

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, PROFITABILITAS DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN (Studi Di Bursa Efek Indonesia)

Arif Afendi

arifafendi@walisongo.ac.id

Universitas Islam Negeri Walisongo Semarang

Abstrak

The purpose of this research is to analyze the influence of managerial ownership, dividend policy, profitability and size of corporate on capital structure. This research is using purposive sampling method for taking samples based on the defined criteria. The sample are 50 manufacturing company listed in Indonesian Stock Exchange (IDX) during 2012 to 2016 resulting 250 observations. The data was analysis by using multiple linear regressions analysis. The result of the research shows that managerial ownership has positive and significant influence to capital structure, dividend policy has negative but not significant influence to capital structure, profitability has positive and significant influence to capital structure and size of corporate has positive and significant influence to capital structure.

Keywords: managerial ownership, dividend policy, profitability, size and capital structure

PENDAHULUAN

Perusahaan yang telah *go public* dalam perkembangannya masih memerlukan tambahan modal untuk membiayai kegiatan usahanya dan melakukan ekspansi untuk memperluas jaringan usahanya. Penambahan modal tersebut bisa diperoleh dari berbagai sumber dan bentuk yang berbeda, akan tetapi semua sumber modal yang ada dapat diklasifikasikan kedalam dua jenis yaitu hutang dan *equity* (Brigham, *et.al.* 1999). Dimana perusahaan harus menentukan sumber pendanaan yang akan digunakan, selain itu perusahaan juga menghadapi

berbagai pilihan kebijakan *financial* dalam menentukan kebijakan struktur modalnya (Barclay *et.al.*, 1998).

Salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manager keuangan dalam kaitannya dengan operasional perusahaan adalah keputusan atas struktur modal, yaitu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi utang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan. Keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham beserta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Keputusan struktur modal yang diambil oleh

manager tersebut tidak saja berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan, tetapi juga berpengaruh terhadap resiko yang dihadapi oleh perusahaan.

Keputusan pendanaan adalah keputusan mengenai seberapa besar tingkat penggunaan hutang dibandingkan dengan ekuitas dalam membiayai investasi perusahaan atau keputusan yang bertujuan untuk menentukan struktur modal yang optimal sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dengan modal sendiri disebut dengan struktur modal.

Kebutuhan akan modal sangatlah penting dalam membangun dan menjamin kelangsungan hidup perusahaan sehingga manajer keuangan harus dengan tepat dan baik dalam menentukan struktur modalnya. Cara yang dapat dilakukan oleh manajer yaitu mengoptimalkan operasional di dalam perusahaan serta mencari tambahan modal di luar secara efisien dimana memungkinkan perusahaan bisa meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Sumber dana dari dalam perusahaan (*internal financing*) merupakan dana yang didapatkan perusahaan dari operasionalnya berupa laba ditahan sedangkan sumber dana dari luar (*eksternal financing*) merupakan sumber pendanaan yang diberikan oleh

kreditur atau investor sehingga dana ini dapat dikatakan sebagai hutang perusahaan atau dana yang bersumber dari modal asing. Seringkali perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi lebih akan mengurangi dana dari luar sehingga ada anggapan bahwa struktur modal menjadi lebih kecil. Laba ditahan merupakan sumber tercepat serta termudah bagi perusahaan untuk menambah modal tambahan di bandingkan dengan dana dari luar. (Dian infantry, 2015).

Sedangkan hutang merupakan salah satu sumber pendanaan perusahaan untuk melakukan investasi, semakin besar dan semakin stabil aliran kas perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk menggunakan hutang. Dari pandangan *intern*, risiko keuangan yang berhubungan dengan *leverage* seharusnya dianalisa berdasarkan atas kemampuan perusahaan untuk memenuhi beban tetap. Analisis ini haruslah menyangkut penyediaan anggaran kas untuk menentukan apakah aliran kas yang diharapkan bisa menutupi kewajiban-kewajiban tetap tersebut. Hal ini menjadi realistis karena semakin banyak hutang yang kita gunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula risiko kebangkrutan bagi perusahaan (Rosset *al.* 2001). Bertambahnya jumlah hutang akan meningkatkan *financial distress* yang

dihadapi perusahaan, terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik.

Faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah kepemilikan manajerial, Dalam perusahaan akan selalu timbul konflik kepentingan antara manajer yang berfungsi sebagai agen dengan pemegang saham. Hal ini disebabkan masing-masing pihak memiliki preferensi yang berbeda-beda terhadap tujuan perusahaan. Tidak hanya itu, konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham biasanya juga terjadi berkaitan dengan keputusan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan. Pihak manajemen biasanya lebih menyukai investasi dengan risiko lebih rendah sedangkan pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi dengan harapan memperoleh *return* yang tinggi (Bathala, *et al.*1994). Konflik kepentingan ini harus segera diselesaikan karena akan mempengaruhi kinerja perusahaan.

