenderung untuk tidak membayarkan dividennya (Douglas, 1998). Dan perusahaan biasanya baru akan membagikan labanya dalam bentuk dividen setelah perusahaan mencapai titik kedewasaan (*mature*) dalam daur hidupnya. Perusahaan kecil dengan kesempatan

pertumbuhan yang tinggi lebih memilih seluruh laba bersih operasinya dialokasikan untuk investasi yang *profitable*, dan tidak menyisakan kas untuk pembayaran dividen.

Besar kecilnya perusahaan sangat berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar yang telah terdiversifikasi, lebih mudah untuk memasuki pasar modal, menerima penilaian kredit yang lebih tinggi dari bank komersial untuk hutang-hutang yang diterbitkan dan membayar tingkat bunga yang lebih rendah pada hutangnya. Salah satu alasannya perusahaan lebih mudah menerima pinjaman adalah karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi.

---

### STRUKTUR AKTIVA

---

Salah satu persyaratan mengajukan pinjaman adalah adanya aktiva tetap berwujud yang dapat dijamin sehingga semakin besar nilai aktiva tetap berwujud yang dimiliki ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh. Oleh karena itu nilai aktiva tetap berwujud yang besar akan berpengaruh positif terhadap penggunaan sumber dana hutang.

---

### PROFITABILITAS

---

Variabel ini menggambarkan pendapatan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers (1984) sebagaimana diungkapkan dalam Masdupi (2005) menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order* untuk keputusan pendanaan.

KEBIJAKAN HUTANG

Menurut Setiawan dalam Arifin (2004), pengertian hutang adalah sebagai salah satu alat pendanaan yang merupakan sebuah *contractual claim* atas *cash flow* perusahaan (bukan sebuah fungsi dari kinerja operasinya. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam klaim hutang berarti kreditur berhak atas *cash flow* setelah perusahaan memenuhi semua kewajiban lainnya. Kebijakan hutang merupakan bagian dari pertimbangan jumlah hutang jangka pendek (permanen), hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa dan perusahaan akan berusaha mencapai suatu tingkat struktur modal yang optimal.

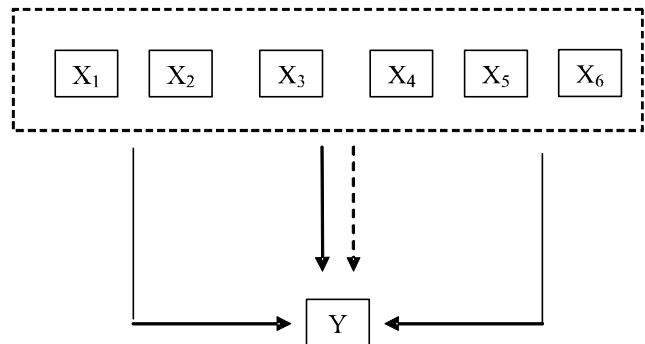
Kebijakan hutang ini juga terkait dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa bila perusahaan membutuhkan dana maka prioritas utama adalah menggunakan dana internal yaitu laba ditahan, karena adanya asimetri informasi, maka pendanaan dari luar kurang diminati. Bila dibutuhkan pendanaan eksternal prioritasnya adalah hutang, setelah itu ekuitas yang dikonversi dan penerbitan ekuitas baru (Arisanti, 2003). Dalam *debt policy*, *rasio debt to equity* optimal harus juga diperhatikan, dimana biaya marjinal hutang harus sesuai dengan keuntungan marginal.

HIPOTESIS

H<sub>1</sub> = Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aktiva

berpengaruh secara Simultan terhadap Kebijakan Hutang.

H<sub>2</sub> = Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aktiva berpengaruh secara Parsial terhadap Kebijakan Hutang.



