

FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN NON KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Apit Susanti

Sekar Mayangsari

Abstract

The purpose of this research is to examine the effect of insider ownership, institutional ownership, dividend policy, asset structure, profitability, firm growth, and business risk to debt policy. This research is developed based on the previous research carried out by Murni and Andriana (2007).

Data were taken from all companies are listed at Indonesian Stock Exchange for three years (2009-2011) except financial, insurance, and other financial industries. Sample selection were based on purposive sampling. Only 45 companies meet the criteria and taken as sample. For this study SPSS 11.5 program is used to find out the effect from all independent variable above to dependent variable. The statistical used in this research was multiple regression.

The research showed that institutional ownership, asset structure, profitability, and firm growth had effect to debt policy but insider ownership, dividend policy, and business risk had no effect to debt policy.

Keywords: *Agency Theory, Pecking Order Theory, Trade-off Theory, Debt Policy, Insider Ownership, Assets Structure, Profitability, Dividend Payments, Business Risk, Institutional Investor, Firm Growth.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang Penelitian

Dalam suatu perusahaan seorang manajer yang diberikan kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelolah dan menjalankan perusahaan merupakan kunci kesuksesan. Manajer perusahaan memegang peranan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kegiatan-kegiatan utama perusahaan termasuk dalam hal pencarian dana dan bagaimana memanfaatkan dana tersebut (Wahidahwati, 2002). Keputusan-keputusan yang dibuat tersebut harus sesuai dengan tujuan utama perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Murni dan Andriana, 2007).

Keputusan yang diambil manajer cenderung untuk melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status gaji. Salah satu alternatif manajer

untuk memperoleh dana dalam rangka ekspansi adalah dengan menaikkan hutang. Akan tetapi, kebijakan hutang rentan terhadap konflik kepentingan antara pemegang saham (*stockholder*), manajer (*manager*), dan kreditor (*creditor*) yang biasa disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dalam keputusan pendanaan terjadi disebabkan pemegang saham hanya peduli dengan risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka berinvestasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Sebaliknya manajer peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan, karena menyangkut reputasinya. (Wahidahwati, 2002).

Konflik dalam kebijakan hutang antara manajer dan kreditor muncul ketika manajer mengambil proyek-proyek yang mempunyai risiko lebih besar dari yang diperkirakan oleh kreditor. Dalam hal ini kreditor tidak mau dirugikan apabila dana yang diinvestasikan pada proyek yang berisiko tinggi tersebut tidak menghasilkan *return*, karena akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan sebagai akibat menurunnya nilai pasar hutang atau obligasi yang belum jatuh tempo. Sebaliknya jika proyek berisiko tinggi tersebut memberikan hasil yang bagus, kompensasi yang diterima kreditor (berupa bunga) tidak ikut naik (Fidyati, 2003).

Penggunaan hutang juga akan meningkatkan risiko. Oleh karena itu manajer akan lebih berhati-hati karena risiko hutang *nondiversifiable* manajer lebih besar daripada investor publik. Perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya sehingga pada akhirnya akan mengancam posisi manajer.

Perumusan Masalah

Terdapat banyak faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, namun yang menjadi pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?
2. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?
3. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?
4. Apakah struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?
5. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?
6. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?
7. Apakah risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan?

Tujuan Penelitian

Tujuan dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang perusahaan.
2. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan.

3. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan.
4. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang perusahaan.
5. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan.
6. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan.
7. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah:

1. Bagi Perusahaan
Sebagai bahan pertimbangan dalam hal penambahan modal dari pihak luar atau menambah kepemilikan modal bagi pihak manajerial serta sebagai bahan pertimbangan bagi perusahaan untuk mencari dana dengan menggunakan hutang.
2. Bagi Investor
Sebagai bahan pertimbangan bagi investor dalam membuat keputusan investasi, khususnya dalam memilih perusahaan yang dapat memberikan *return* yang tinggi atas investasi yang dilakukan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.
3. Bagi Kreditor
Sebagai bahan pertimbangan bagi kreditor untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan terutama untuk menilai tingkat likuiditas perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk melunasi hutangnya.
4. Bagi Peneliti Selanjutnya
Sebagai tambahan pengetahuan dan bahan referensi yang dapat digunakan untuk meneliti masalah kebijakan hutang dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Green Theory

Agency Theory

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) dalam Boku (2008) dinyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengolahan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik kepentingan karena merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi tersebut. Wahidahwati (2002) menyebutkan bahwa manajer yang diangkat oleh pemegang saham haruslah bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata terdapat perbedaan kepentingan dan asimetri informasi diantara kedua belah pihak yang menyebabkan terjadinya konflik keagenan.