Selain kepemilikan manajerial, kebijakan dividen juga mempengaruhi struktur modal. Keputusan dividen pada hakekatnya menentukan berapa banyak bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham, dan berapa

banyak yang akan ditahan. Barclay *et al.* (1998) melihat bahwa manajer keuangan sangat berhati-hati dalam memutuskan kebijakan dividen, karena tidak hanya mempengaruhi nilai perusahaan, namun juga menyangkut kekayaan para pemegang saham perusahaan. Ada beberapa hal yang diduga dapat mempengaruhi dividen seperti arus kas, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis dan kesempatan investasi.

Selanjutnya yang mempengaruhi struktur modal adalah profitabilitas. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang mencerminkan pendapatan yang dapat digunakan untuk pendanaan investasi. Profitabilitas juga menentukan kebijakan utang yang akan diambil oleh perusahaan. Sesuai dengan teori *peckingorder* perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang bersumber dari internal perusahaan yang terdiri atas aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi daripada pendanaan yang bersumber dari eksternal perusahaan. Menurut Weston (1997), perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal.

Sedangkan ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu

perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih, semakin besar total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan, semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan, ukuran perusahaan sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan yang berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitandengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank atau lembaga keuangan jauh lebih tinggi.

Penelitian mengenai struktur kepemilikan dan pengaruhnya baik terhadap struktur modal dalam hal ini adalah kebijakan hutang telah dilakukan oleh banyak peneliti, dan mereka menemukan hasil yang berbeda. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1990), Mehran (1992), Afendi (2011) menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan saham manajerial oleh pihak internal perusahaan dengan *debt ratio* perusahaan. Namun Friend dan Hasbrouck (1987), Friend dan Lang (1988), dan

Jensen, *et al.* (1992) menemukan hubungan yang negatif.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen, *et al.* (1992), Afendi (2011) Steven dan Lina (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Perusahaan akan menurunkan pembayaran kebijakan dividen karena sebagian keuntungan digunakan untuk membayarhutang. Pengurangan proporsi keuntungan dalam bentuk kebijakan dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*.

Hasil Penelitian yang dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984), Baskin (1989), Indah ningrum dan Handayani (2009), Yenieatie dan Destriana (2010), serta Steven dan Lina (2011) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Sesuai dengan *pecking order theory* dalam struktur modal bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan makasemakin besar pula tersedianya dana internal untuk investasi, sehingga penggunaan utangakan lebih kecil.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Homaifar *et al.* (1994) dan Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif terhadap hutang. Semakin besar perusahaan, maka

semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada hutang.

Berdasarkan latar belakang di atas, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial, kebijakandividen, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris apakah kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur Modal

Struktur Modal (*capitalstructure*) mengacu pada bagaimana sebuah perusahaan membiayai assetnya melalui kombinasi hutang jangka panjang, saham ataupun sekuritas lainnya sedangkan struktur pembiayaan (*financial structure*) merupakan kombinasi semua komponen yang berada pada sisi kanan neraca sebuah perusahaan. Dengan kata lain struktur modal merupakan struktur pembiayaan dikurangi *passive* lancar suatu perusahaan. Ada beberapa teori yang mendukung struktur modal, di antaranya adalah :

Teori Trade-off

Menurut Brealey & Myers (1991) teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Dalam model *Trade-off* yang didukung oleh penelitian Brealey & Myers (1991), DeAngelo & Masulis (1980) juga mengemukakan bahwa dalam kenyataannya, penggunaan hutang 100% sulit dijumpai dan semakin banyak hutang semakin tinggi beban atau risiko yang ditanggung perusahaan seperti *agency cost*, biaya kebangkrutan, ketidakinginan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar. Sedangkan menurut Brigham *et.al* (1999) teori *Trade off* menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat menggunakan hutang dengan biaya menggunakan hutang.

Teori Pecking Order

Dalam kenyataannya, manajer seringkali memiliki informasi lebih baik daripada investor luar, sehingga terjadi informasi asimetri yang berdampak penting terhadap struktur modal (Myers & Majluf, 1984). Informasi asimetri memunculkan teori *Pecking Order*. Studi empiris yang membuktikan teori ini

diantaranya adalah Baskin (1989). Teori ini menekankan bahwa dalam pencarian dana, perusahaan menetapkan urutan pendanaan berdasar pada preferensi mereka. Menurut Brealey & Myers (1991). Berikut urutan pendanaan sebagai berikut :

1. Perusahaan cenderung menggunakan *internal financing*.
2. Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
3. Jika pendanaan eksternal dibutuhkan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu dimulai dengan penerbitan hutang, *convertible sbond*, dan alternatif yang paling terakhir adalah saham.