Ket:

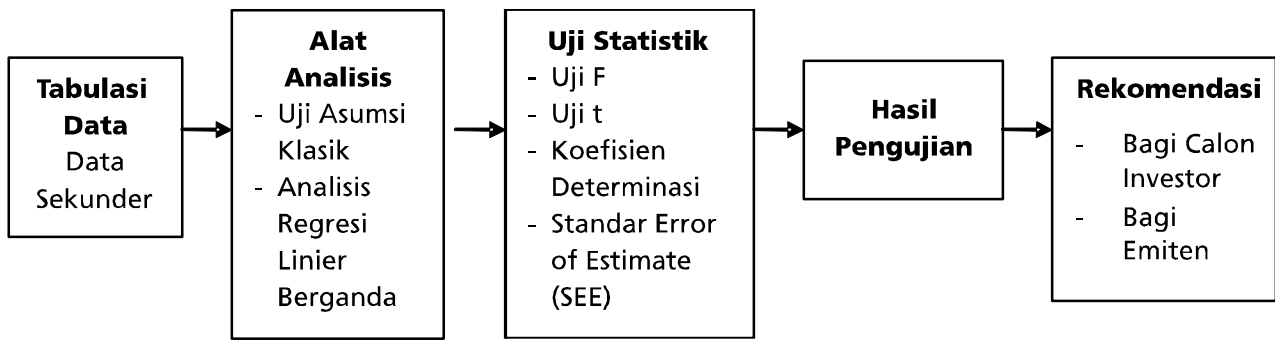
—————> = Pengaruh secara parsial

- - - - -> = pengaruh secara simultan

Gambar 1. Model Rancangan Penelitian

METODE

Pada dasarnya penelitian ini dilakukan dengan tahapan pengumpulan data-data sekunder berupa *prospectus* dan laporan keuangan tahunan perusahaan yang didalamnya meliputi besarnya jumlah hutang, besarnya dividen dan data lain yang terkait dengan penelitian ini, kemudian analisis dilakukan dengan alat analisis statistik parametric yang terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik, interpretasi hasil uji statistik dan penyusunan rekomendasi bagi emiten dan calon investor.



Gambar 2. Mekanisme Proses Penelitian

Ruang lingkup penelitian terdiri dari variabel bebas kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas. Serta variabel terikat kebijakan hutang.

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data sekunder yaitu data yang tidak secara langsung dari perusahaan manufaktur akan tetapi diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2004 sampai dengan tahun 2006.

Teknik analisa data yang digunakan dalam penelitian ini untuk menjawab hipotesis adalah analisis regresi linier berganda. Teknik analisis ini digunakan karena penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh masing-masing variabel bebas yaitu variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aktiva, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang sebagai variabel terikat.

**Variabel Dependent (Y)**

Menurut Setiawan dalam Arifin (2004), pengertian hutang didefinisikan sebagai salah satu alat pendanaan yang merupakan sebuah *contractual claim* atas *cash flow* perusahaan (bukan sebuah fungsi dari kinerja operasinya). Hal ini mengindikasikan bahwa dalam klaim hutang

berarti kreditur berhak atas *cash flow* setelah perusahaan memenuhi semua kewajiban lainnya. Kebijakan hutang merupakan bagian dari pertimbangan jumlah hutang jangka pendek (permanen), hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa dan perusahaan akan berusaha mencapai suatu tingkat struktur modal yang optimal. Kebijakan hutang dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Kebijakan Hutang} = \frac{\text{Jumlah Hutang} \times 100 \%}{\text{Jumlah Aktiva}}$$

Semakin tinggi *debt ratio* semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan di dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

**Variabel Independent (X)**

Menurut teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) konflik antara prinsipal dan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan antara prinsipal dan agen. Kehadiran kepemilikan saham oleh manajerial dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* karena dengan memiliki saham perusahaan, diharapkan manajer merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya, begitu pula bila terjadi kesalahan maka manajer juga akan menanggung kerugian sebagai salah satu konsekuensi dari kepemilikan saham. Proses ini dinamakan *bonding mechanism*, yaitu proses untuk menyamakan kepentingan manajemen