Pecking Order Theory

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961 (Myers, 1984 dalam Yuniningsih, 2003:34). *Pecking order theory* melihat bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko. Hal ini dilakukan untuk dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau dengan kata lain memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan (Yuniningsih, 2003).

Teori ini menyebutkan bahwa perusahaan cenderung terlebih dahulu mempergunakan sumber pendanaan internal (*retained earning*) sebanyak mungkin untuk membiayai proyek-proyek di perusahaan sebelum berhutang (Indrawati dan Suhendro, 2006). Kemudian jika sumber dana internal tidak mencukupi dan perusahaan membutuhkan sumber dana *eksternal*, maka perusahaan akan memilih hutang sebelum *eksternal equity*.

Trade-off Theory

Trade-off theory menyebutkan bahwa *debt-equity decision* merupakan *trade off* antara *interest tax shield* dengan *agency cost of debt* (Indrawati dan Suhendro, 2006). Apabila pengorbanan dari penggunaan hutang sudah lebih besar daripada manfaatnya, maka hutang tidak boleh lagi ditambah, sehingga untuk pendanaan selanjutnya perusahaan menggunakan ekuitas (Rahardjo dan Hartantiningrum, 2006). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan harus bisa menyeimbangkan komposisi hutang dalam kombinasi struktur modalnya sehingga akan diperoleh komposisi hutang dan saham yang optimal dengan analisis perhitungan keuangan yang tepat (Indrawati dan Suhendro, 2006).

Hasil Penelitian Terdahulu

Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Wahidahwati (2002), jika manajer memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka mereka akan mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi biaya keagenan. Hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang juga ditemukan oleh Harjito dan Nurfauziah (2006), hanya saja ditemukan hasil yang tidak signifikan. Berbeda dengan penelitian Soliha dan Taswan (2002) yang menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang adalah positif.

Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Nasser dan Firlano (2006) menyatakan bahwa *institutional ownership* adalah pihak yang paling mempengaruhi dalam menentukan hutang. Hubungan yang negatif dan berlawanan antara *institutional ownership*, hal ini didukung oleh penelitian Wahidahwati (2002), Junaidi (2006), Masdupi (2005), Murni dan Andriana (2007), yang menemukan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap hutang adalah negatif. Berbeda halnya dengan hasil penelitian yang dilakukan Fitri dan Hanafi (2002), serta sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Nasser dan Firlano (2006:116), Murni dan Andriana (2007) yang menemukan hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang adalah positif dan searah. Walaupun demikian, penelitian-penelitian di atas bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wuryaningsih (2004), Indrawati dan Suhendro (2006) yang

mendapatkan hasil bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap hutang.

Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil penelitian Siregar (2005) menunjukkan pengaruh positif dividen terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Sedangkan hasil penelitian dari Paramu (2006) dan Wahidahwati (2002), Junaidi (2006), dan Yuniningsih (2003) menunjukkan bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap hutang. Murni dan Adriana (2007) mengatakan pembagian dividen akan menurunkan tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Ismiyati dan Hanafi (2003) yang mengatakan bahwa pembagian dividen berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan yang memiliki struktur aktiva dengan porsi aktiva tetap yang tinggi lebih mudah dalam melakukan pinjaman terhadap pihak eksternal karena dinilai memiliki *securable assets* (aktiva jaminan) yang lebih baik. Kreditur akan merasa lebih aman jika memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki aktiva tetap dengan porsi yang tinggi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa struktur aktiva (dalam hal ini dijelaskan dengan *tangibility*) berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian dari Masdupi (2005), Wahidahwati (2002). Sedangkan pada penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007) menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan dengan arah hubungan yang positif. Hasil penelitian tersebut juga sesuai dengan penelitian Fidyati (2003) yang mengatakan bahwa semakin banyak aktiva tetap suatu perusahaan, maka semakin mudah perusahaan mendapatkan dana dengan hutang. Sedangkan Junaidi (2006) dan Yuniningsih (2003) berpendapat bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin kecil hutang yang digunakan dalam kegiatan pendanaan. Perusahaan dengan *rate of return* yang tinggi cenderung menggunakan proporsi hutang yang relatif kecil, hal ini disebabkan *return* yang tinggi akan menyediakan sejumlah dana internal yang relatif besar yang diakumulasikan sebagai laba ditahan (Mayangsari, 2001). Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa pendanaan internal lebih disukai oleh perusahaan. Semakin tinggi porsi dana yang tersedia untuk membiayai operasional perusahaan dan kesempatan investasi yang berasal dari laba ditahan, maka tingkat *leverage* akan semakin kecil. Hasil penelitian dari Hartono (2004), Azib (2005), Musyafikin (2005), serta Harjanti dan Tandelilin (2007) memberikan hasil yang konsisten satu sama lain, yaitu profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap porsi hutang perusahaan, hal ini sesuai dengan POT. Sedangkan hasil penelitian Mayangsari (2001) menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan dengan arah hubungan negatif.

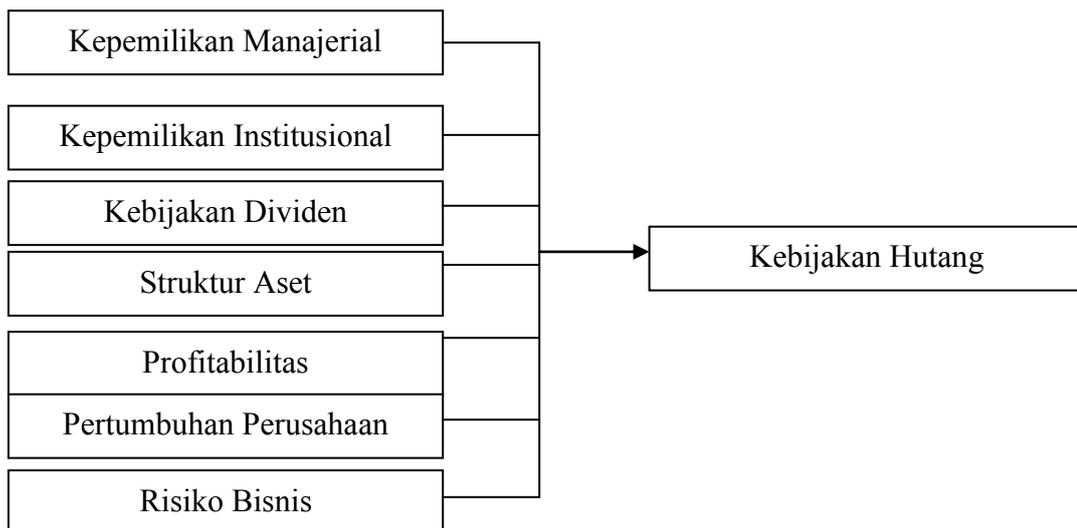
Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Frensidy dan Setyawan (2007), pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka penggunaan hutang untuk membiayai kebutuhan dana perusahaan akan semakin besar. Pertumbuhan perusahaan menunjukkan besarnya dana yang dialokasikan oleh perusahaan ke dalam aktiva. Oleh karena itu, pertumbuhan aktiva akan menuntut perusahaan untuk menyediakan dana yang memadai. Dalam *pecking order theory*, dinyatakan bahwa perusahaan akan cenderung mengutamakan penggunaan dana internal, tapi jika tidak mencukupi, dana eksternal yang menjadi alternatif pertama adalah hutang. Oleh karena itu, jika diasumsikan bahwa aktiva perusahaan mengalami pertumbuhan sedangkan faktor lain dianggap tetap (*ceteris paribus*), maka peningkatan aktiva akan memicu peningkatan *leverage* perusahaan.

Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian menunjukkan risiko bisnis mempunyai hubungan positif dengan *leverage* dan tidak berpengaruh terhadap *leverage* Harjanti dan Tandelilin (2007). Sedangkan hasil penelitian Junaidi (2006) hubungan antara risiko bisnis dan hutang berlawanan arah (negatif), hal ini berarti perusahaan dengan risiko yang tinggi cenderung memiliki hutang yang rendah. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan Yuningsih (2003), Wahidahwati (2001). Sedangkan hasil penelitian Saidi (2004) menunjukkan risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan.

Model Penelitian



Perumusan Hipotesis

Berdasarkan uraian-uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- Ha₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- Ha₂: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan
- Ha₃: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

- Ha₄: Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan
 Ha₅: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan
 Ha₆: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan
 Ha₇: Risiko Bisnis berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian yang dilakukan merupakan penelitian kausal (causal research). Penelitian kausalitas merupakan jenis penelitian dengan karakteristik masalah penelitian berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2011. Sampel dipilih dengan menggunakan *nonprobability sampling* dengan metode *purposive sampling*.

Adapun yang menjadi kriteria dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai dengan 2011.
2. Perusahaan yang tidak bergerak di bidang keuangan dari tahun 2009 sampai dengan 2011.
3. Perusahaan yang melaporkan laporan keuangan dalam mata uang rupiah.
4. Perusahaan yang memiliki *operating income* dan *earning after tax* positif secara konsisten selama tahun 2009–2011.
5. Perusahaan memiliki kepemilikan institusional secara konsisten dari tahun 2009–2011.
6. Perusahaan membayarkan dividen minimal satu kali untuk setiap tahun penelitian (2009–2011).

Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang perusahaan digambarkan dengan *debt ratio*. Kebijakan hutang yang diberi simbol DEBT dan diukur dengan skala rasio. Menurut Masdupi (2005) kebijakan hutang dapat dihitung dengan membagi jumlah hutang jangka panjang dengan total hutang jangka panjang ditambah dengan ekuitas.

$$DEBT = \frac{\text{hutang jangka panjang}}{\text{hutang jangka panjang} + \text{Ekuitas}}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan besarnya kepemilikan manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris).

Kepemilikan manajerial diberi simbol INSD. Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial (INSD) merupakan variabel *dummy* yang diwakili dengan nilai 0 dan 1 (Ismiyati dan Hanafi, 2004). Nilai 0 menunjukkan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dan nilai 1 menunjukkan yang memiliki kepemilikan manajerial.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusional pada akhir tahun yang diukur dengan persentase dalam skala rasio. Kepemilikan institusional diberi simbol INST. Menurut Murni dan Andriana (2007) kepemilikan institusional (INST) dapat dihitung dengan membagi jumlah saham yang dimiliki institusi dengan jumlah saham beredar.

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menggambarkan jumlah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham yang dicerminkan dalam *dividen payout ratio*. Kebijakan dividen diberi simbol DPR dan diukur dengan skala rasio. Menurut Murni dan Andriana (2007) *dividen payout ratio* dapat dihitung dengan membagi dividen yang dibayarkan dengan *Earning After Tax* (EAT). Penggunaan EAT disebabkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan pendapatan bersih setelah dikurangi pajak dan pembayaran bunga pinjaman. DPR dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen}}{\text{EAT}}$$

Struktur Aset

Struktur aset menggambarkan jumlah kekayaan (aset) yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan untuk dapat memperoleh pinjaman. Struktur aset diberi simbol AST dan diukur dengan skala rasio. Menurut Junaidi (2002) struktur aset dapat dihitung dengan membagi aktiva tetap dengan total aktiva.

$$\text{AST} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Profitabilitas

Profitabilitas menggambarkan earning untuk pendanaan investasi. Profitabilitas diberi simbol PROF. Menurut Masdupi (2005) profitabilitas dapat didefinisikan dengan *ratio of operating income to total asset* yaitu dengan membagi *operating income* dengan *total asset*. Variabel ini diukur dengan skala rasio.

$$\text{PROF} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Total Asset}}$$