Teori Signaling

Teori ini mengatakan bahwa asumsi tentang investor mempunyai informasi yang sama seperti yang dimiliki oleh manajer adalah salah karena pada kenyataannya para manajer mempunyai informasi yang lebih baik daripada informasi yang dimiliki oleh para investor, sehingga terjadi apa yang disebut informasi asimetri dan informasi seperti ini mempunyai pengaruh yang sangat penting pada struktural yang optimal. Implikasi teori ini terhadap

struktural sebuah perusahaan adalah penawaran saham dianggap sebagai signal negative dan cenderung akan menurunkan harga saham maka perusahaan pada saat kondisi baik harus mempertahankan kemampuan meminjam uang dengan harga yang wajar pada saat munculnya peluang berinvestasi.

Teori Keagenan

Menurut Jensen dan Meckling (1976) teori keagenan merupakan suatu kontrak antara pemilik (*principal*) dengan manajer (*agent*) untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Masalah keagenan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari seratus persen, sehingga manajer cenderung bertindak oportunistik untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri, dan bukan memaksimalkan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Konflik manajemen dan *principal* juga bisa muncul pada keputusan pendanaan. Kondisi ini terjadi karena adanya pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dan fungsi penanggung risiko.

Fama (1983) mengatakan bahwa para manajer yang bertanggung jawab atas keputusan pendanaan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi pada *human capital*. Sedangkan di pihak lain, pemegang saham pada umumnya hanya

mempertimbangkan risiko sistematis atas saham perusahaan. Hal ini terjadi karena pemegang saham melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi secara baik. Sebaliknya, manajer lebih suka mempertimbangkan risiko perusahaan secara keseluruhan.

Teori Modigliani and Miller (MM)

Teori ini mengungkapkan bahwa struktur modal tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan, kecuali beberapa asumsi ini bisa terpenuhi, diantara asumsi sebagai berikut :

1. tidak ada biaya perantara (*brokerage cost*)
2. tidak ada pajak
3. tidak ada biaya kebangkrutan
4. semua investor mempunyai informasi yang sama tentang peluang investasi perusahaan dimasa yang akan datang terlepas dari tidak realistiknya asumsi-asumsi yang diungkapkan di atas, perlu diakui bahwa hasil yang didapat (walaupun tidak realistik) adalah penting, karena dengan tidak realistiknya teori tersebut, malah memberikan petunjuk tentang apa saja yang dibutuhkan agar struktur modal menjadi relevan sehingga mempengaruhi nilai perusahaan.

Kebijakan Hutang

Hutang adalah salah satu sumber pendanaan bagi perusahaan untuk melakukan investasi, semakin besar dan semakin stabil aliran kas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk menggunakan hutang. Dari pandangan internal, risiko keuangan yang berhubungan dengan hutang seharusnya dianalisa berdasarkan atas kemampuan perusahaan untuk memenuhi beban tetap. Analisis ini haruslah menyangkut penyiapan anggaran kas untuk menentukan apakah aliran kas yang diharapkan bisa menutupi kewajiban-kewajiban tetap tersebut.

Hal ini menjadi relevan karena semakin banyak hutang yang digunakan dalam struktur modal maka akan semakin besar pula risiko kebangkrutan bagi perusahaan (Rosset *al.* 2001). Bertambahnya jumlah hutang akan meningkatkan *financial distress* yang dihadapi perusahaan, terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik.

Kepemilikan Manajerial

Dalam perusahaan dipastikan akan selalu ada konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, ini terjadi karena masing-masing pihak

memiliki preferensi yang berbeda-beda terhadap tujuan perusahaan. Tidak hanya itu, konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham biasanya juga terjadi berkaitan dengan keputusan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan. Pihak manajemen biasanya lebih menyukai investasi dengan risiko lebih rendah untuk melindungi posisinya, sedangkan pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi dengan harapan mendapatkan keuntungan yang tinggi (Bathala, *et al.* 1994). Konflik kepentingan ini mau tidak mau harus dipecahkan karena apabila tidak, hal ini akan berakibat buruk terhadap kinerja perusahaan. Disamping itu, hal ini juga dimaksudkan agar citra baik perusahaan tetap bisa dipertahankan.

Kepemilikan saham manajerial menjadi salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan. Kepemilikan saham manajerial menunjukkan kepemilikan manajer atas saham didalam sebuah perusahaan. Ini berarti seorang manajer akan berkedudukan ganda yaitu sebagai manajer dan pemegang saham sehingga ketika mengambil keputusan akan sesuai dengan tujuan utama perusahaan.

Kebijakan Dividen

Keputusan dividen pada hakekatnya menentukan berapa banyak bagian

keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham, dan berapa banyak yang akan ditahan. Barclay *et al.* (1998) melihat bahwa manejer keuangan sangat berhati-hati dalam memutuskan kebijakan dividen, karena tidak hanya mempengaruhi nilai perusahaan, namun juga menyangkut kekayaan para pemegang saham perusahaan. Ada beberapa hal yang diduga dapat mempengaruhi dividen seperti arus kas, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis dan kesempatan investasi.