## KEUANGAN ■■■■■

melalui program mengikat manajemen dalam modal perusahaan. Kepemilikan Manajerial dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah Saham Manajer} \times 100\%}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Kepemilikan oleh institusi lain berarti kepemilikan saham oleh pihak institusi lain yaitu kepemilikan oleh perusahaan atau lembaga lain. Ismayanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa *blockholder* juga termasuk dalam kepemilikan oleh institusi lain. *Blockholder* adalah kepemilikan saham oleh perseorangan dengan nilai diatas 5% dan perseorangan tersebut tidak masuk di jajaran manajemen. Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Dengan menggunakan rumus ini maka akan dapat diketahui rasio kepemilikan institusional:

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah Saham Institusional} \times 100\%}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Weston dan Bringham, 1994). Kebijakan dividen suatu perusahaan memiliki dua karakteristik, yaitu pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) yang menunjukkan berapa bagian pendapatan perusahaan yang dibayarkan oleh dividen, dan stabilitas dividen dari waktu ke waktu (Martin *et al.*, 1995 dalam Sharasanti, 2002). Kebijakan dividen dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Kebijakan Dividen} = \frac{\text{Dividen} \times 100\%}{\text{EAT}}$$

Perusahaan kecil dan dalam masa pertumbuhan cenderung untuk tidak

membayarkan dividennya (Douglas, 1998). Dan perusahaan biasanya baru akan membagikan labanya dalam bentuk dividen setelah perusahaan mencapai titik kedewasaan (*mature*) dalam daur hidupnya. Perusahaan kecil dengan kesempatan pertumbuhan yang tinggi lebih memilih seluruh laba bersih operasinya dialokasikan untuk investasi yang *profitable*, dan tidak menysikan kas untuk pembayaran dividen. Ukuran perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln. Total Aktiva} \times 100\%$$

Besar kecilnya perusahaan sangat berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar yang telah terdiversifikasi, lebih mudah untuk memasuki pasar modal, menerima penilaian kredit yang lebih tinggi dari bank komersial untuk hutang-hutang yang diterbitkan dan membayar tingkat bunga yang lebih rendah pada hutangnya. Salah satu alasannya perusahaan lebih mudah menerima pinjaman adalah karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi.

Salah satu persyaratan mengajukan pinjaman adalah adanya aktiva tetap berwujud yang dapat dijamin sehingga semakin besar nilai aktiva tetap berwujud yang dimiliki ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh. Untuk mengetahui rasio dari struktur aktiva dapat digunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Total Aktiva Tetap Bersih} \times 100\%}{\text{Total Aktiva}}$$

Variabel profitabilitas menggambarkan pendapatan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan

aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers (1984) sebagaimana diungkapkan dalam Masdupi (2005) menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order* untuk keputusan pendanaan. Rasio Profitabilitas dapat diketahui dengan menggunakan rumus di bawah ini:

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{Laba Usaha} \times 100 \%}{\text{Penjualan}}$$

---

### HASIL

---

*Debt ratio* menunjukkan struktur modal perusahaan, yang juga merupakan cerminan keputusan dalam pembiayaan kegiatan operasional perusahaan. Nilai rata-rata *debt ratio* selama tahun 2004 sampai dengan tahun 2006 diperoleh sebesar 44,754%. Hal ini menunjukkan bahwa pada umumnya struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia yang dibiayai dari hutang sebanyak 44,754% dan dari modal sendiri sebanyak 55,246%. Berarti pula bahwa struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dibiayai dari hutang masih lebih kecil dari 50%. Hal ini menunjukkan bahwa pada umumnya perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung berhati-hati dalam menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari hutang. Selama periode penelitian, diperoleh nilai minimum dari *debt ratio* sebesar 9,602 % dan nilai maksimum sebesar 79,660%.