Selain itu kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang penting dan harus dipertimbangkan dengan benar oleh manajemen, karena kebijakan dividen akan melibatkan kepentingan pemegang saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya. Pada hakekatnya kebijakan dividen merupakan penentuan berapa banyak laba yang diperoleh akan dibagikan pada pemegang saham sebagai dividen, dan berapa banyak laba yang akan ditahan untuk investasi kembali. Apabila perusahaan memilih akan membagikan sebagian besar labanya sebagai dividen maka laba yang akan ditahan kecil. Dengan demikian kemampuan pembentukan dana interen akan kecil. Hal ini dapat menghambat pertumbuhan dalam pendapatan dan harga saham. Sebaliknya, bila perusahaan memilih untuk menahan sebagian besar

labanya, maka laba yang dibagikan sebagai dividen akan kecil. Oleh karena itu, perusahaan dalam mengambil keputusan tentang kebijakan dividen harus dapat menyeimbangkan antara kebijakan tersebut.

Menurut Black (1976), Pengumuman pembagian dividen oleh suatu perusahaan merupakan *signal* bagi pemegang saham. Pada dasarnya antara manajer dengan pemegang saham memiliki informasi yang berbeda, dimana manajer lebih memiliki informasi yang lengkap daripada pemegang saham. Pemegang saham akan menginterpretasikan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan, sebagai *signal* bahwa pihak manajemen memiliki prediksi arus kas yang tinggi dimasa yang akan datang. Sebaliknya, penurunan pembayaran dividen diinterpretasikan sebagai antisipasi manajer terhadap terbatasnya arus kas dimasa yang akan datang.

Profitabilitas

Menurut Brigham dan Houston (2010) profitabilitas adalah sekelompok rasio yang menunjukkan kombinasi dari pengaruh likuiditas, manajemen aset, dan hutang pada hasil operasi. Rasio profitabilitas digunakan untuk menilai dan mengukur posisi keuangan perusahaan dalam periode tertentu. Dengan kata lain

profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu (Riyanto, 2001).

Profitabilitas merupakan faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung menggunakan utang yang relatif kecil karena laba yang ditahan tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

Menurut Weston dan Brigham 1990, Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan utang. Tingkat pengembaliannya yang sangat tinggi memungkinkan perusahaan tersebut untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2001). Ketika terjadi kenaikan biaya, manajer dapat membuat rekomendasi yang diperlukan agar dapat dikendalikan. Manajer keuangan dapat mensuplai informasi mengenai harga, perubahan biaya serta profit margin yang diperlukan agar bisnis dapat berjalan lancar dan sukses. Manajer keuangan

bertanggung jawab untuk mendapatkan dan menganalisis data relevan dan membuat proyeksi keuntungan perusahaan. Untuk memperkirakan keuntungan dari penjualan di masa yang akan datang, perusahaan perlu mempertimbangkan biaya saat ini serta kemungkinan kenaikan biaya dan perubahan kemampuan perusahaan untuk menjual barang pada harga yang telah ditetapkan.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Semakin besar total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Ukuran perusahaan sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan yang berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan

tingkat kepercayaan bank atau lembaga keuangan jauh lebih tinggi.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Menurut Kim dan Sorenson (1986), hipotesis permintaan menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan tertutup menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar pihak *insider* mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. Sedangkan hipotesis penawaran menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki biaya keagenan hutang yang rendah sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Berdasarkan hipotesis ini disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki biaya keagenan hutang yang rendah sehingga cenderung menggunakan hutang dalam jumlah besar. sehingga pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang adalah positif.

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Menurut Jensen, Solberg dan Zorn, (1992), kebijakan dividen memiliki hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Perusahaan menurunkan pembayaran kebijakan dividen karena sebagian keuntungan digunakan untuk

membayarhutang. Pengurangan proporsi keuntungan dalam bentuk kebijakan dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*.

H2: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Menurut Myers dan Majluf (1984) dan Baskin (1989), Sesuai dengan *pecking order theory* dalam struktur modal bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin besar pula tersedianya dana internal untuk investasi, sehingga penggunaan utang akan lebih kecil. Sedangkan menurut Brigham (2004), tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai pendanaannya dengan menggunakan sumber internal. Hal ini lebih baik dilakukan perusahaan daripada menggunakan utang yang lebih banyak, yang tentunya akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Dalam penelitian ini profitabilitas diproksikan dengan Return On Asset (ROA) yang merupakan perbandingan antara total laba bersih perusahaan dengan total asset.

H3: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Menurut Homaifar *et al.* (1994) dan Moh'd *et al.* (1998). Ukuran perusahaan diharapkan berhubungan positif terhadap hutang. Semakin besar perusahaan, maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada hutang

H4: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal

METODELOGI PENELITIAN

Data dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012 - 2016. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang meliputi laporan keuangan yang telah dipublikasikan, yang diambil dari *Indonesian Capital Market Directory*. Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian adalah metode purposive sampling, yaitu sampel diambil dengan menggunakan pertimbangan atau kriteria tertentu. Kriteria pemilihan sampel yang diteliti adalah sebagai berikut.

1. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan yang termasuk dalam sampel adalah 50 perusahaan yang menerbitkan dan mencatatkan sahamnya selama periode 2012-2016.

3. Tersedianya informasi laporan keuangan perusahaan.

Definisi Operasional

Struktur modal

Struktur modal adalah proporsi yang menggambarkan pendanaan operasi sebuah perusahaan dengan dana yang diperoleh dari hutang yang nantinya dalam penelitian ini kebijakan hutang menjadi proksi struktur modal. Pengukuran variabel hutang adalah dengan membagi nilai total debt dengan total asset yang dimiliki oleh perusahaan. (Moh'd *et al.* 1998 dan Jensen *et al.* 1992).

$$DEBT = \frac{Total\ Debt}{Total\ Asset}$$

Kepemilikan manajerial (DMOWN)

Rozeff (1982) menyatakan bahwa variabel yang mewakili *insiders* atau *managerial ownership* adalah prosentase saham yang dimiliki oleh *insiders*. Bathala *et al.* (1994) mendefinisikan sebagai prosentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur dibagi total saham.

Kebijakan dividen (DPR)

Dividen dihitung dengan mempertimbangkan *netincome* perusahaan. Kebijakan dividen menggambarkan jumlah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. DPR dihitung sebagai

rasio pembayaran dividen terhadap laba sesudah pajak. Pengukuran variabel ini mengacu pada penelitian Mamduh dan Fitri (2004). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio. DPR dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$DPR = \frac{Dividen\ Kas}{Pendapatan\ Bersih}$$

Profitabilitas (ROA)

Return on Asset (ROA): Menunjukkan ukuran tingkat profitabilitas. Variabel ROA dinyatakan sebagai perbandingan *operating income* terhadap total asset (Jensen *et al.* 1992, Putri dan Nasir, 2006).

$$ROA = \frac{Operating\ Income}{Total\ Asset}$$

Ukuran perusahaan (SIZE)

Sizem merupakan ukuran dari perusahaan. Untuk mengurangi dispersi dengan angka dari variabel yang lain yang umumnya adalah angka rasio, maka variabel ini diukur dengan natural logaritma dari *total asset* (Chen dan Steiner, 1999).

$$SIZE = \text{Log Total Asset}$$

Model Penelitian dan Analisa Statistik

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dan metode analisis yang digunakan adalah menggunakan analisis

regresi linier berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*Ordinary Least Square*). Analisis ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen. Sebelum melakukan analisis regresi linier berganda terlebih dahulu melakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas.

Berikut ini adalah model dasar penelitian :

$$DEBT = \alpha_1 + \beta_1 DMOWN + \beta_2 DPR + \beta_3 ROA + \beta_4 SIZE + \varepsilon$$

Notasi.

DEBT : Struktur modal
 DMOWN : Kepemilikan manajerial
 DPR : Kebijakan dividen
 ROA : Profitabilitas
 SIZE : Ukuran perusahaan
 E : Error

HASIL PENELITIAN

Uji asumsi klasik

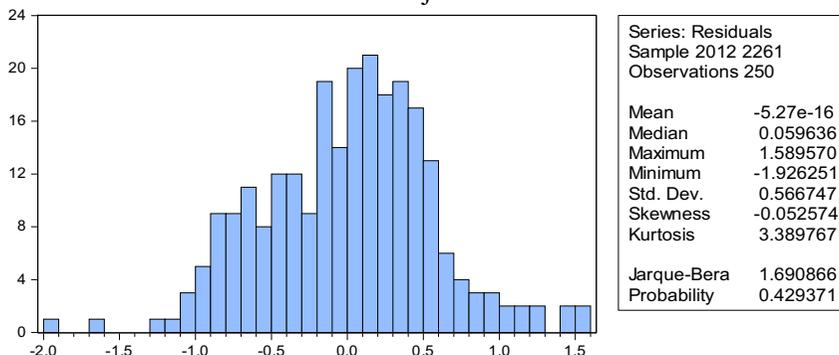
Uji asumsi klasik adalah persyaratan statistik yang harus dipenuhi pada analisis regresi linear berganda yang berbasis *ordinary least square* (OLS).

Berdasarkan hasil penelitian maka diperoleh hasil uji asumsi klasik sebagai berikut :

1. Uji normalitas

Hasil uji normalitas dapat dilihat melalui tabel berikut :

Tabel 1
Uji Normalitas



(Sumber : data yang di olah)

Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai probabilitas Jarque-Bera hitung sebesar

0,429 > 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi berdistribusi normal.

2. Uji multikolinieritas

Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat melalui tabel berikut :

Tabel 2
Uji multikolinieritas
Variance Inflation Factors

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.450349	343.4848	NA
DMOWN	0.925182	1.320782	1.149690
DPR	0.012539	1.424182	1.028687
ROA	0.070613	1.500055	1.005502
SIZE	0.003051	338.2160	1.120972

(Sumber : data yang di olah)

Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai Centered VIF tidak lebih besar dari 10 maka dapat dikatakan tidak terjadi multikolinieritas pada variabel bebas.

3. Uji autokorelasi

Hasil uji autokorelasi bisa di lihat melalui tabel berikut

Tabel 3
Uji autokorelasi
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.629224	Prob. F(2,11)	0.2419
Obs*R-squared	3.654431	Prob. Chi-Square(2)	0.1619

(Sumber : data yang di olah)

Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai probabilitas F hitung (2,11) sebesar 0,2419 lebih besar dari tingkat alpha 0,05 sehingga model regresi tidak terjadi autokorelasi.

4. Uji heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat melalui tabel berikut :

Tabel 4
Uji heteroskedastisitas
Heteroskedasticity Test: Harvey

F-statistic	0.726189	Prob. F(4,244)	0.5748
Obs*R-squared	2.929406	Prob. Chi-Square(4)	0.5697
Scaled explained SS	2.382544	Prob. Chi-Square(4)	0.6658

(Sumber : data yang di olah)

Uji heteroskedastistik dalam penelitian ini menggunakan uji Harvey, dimana nilai probabilitas F hitung sebesar 0,5748 lebih besar dari tingkat alpha 0,05 sehingga model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas.

Analisis regresi linear berganda

Analisis regresi linier berganda merupakan model analisis yang berfungsi untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 5
Analisis regresi linear berganda

Dependent Variable: DEBT
Method: Least Squares
Included observations: 250

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.940609	0.671080	-8.852309	0.0000
DMOWN	6.098019	0.961864	6.339796	0.0000
DPR	-0.172061	0.111978	-1.536562	0.1257
ROA	0.496079	0.265731	1.866848	0.0631
SIZE	0.414047	0.055240	7.495389	0.0000
R-squared	0.234925	Mean dependent var	-0.850107	
Adjusted R-squared	0.222382	S.D. dependent var	0.647944	
S.E. of regression	0.571374	Akaike info criterion	1.738329	
Sum squared resid	79.65817	Schwarz criterion	1.808961	
Log likelihood	-211.4220	Hannan-Quinn criter.	1.766760	
F-statistic	18.73071	Durbin-Watson stat	1.662573	
Prob(F-statistic)	0.000000			

$$Y = -5.9406 + 6.0980 X1 - 0.17206X2 + 0.4960X3 + 0.4140X4 + \epsilon$$

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)

1. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal

Dari hasil pengujian regresi diatas dapat terlihat nilai t inflasi sebesar 6.3397, tingkat signifikansi sebesar 0,000. Nilai sigifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 atau Sig t = 0,0000 < 0,05. Hal ini berarti bahwa kepemilikan

manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

2. Pengaruh kebijakan dividen terhadap struktur modal

Dari hasil pengujian regresi diatas dapat terlihat nilai t inflasi sebesar -1.5365, tingkat signifikansi sebesar 0,1257. Nilai sigifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 atau Sig t = 0,1257 > 0,05. Hal ini berarti bahwa kebijakan

dividen memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal.

3. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Dari hasil pengujian regresi di atas dapat terlihat nilai t inflasi sebesar 1.8668, tingkat signifikansi sebesar 0,0631. Nilai sigifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 atau $\text{Sig } t = 0.0631 > 0,05$. Hal ini berarti bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal.

4. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal

Dari hasil pengujian regresi di atas dapat terlihat nilai t inflasi sebesar 7,4953, tingkat signifikansi sebesar 0,0000. Nilai sigifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 atau $\text{Sig } t = 0,000 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Uji signifikansi parameter keseluruhan model (Uji F)

Dari hasil pengujian regresi di atas dapat terlihat nilai probabilitas F sebesar 0.0000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi yang di estimasi layak

digunakan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal.

Uji koefisien determinasi (R²)

Nilai adjusted R dalam penelitian ini sebesar 0,2222 atau 22,22%. Hal ini berarti variabel struktur modal dapat dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas dan ukuran perusahaan sedangkan sisanya sebesar 77,78% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian. Dilihat dari nilai adjusted R bahwa pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen tergolong lemah.

PEMBAHASAN

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal

Hasil pengujian regresi menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal maka hipotesis di atas diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Kim dan Sarenson (1986), menyatakan terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi hutang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial

menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*). Dalam hipotesis penawaran dijelaskan bahwa perusahaan yang di kontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Selain itu penjelasan lainnya adalah melalui *trade off* antara konflik keagenan hutang dengan konflik keagenan ekuitas. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial memiliki konflik keagenan ekuitas yang rendah sehingga kecenderungannya menggunakan hutang.