Kepemilikan manajerial menunjukkan seberapa besar persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh direktur dan komisaris dari perusahaan. Dari Tabel 1 dapat diamati bahwa nilai rata-rata dari kepemilikan manajerial ini masih sangat rendah pada perusahaan industri manufaktur. Selama 3 tahun periode penelitian, hanya diperoleh nilai rata-rata kepemilikan saham oleh manajerial sebesar 3,209% dari jumlah saham beredar. Ini menggambarkan bahwa komposisi pemegang saham masih didominasi oleh

pemegang saham eksternal yaitu rata-rata sebanyak 96,791%. Selama periode penelitian, diperoleh nilai minimum dari kepemilikan manajerial sebesar 0,01% dan maksimum 23,520%.

Kepemilikan institusional menunjukkan seberapa besar persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi lain. Dari Tabel 1 menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan institusional sebesar 65,090%. Nilai ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan industri manufaktur di Indonesia 50% lebih sahamnya dimiliki oleh institusi, atau juga dapat diartikan dimiliki oleh badan hukum lain. Selama periode penelitian diperoleh nilai minimum dari kepemilikan institusional sebesar 32,720% yang berarti selama periode penelitian tahun 2004 sampai dengan tahun 2006 terdapat sampel yang tidak memiliki kepemilikan institusional, dan nilai maksimum sebesar 99,700%.

Kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio*) merupakan nilai persentase dari jumlah dividen yang dibayarkan dibandingkan dengan laba bersih perusahaan. Semakin besar rasio pembayaran dividen, mencerminkan semakin besar pendapatan yang dapat diperoleh pemegang saham dan semakin kecil sumber-sumber dana (laba ditahan) yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Dari Tabel 1 diperoleh nilai rata-rata untuk pembayaran dividen sebesar 32,287%, yang menunjukkan kinerja kurang bagus apabila ditinjau dari kemampuan perusahaan dalam memberikan hasil atas investasi. Selama periode penelitian, dijumpai perusahaan yang memiliki DPR bernilai negatif, nilai ini menunjukkan bahwa pada periode penelitian terdapat perusahaan yang tetap membagikan dividen walaupun sedang mengalami kerugian, yang pada umumnya dana dividen berasal dari laba ditahan.



## KEUANGAN ■■■■■

Ukuran perusahaan digunakan untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan dari jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan dari waktu ke waktu. Jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan ini merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan oleh *debt holder* dalam memberikan pinjaman, hal ini sebagai jaminan bagi *debt holder* atas pinjaman yang diberikan kepada perusahaan. Dalam penelitian ini, rata-rata ukuran perusahaan pada sampel adalah sebesar 26,268% dari minimum 16,235% dan maksimum 31,481%.

Struktur aktiva diukur dengan menggunakan hasil bagi antara aktiva tetap dengan total aktiva. Dari hasil pengujian diperoleh rata-rata struktur aktiva sebesar 41,682%. Nilai ini menunjukkan bukti bahwa selama tahun 2004 sampai dengan tahun 2006 pada umumnya perusahaan manufaktur di Indonesia menanamkan dananya dengan proporsi yang hampir berimbang antara aktiva lancar dan aktiva tetap perusahaan. Selama periode penelitian diperoleh nilai minimum dari struktur aktiva sebesar 16,477% dan nilai maksimum sebesar 72,800%.

Untuk mengetahui sejauh mana perusahaan dapat mengembalikan hutangnya dan kesanggupan membayar bunga pinjaman, dapat diketahui dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan efektivitas laba yang dihasilkan. Dua hal tersebut dapat diukur melalui rasio antara laba operasi bersih terhadap penjualan. Semakin tinggi rasio ini, berarti semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang dan membayar bunga pinjaman dan sebaliknya, semakin rendah rasio ini, berarti semakin kecil pula kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang dan membayar bunga pinjaman. Rata-rata *profitability* pada sampel penelitian ini adalah sebesar 8,936% dari jumlah minimum 1,400% sampai dengan 15,665%.