Hasil penelitian diatas berbeda dengan hasil penelitian Friend dan Hasbrouck (1987) menghipotesakan bahwa *insider* perusahaan mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam menjamin kelangsungan hidup perusahaan karena risiko kebijakan hutang *non diversifiable* manajemen lebih besar dari investor *public*. Dengan kata lain, apabila perusahaan tidak mampu melunasi kebijakan hutang maka dapat mengancam likuiditas perusahaan dan posisi manajemen. *Insider* yang kepemilikannya lebih besar dalam perusahaan akan memiliki keinginan yang lebih besar dalam meminimalkan risiko struktur modal.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap struktur modal

Hasil pengujian regresi menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal maka hipotesis di atas diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Jensen, Solberg dan Zorn, (1992), kebijakan dividen memiliki hubungan kausal negatif dengan kebijakan hutang, Perusahaan menurunkan pembayaran dividen karena sebagian keuntungan digunakan untuk membayar hutang. Pengurangan proporsi keuntungan dalam bentuk kebijakan dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*. Selain itu Fitri dan Mamduh (2004), menyatakan bahwa penggunaan dividen dalam mengurangi *agency cost* bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal pada perusahaan yang menguntungkan dan pertumbuhan rendah. Dengan demikian perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang.

Hasil penelitian diatas berbeda dengan penelitian Mahadwarta (2002) yang menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* dapat digunakan untuk memprediksi hubungan interdependensi

antara kebijakan hutang dan kebijakan kebijakan dividen perusahaan. Terdapat hubungan yang positif antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Perusahaan yang membagikan kebijakannya dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui kebijakan hutang untuk membiayai investasinya. Hubungan positif antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang yang mengindikasikan bahwa banyak perusahaan di Indonesia yang menggunakan dananya untuk melakukan pembayaran dividen demi menarik investor alih-alih untuk membayar hutang yang sebenarnya masih harus dilunasi.

Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Hasil pengujian regresi menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal maka hipotesis di atas ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Adrianto dan Wibowo (2007), Menurut hipotesis *trade-off*, profitabilitas memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang. Perusahaan yang memiliki profit atau keuntungan yang besar akan menggunakan lebih banyak utang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak.

Hasil penelitian diatas berbeda dengan penelitian Myers dan Majluf (1984) dan Baskin (1989), Sesuai dengan *pecking order theory* dalam struktur modal bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin besar pula tersedianya dana internal untuk investasi, sehingga penggunaan utang akan lebih kecil sehingga pengaruh profitabilitas terhadap hutang adalah negative.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal

Hasil pengujian regresi menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal maka hipotesis di atas diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Homaifar *et al.* (1994) dan Moh'd *et al.* (1998). Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin banyak dana yang akan digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada hutang. ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang besar berarti perusahaan lebih mempunyai arus kas yang stabil, risiko kebangkrutan yang lebih rendah, dan mempunyai akses yang mudah untuk melakukan kredit. Berdasarkan teori trade off, perusahaan dengan aset yang

berwujud dan aman serta penghasilan kena pajak yang besar seharusnya beroperasi pada tingkat hutang yang tinggi. Selain itu kemudahan perusahaan besar dalam mengakses pasar modal akan mendapatkan rating yang baik untuk penerbitan obligasi mereka, dikarenakan perusahaan lebih dikenal publik sehingga meningkatkan kepercayaan calon pemegang obligasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya. Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan maka pada penelitian ini dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap struktur modal. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi hutang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan

investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*). Selain itu dalam hipotesis penawaran dijelaskan bahwa perusahaan yang di kontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Selain itu penjelasan lainnya adalah melalui *trade off* antara konflik keagenan hutang dengan konflik keagenan ekuitas. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial memiliki konflik keagenan ekuitas yang rendah sehingga kecenderungannya menggunakan hutang.

2. Kebijakan dividen berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan akan mengurangi dan menurunkan pembayaran dividen karena sebagian keuntungan digunakan untuk membayar hutang.
3. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki profit atau keuntungan yang tinggi akan menggunakan lebih banyak hutang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pengurangan pajak.

4. Ukuran perusahaan berpengaruh berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin banyak dana yang akan digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada hutang.
5. Nilai adjusted R dalam penelitian ini sebesar 0,2222 atau 22,22%. Hal ini berarti variabel struktur modal dapat dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas dan ukuran perusahaan sedangkan sisanya sebesar 77,78% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian yang dilakukan ini tentu mempunyai keterbatasan antara lain

1. Periode penelitian ini hanya menggunakan sampel 50 perusahaan manufaktur selama 5 tahun yaitu mulai 2012 - 2016. Pengambilan tahun kualifikasi sampel yang lebih banyak mungkin akan memberikan hasil yang lebih mencerminkan kenyataan yang ada.
2. Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kebijakan

dividen, profitabilitas dan ukuran perusahaan dan satu variabel dependen yaitu struktur modal.