Sebelum dilakukan analisis regresi dengan metode OLS, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik untuk menguji validitas model yaitu: uji multikolinearitas dapat dilihat dari nilai VIF (*Variance Inflation Factor*); heteroskedastisitas dengan grafik scatterplot; autokorelasi dengan besaran Durbin-Watson; dan normalitas dengan grafik P-Plot.

**Tabel 1. Hasil Analisis Regresi pada Industri Manufaktur Tahun 2004-2006**

Variabel	Unstandardized Coefficients (B)	T hitung	Sig.	Keterangan
(Constant)	94.758			
Kepemilikan manajerial (X1)	-0.777	-2.159	0.039	Signifikan
Kepemilikan institusional (X2)	-0.301	-2.391	0.024	Signifikan
Kebijakan dividen (X3)	-0.069	-0.623	0.538	Tidak Signifikan
Ukuran perusahaan (X4)	-0.078	-0.129	0.898	Tidak Signifikan
Struktur aktiva(X5)	-0.315	-2.131	0.042	Signifikan
Profitabilitas (X6)	-1.204	-2.133	0.041	Signifikan
R	= 0.719			
R Square	= 0.517			
F hitung	= 5.183			
F tabel	= 2.934			
Sign. F	= 0.001			
$\alpha$	= 0.05			
DURBIN-WATSON	= 1,907			

Koefisien determinasi sebesar 0,517 pada Tabel 1 menunjukkan bahwa variabel bebas: Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institusional, Kebijakan dividen, Ukuran perusahaan, Struktur aktiva, dan Profitabilitas dapat digunakan untuk memprediksi variabel terikat sebesar 51,7% sedangkan sisanya (100% - 51,7%) = 48,3% dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain atau variabel-variabel lain di luar penelitian.

Pada Tabel 1 ditunjukkan bahwa angka D-W sebesar 1,907. Hal ini berarti tidak terdapat masalah autokorelasi, karena angka D-W berada di antara -4 sampai +4. Uji asumsi klasik yang terakhir adalah Uji normalitas yang dilakukan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen atau keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Dari grafik P-Plot, terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Maka model regresi ini telah layak dipakai untuk memprediksi kebijakan hutang berdasar masukan variabel-variabel independennya, karena data telah berdistribusi normal.

Hasil pengujian untuk ANOVA yaitu nilai F hitung ditunjukkan pada Tabel 1. Uji F dimaksudkan untuk melihat pengaruh secara simultan atau bersama-sama variabel kepemilikan

manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Dari hasil pengujian dapat dibuktikan bahwa semua variabel bebas (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas) secara simultan (bersama-sama) berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat, yaitu kebijakan hutang.

Untuk menjawab hipotesis kedua yaitu menguji pengaruh parsial variabel bebas terhadap variabel terikat, ditunjukkan pada Tabel 1 bahwa variabel Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institusional, Profitabilitas, dan Struktur aktiva berpengaruh secara *signifikan* terhadap Kebijakan hutang. Sedangkan variabel Kebijakan dividen dan Ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara *signifikan* terhadap Kebijakan hutang. Berdasarkan Tabel 1 dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 94.758 - 0.777X1 - 0.301X2 - 0.315X5 - 1.204X6$$

Berdasarkan Tabel 1 diketahui pula bahwa variabel profitabilitas mempunyai koefisien regresi (1,204) terbesar sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas mempunyai pengaruh dominan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

**Tabel 2 Uji Multikolinearitas Variance Inflation Factor (VIF)**

Variabel	NILAI VIF	KETERANGAN
Kepemilikan manajerial (X1)	1.118	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel penjelas
Kepemilikan institusional (X2)	1.230	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel penjelas
Kebijakan dividen (X3)	1.421	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel penjelas
Ukuran perusahaan (X4)	1.313	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel penjelas
Struktur aktiva (X5)	1.357	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel penjelas
Profitabilitas (X6)	1.426	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel penjelas

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengidentifikasi adanya hubungan variabel-variabel bebas yang diteliti. Berdasarkan Tabel 2 diperoleh bahwa nilai VIF untuk semua variabel bebas lebih kecil dari 10. Pada bagian *Coefficient* terlihat untuk keenam variabel bebas, angka VIF ada di sekitar angka 1. Sehingga disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas pada variabel-variabel bebas yang diteliti.

Dari grafik *scatterplot* terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk suatu pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi kebijakan hutang berdasar variabel independennya.

Pada Tabel 1 ditunjukkan bahwa angka D-W sebesar 1,907. Hal ini berarti tidak terdapat masalah autokorelasi, karena angka D-W berada di antara -4 sampai +4. Uji asumsi klasik yang terakhir adalah Uji normalitas yang dilakukan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen atau keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Dari grafik P-Plot, terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Maka model regresi ini telah layak dipakai untuk memprediksi kebijakan hutang berdasar masukan variabel-variabel independennya, karena data telah berdistribusi normal.

Hasil pengujian untuk ANOVA yaitu nilai F hitung dapat dilihat pada tabel 1. Uji F dimaksudkan untuk melihat pengaruh secara simultan atau bersama-sama variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Dari hasil pengujian dapat dibuktikan bahwa semua variabel bebas (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen,

ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas) secara simultan (bersama-sama) berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat, yaitu kebijakan hutang.

Untuk menjawab hipotesis kedua yaitu menguji pengaruh parsial variabel bebas terhadap variabel terikat, ditunjukkan pada Tabel 1 bahwa variabel Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institusional, Profitabilitas, dan Struktur aktiva berpengaruh secara *signifikan* terhadap Kebijakan hutang. Sedangkan variabel Kebijakan dividen dan Ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara *signifikan* terhadap Kebijakan hutang. Berdasarkan Tabel 1 dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 94.758 - 0.777X1 - 0.301X2 - 0.315X5 - 1.204X6$$

Berdasarkan Tabel 1 diketahui pula bahwa variabel profitabilitas mempunyai koefisien regresi (1,204) terbesar sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas mempunyai pengaruh dominan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

---

## PEMBAHASAN

---

Secara teoritis, kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor. Dalam lingkungan industri terdapat beberapa faktor yang diyakini oleh investor yang berpengaruh secara signifikan terhadap nilai kebijakan hutang perusahaan tersebut. Oleh sebab itu para investor hendaknya memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, dalam hal ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas.

Dari keenam faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, faktor profitabilitas

harus mendapat perhatian khusus karena menyumbangkan pengaruh paling dominan terhadap kebijakan hutang perusahaan sebesar 120,4%. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi rasio profitabilitas akan diikuti oleh penurunan rasio hutang perusahaan. Hal ini menggambarkan bahwa setiap penambahan *profitability* akan mengakibatkan struktur modal berkurang. Berkurangnya komposisi hutang dalam struktur modal bisa karena keuntungan perusahaan tidak dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen tunai tetapi dikonversi menjadi dividen saham dan kemudian digunakan untuk membayar hutang yang telah jatuh tempo, atau keuntungan tersebut dikonversi menjadi dividen saham sebagai modal tambahan sehingga menambah jumlah *equity* atau keuntungan tersebut tidak dibagikan baik dalam bentuk dividen tunai maupun dividen saham tetapi dikapitalisir menjadi laba yang ditahan sehingga komposisi struktur modal menjadi lebih besar *equity* dibandingkan dengan hutang. Oleh karena itu harus dipertimbangkan dengan tepat mengenai variabel seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, profitabilitas, dll yang mempengaruhinya. agar perusahaan tidak mengalami risiko *financial* yang besar. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sugiarto (2003) yang menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini juga mendukung Rizkyani (2006) yang berpendapat bahwa manajer keuangan yang menggunakan *pecking order theory* akan selalu memperbesar tingkat profitabilitas untuk meningkatkan laba ditahan. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dua alasan yaitu dana internal dari laba ditahan yang tidak cukup dan hutang merupakan sumber dana eksternal yang lebih disukai dibanding penjualan saham baru. Selain itu investor hendaknya mencari informasi yang cukup