Saran

Beberapa saran yang dapat peneliti sampaikan berdasarkan analisis yang telah dilakukan adalah:

1. Penelitian selanjutnya sebaiknya menambahkan sampel perusahaan dan periode pengamatan yang lebih lama guna mendapatkan hasil yang lebih baik dan juga menggunakan sampel perusahaan pada industri lainnya.
2. Penelitian selanjutnya hendaknya menambahkan beberapa variabel lain seperti kepemilikan institusi, risiko bisnis, asset tetap, atau *Investment opportunity set* dan sebagainya.
3. Ada beberapa variabel yang diketahui tidak signifikan, kemungkinan proksi yang di pilih kurang tepat. Dengan demikian pada penelitian lebih lanjut mengenai isu ini di harapkan menggunakan proksi yang lain terhadap variabel penelitian tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

Adrianto dan Wibowo, B. 2007. Pengujian Teori Pecking Order Pada Perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2001-2005. *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXVI (12): 43-53.

- Agrawal, A. dan G. N. Mandelker, 1990. *Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. Journal of Financial and Quantitative Analysis* (June), 143-161.
- Afendi, Arif. 2011. Hubungan Interdependensi Antara Struktur Kepemilikan, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Menjelaskan Teori Keagenan. Tesis Tidak Dipublikasikan. Magister Sains Ilmu Ekonomi. UGM. Yogyakarta.
- Baskin, J., 1988, "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, spring, p.26-35.
- Barclay M. I.; C. W. Smith and R. Watts, 1998. *The Determinant of Corporate Leverage and Dividend Policies*, *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 7 No.4, 4-19.
- Bathala C.T, K.P. Moon, dan R.P. Rao, 1994. *Managerial ownership, debt policy, and institutional holdings: an agency perspective*, *Financial Management*, 23:38-50.
- Black, F., 1976, *The Dividend Puzzle*, *Journal of Portfolio Management*, Winter, Vol. 2: 72-77.
- Brealey, Richard.A., and Myers, Stewart C. (1991). *Principle of Corporate Finance*. Fifth Edition. Ney York: Mc Graw-Hill.
- Brigham, E. F., dan Houston, J. F. 2004. *Fundamentals Financial Management, Tenth Edition*. Ohio: Thomson South-western.
- Brigham, Eugene F., Gapenski, Louis C and Ehrhardt, Michael C. (1999). *Financial Management : Theory and Practice*.
- Chen, C.R., Steiner, T.L., dan Whyte, A.M.1998, *Risk Taking Behavior and Management Ownership in Diository Institutional*, *The Journal of Financial Review*, Vol.34, hlm 119-137.
- De Angelo H., and R.W.Masulis, 1980. *Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation*. *Journal of Finance*, 35 (2), May, p.453-464
- Dian infantry, 2015. Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di BEI, *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen* Volume 4, Nomor 7, Juli, 2015.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). *Agency Problems and Residual Claims*. *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2.
- Friend, I., dan J. Hasbrouck. 1987. *Determinants of Capital Structure*, *Research in Finance* 7, Andy Chen, ed. Greenwich. CT: JAI Press, Inc.
- Friend, I. and L. H. P.Lang, 1988. *An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*. *Journal of Finance*, 271-281.

- Hanafi, Mamduh, M, I.Fitri, 2004. Struktur kepemilikan, Risiko, dan kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* vol.19, No 2.
- Homaifar G and Zietz et.al. 1994. *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*, *Journal of Business Finance & Accounting* 21 (1)January. pp 1-14.
- Indah ningrum & Handayani, Ratih. (2009). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 11. No. 3. Hlm. 189-207.
- Jensen, M. and Meckling, W (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, G.R., D.P Solberg dan T.S. Zorn. 1992. *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies*. *Journal of Quantitative Analysis*, 247-263
- Kim, W.S., dan Sorenson, E.H. (1986), *Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131-144.
- Mahadwartha, Putu A. (2002). Interdependensi antara Kebijakan *Leverage* dengan Kebijakan Dividen : Perspektif Teori Keagenan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Manajemen Ekonomi*. Vol. 2. No. 2. Hlm. 201-220.
- Mehran, H., 1992. *Executives Incentives Plans, Corporate Control, and Capital Structure*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 21, p 131-144.
- Myers, S.C., dan N.S. Majluf, 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information Investors Do Not Have*, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rombey. 1998. *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis*. *Financial Review* 30, 85-99.
- Ross, S. A., Westerfield dan Jordan. 2001. *Essentials of Corporate Finance, Third Edition*. Singapore: McGraw-Hill.
- Rozeff, M.S. 1982, *Growth, Beta and Agency costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*, *Journal of Financial Research*, 249-259.
- Steven., dan Lina. (2011). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 12. No. 3. Hal.384-398.
- Weston, J. Fred., dan Thomas, E. Copeland. (1997). *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga

Weston J.F and Brigham E.F, 1994,
Dasar-Dasar Manajemen
Keuangan, Erlangga, Edisi 9 Jilid
2.

Yeniati., dan Destriana, Nicken. (2010).
Faktor-faktor yang Mempengaruhi
Kebijakan Hutang Pada
Perusahaan Non Keuangan yang
Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol.
12. No. 1. Hlm. 1-16.