sebelum melakukan pilihan investasi pembelian saham suatu perusahaan dengan mengamati kebijakan hutangnya sehingga investor dapat memperoleh keuntungan yang lebih besar dengan pilihan investasi yang tepat pada perusahaan yang tepat pula.

Pada penelitian ini struktur kepemilikan menjadi faktor yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang, yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan hutang, hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Karyono (2006), Arifin (2004) dengan demikian bahwa kepemilikan manajerial mampu digunakan untuk mengendalikan biaya keagenan penggunaan hutang serta mampu mewarnai dalam pengambilan keputusan manajemen mengenai kebijakan hutang sebagaimana juga penelitian yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang sesuai juga dengan penelitian Friend dan Lang (1988) serta Jensen, Solberg dan Zorn (1992) yang menemukan bahwa kebijakan *leverage* dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan dengan hubungan negatif. Dengan kata lain bahwa kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terkait erat dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya.

Sisi yang lain yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan hutang, temuan ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Agustiana (2004), Karyono (2006), Raharja (2006). Penemuan ini juga menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur di BEI sadar bahwa keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajemen perusahaan secara efektif, sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan pemegang saham. Adanya *monitoring* yang efektif oleh *institutional ownership* menyebabkan penggunaan hutang

menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh *institutional ownership*, dengan demikian mengurangi *agency cost of debt*. Hasil ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd, *et al* (1998) dan Bathala (1994).

Hasil temuan hubungan antara struktur aktiva terhadap kebijakan hutang berbeda dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001), Tarjo dan Jogiyanto (2003), Agustiana (2004), dan Karyono (2006) menemukan bahwa struktur aktiva secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sugiarto (2003) menemukan bahwa struktur aktiva secara parsial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Temuan ini cukup menarik karena terjadi hubungan negatif signifikan yang juga bertolak belakang dengan temuan Moh'd, *et al* (1998), hal ini mungkin disebabkan oleh perbedaan jumlah periode pengamatan.

---

## KESIMPULAN DAN SARAN

---

### Kesimpulan

Dari hasil pengujian statistik, maka dapat disimpulkan bahwa model persamaan yang dikembangkan menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aktiva, dan profitabilitas secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, dan variabel kebijakan dividen dan ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Variabel bebas (X) yang paling dominan dalam penelitian ini adalah faktor profitabilitas (X6) mempunyai koefisien regresi 1.204 yang berarti bahwa semakin tinggi rasio profitabilitas akan diikuti oleh penurunan rasio hutang perusahaan. Hal ini menggambarkan bahwa setiap penambahan *profitability* akan mengakibatkan struktur modal berkurang.

### Saran

Keterbatasan penelitian ini terdapat pada jangka waktu penelitian yang relatif pendek bila dibandingkan dengan beberapa penelitian terdahulu, sehingga menyebabkan terbatasnya jumlah sampel yang digunakan. Selain itu penelitian ini hanya dibatasi pada perusahaan industri manufaktur, sehingga penarikan kesimpulan tidak dapat diperluas untuk kategori industri yang lain, seperti industri jasa, industri properti, dan industri keuangan. Keterbatasan yang lain terutama pada segi alat analisis, sehingga hasil pembahasan masih belum mencerminkan kesimpulan yang bersifat khusus pada perusahaan industri manufaktur.

Berdasarkan hasil analisis pengaruh beberapa variabel yaitu: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan, dikemukakan saran sebagai berikut: bagi pihak manajemen dan pemilik perusahaan harus mempertimbangkan dengan tepat mengenai variabel-variabel yang mempengaruhinya, agar perusahaan tidak mengalami risiko *financial* yang besar.

Investor hendaknya menanamkan modalnya pada perusahaan, investor hendaknya mempertimbangkan kebijakan hutang perusahaan dan variabel-variabel yang mempengaruhinya. Bagi para kreditur, disarankan dalam memberikan dana pinjaman, hendaknya selalu memperhatikan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban finansialnya. Hal ini

menyangkut risiko kredit macet yang dihadapi oleh kreditur masih relatif tinggi. Sedangkan saran bagi peneliti lebih lanjut yang tertarik untuk meneliti mengenai variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, disarankan untuk menambah variabel yang digunakan, seperti umur perusahaan, pertumbuhan perusahaan atau volatilitas laba dan lain-lain.

---

**DAFTAR PUSTAKA**

---

- Agustiana, V. 2004. Pengaruh Kepemilikan, Kepemilikan Institusional dan Penyebaran Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Industri yang Go Public di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2003). *Publikasi Ilmiah*. Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Arifin. 2004. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang, Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory. *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi Universitas Brawijaya. Malang.
- Bathala, C.T., Moon, K.R., and Rao, R.P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holding: Agency Perspective. *Financial Management*, Vol.23, pp.38-50.
- Besley, Scott and Brigham E. F. 2003. *Principles of Finance*. Second Edition. Thomson Learning Inc., United States of America.
- Brigham, E. F., and Houston, J. F. 2001. *Fundamentals of Financial Management*, Terjemahan, Manajemen Keuangan, Edisi 8, Erlangga, Jakarta.
- Crutchley, C. and Hansen, R. 1989, A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend. *Financial Management*, Winter, pp.36-46.
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). 2002. *Standar Akuntansi Keuangan*. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- \_\_\_\_\_. *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) Tahun 2004-2006*. Bursa Efek Jakarta.
- Irfan, A. 2002. Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi, *Lintasan Ekonomi*, Vol. XIX, No. 2, Juli, hal. 83-95.
- Jensen, G., Solberg, D. and Zorn, T. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, pp.247-263.
- Jensen, M., and Meckling, W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance and Economics*, Vol.3, No.4, pp.305-360.
- Karyono. 2006. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Penyebaran Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Pada Saham-Saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi, Universitas Brawijaya. Malang.
- Modigliani F. and Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No.3, pp 261-297.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G. and Rimbey, J. N. 1998. The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Section Analysis. *The Financial Review*, Vol.33, pp.85-98.

- Myers, S. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Financial Economics*, Vol.39,pp.187-221.
- Nuridha, H. 2006, Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Sebaran Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan ditinjau dari Teori Keagenan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi, Universitas Brawijaya, Malang.
- Raharja, N. 2006. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Perspektif Teori Agensi. *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi. Universitas Brawijaya, Malang.
- Rizkyani, N. 2006. *Analisis* Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan. *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi. Universitas Brawijaya Malang.
- Sharasanti, D.A. 2001, Analisis Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Saham oleh Manajer serta Pengaruh Penguasaan Saham oleh Investor Institusi: Suatu Pendekatan Teori Agensi (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Publikasi Ilmiah*. Pascasarjana Universitas Brawijaya. Malang.
- Sugama, S.D. 2002. Studi Empirik Pengaruh Konsep Pecking Order Theory Dalam Pengambilan Keputusan Pendanaan (Penelitian Pada Industri Jasa Perhotelan yang *Go Public* di Indonesia). *WACANA*, Vol. 2, Januari, hal. 224-233.
- Sugiarto, G. 2003. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Industri Metal yang telah *Go Public* di Bursa Efek Jakarta. *Publikasi Ilmiah*. Pascasarjana Universitas Brawijaya. Malang.
- Wahidahwati, 2001, Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory, *Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia*, p.1084-1107.