Pertumbuhan perusahaan

Pertumbuhan perusahaan adalah tingkat pertumbuhan total aset. Tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menandakan keberhasilan perusahaan dalam menggalang lebih banyak sumber-sumber daya bagi perusahaan. Variabel ini diberi simbol GROWTH dan diukur dengan menggunakan persentase perubahan dalam total aset. Variabel ini diukur dengan skala rasio.

$$\text{Risiko} \quad \text{GROWTH} = \frac{\text{Total Aktiva}_t - \text{Total Aktiva}_{t-1}}{\text{Total Aktiva}_{t-1}}$$

RISIKO BISNIS merupakan indikator ketidakstabilan narga saham dan return yang diterima oleh pemegang saham. Risiko Bisnis diberi simbol RISK. Risiko bisnis dihitung sebagai standar deviasi *return* saham secara bulanan selama satu tahun. Variabel ini diukur dengan menggunakan skala rasio (Vidyantie dan Handayani, 2006).

$$\text{Risk}_{it} = \text{STD Return}_{it}$$

$$\text{Return}_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan

$P_{i,t}$ = Closing Price Bulanan

$P_{i,t-1}$ = Closing Price Bulanan Sebelumnya

Metode Analisis Data

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), deviasi standar, maksimum, minimum (Ghozali 2006:19). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan *SPSS for Windows* versi 11.50.

Uji Normalitas Data dan Uji Asumsi

Tujuan dari uji normalitas data adalah untuk mengetahui apakah data mendekati distribusi normal atau tidak. Salah satu alat statistik yang dapat digunakan untuk mendeteksi normalitas adalah dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* (Ghozali, 2006). Caranya adalah menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu:

H_0 : data terdistribusi secara normal

H_a : data tidak terdistribusi secara normal

Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas dilakukan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. (Ghozali, 2006:91). Untuk menguji ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi adalah dengan melihat nilai *tolerance* dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF).

Uji Autokorelasi

Untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksi autokorelasi dapat menggunakan *Durbin Watson Test*.

Uji Heteroskedastisitas

Untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas (homoskedastisitas). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas adalah dengan melihat grafik *scatter plot* dengan dasar pengambilan keputusan

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan uji regresi berganda (*multiple regression*) dengan tingkat $\alpha = 5\%$. Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Model penelitian dengan persamaan regresi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + b_7x_7 + e$$

Keterangan:

- Y = kebijakan hutang
- a = konstanta
- b_1, b_7 = koefisien
- x_1 = kepemilikan manajerial
- x_2 = kepemilikan institusional
- x_3 = kebijakan dividen
- x_4 = struktur aset
- x_5 = profitabilitas
- x_6 = pertumbuhan perusahaan
- x_7 = risiko bisnis
- e = *error term*

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Hasil Pemilihan Sampel

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2011. Perusahaan-perusahaan tersebut telah memenuhi kriteria pemilihan sampel, seperti telah diuraikan pada bab sebelumnya. Dari jumlah total 299 perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2009 sampai dengan 2011, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 45 perusahaan. Hasil perolehan sampel dapat dilihat pada tabel 1. berikut ini:

Tabel 1
Sampel Penelitian

Perusahaan yang terdaftar di BEI secara konsisten dan mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember dari tahun 2009 sampai 2011	299	897
Perusahaan yang bergerak dibidang keuangan dari tahun 2009-2011	(53)	(159)
Perusahaan yang melaporkan laporan keuangan dalam mata uang asing	(8)	(24)
Perusahaan yang memiliki <i>operating income</i> dan <i>earning after tax</i> negatif dalam periode 2009-2011	(105)	(315)
Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional secara konsisten dari tahun 2009-2011	(1)	(3)
Perusahaan yang tidak membayarkan dividen minimal satu kali untuk setiap tahun penelitian (2009-2011)	(87)	(261)
Jumlah data perusahaan sebelum <i>outlier</i>	45	135
Jumlah data perusahaan yang dihilangkan setelah <i>outlier</i>		(15)
Jumlah data perusahaan setelah <i>outlier</i>		120

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menunjukkan nilai rata-rata (mean), maksimum, minimum dan standar deviasi untuk masing-masing variabel penelitian pada tahun 2009 sampai tahun 2011. Untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan, dapat dilihat pada tabel 2. berikut ini:

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Uji Normalitas Data dan Uji Outlier Tabel 3 Hasil		N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
	DEBT	120	0,0077	0,8127	0,253712	0,2037700
	INSD	120	0	1	0,55	0,500
	INST	120	0,3220	0,9320	0,681511	0,1565694
	DPR	120	0,0196	1,1651	0,356721	0,2063387
	AST	120	0,0674	0,8194	0,358702	0,1800447
	PROF	120	0,0010	0,5207	0,124995	0,0853520
	GROWTH	120	-0,1190	1,3264	0,170862	0,2045065
	RISK BIS	120	0,0219	0,3974	0,122263	0,0721855

Uji Normalitas Sebelum Outlier
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Variabel	Asymp.Sig.(2-tailed)	Kesimpulan
DEBT	0,010	Data tidak normal
INSD	0,000	Data tidak normal
INST	0,244	Data normal
DPR	0,001	Data tidak normal
AST	0,098	Data normal
PROF	0,000	Data tidak normal
GROWTH	0,000	Data tidak normal
RISK BIS	0,000	Data tidak normal

Sumber: pengolahan data SPSS 11.50

Hasil pengujian normalitas menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dapat dilihat pada tabel 4.3. bahwa variabel kebijakan hutang (DEBT), kepemilikan manajerial (INSD), kebijakan dividen (DPR), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), risiko bisnis (RISK BIS) mempunyai nilai *asymp. sig (2-tailed) < 0,05* sehingga data tidak terdistribusi secara normal. Sedangkan untuk variabel kepemilikan institusional (INST) dan struktur aset (AST) berdistribusi normal karena memiliki nilai *asymp. sig (2-tailed) > 0,05*. Dikarenakan terdapat data penelitian yang

tidak terdistribusi normal, maka dilakukan uji outlier untuk mengetahui ada tidaknya data yang ekstrim yaitu data yang jauh di atas atau di bawah rata-rata. Untuk itu, data harus berada diantara nilai *z-score* sebesar -3 dan +3. Jika nilai *z-score* berada dibawah atau diatas batas tersebut, maka data tersebut harus dikeluarkan dari hasil penelitian. Setelah dilakukan uji *outlier* terhadap seluruh data maka penulis harus mengurangi data sebanyak 15 data yang ekstrim sehingga data yang dapat diolah menjadi 120 data.

Tabel 4
Hasil Uji Normalitas Setelah Outlier
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Variabel	Asymp.Sig.(2-tailed)	Kesimpulan
DEBT	0,053	Data normal
INSD	0,000	Data tidak normal
INST	0,443	Data normal
DPR	0,031	Data tidak normal
AST	0,115	Data normal
PROF	0,001	Data tidak normal
GROWTH	0,000	Data tidak normal
RISK BIS	0,001	Data tidak normal

Sumber: pengolahan data SPSS 11.50

Setelah dilakukan uji outlier maka dapat dilihat di tabel 4. bahwa variabel kebijakan hutang (DEBT), kepemilikan institusional (INST), struktur aset (AST) memiliki *asympt. sig (2-tailed) > 0,05* sehingga data terdistribusi normal sedangkan variabel kepemilikan manajerial (INSD), kebijakan dividen (DPR), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), risiko bisnis (RISK BIS) memiliki *asympt. sig (2-tailed) < 0,05* sehingga data tidak terdistribusi normal.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Tabel 5
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF	Kesimpulan
INSD	0,900	1,112	Tidak terjadi multikolinearitas

INST	0,918	1,090	Tidak terjadi multikolinearitas
DPR	0,768	1,302	Tidak terjadi multikolinearitas
AST	0,897	1,115	Tidak terjadi multikolinearitas
PROF	0,846	1,182	Tidak terjadi multikolinearitas
GROWTH	0,921	1,086	Tidak terjadi multikolinearitas
RISK BIS	0,951	1,051	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber: pengolahan data SPSS 11.50

Pada tabel diatas, menunjukkan bahwa variabel independen kepemilikan manajerial (INSD), kepemilikan institutional (INST), kebijakan dividen (DPR), struktur aset (AST), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), dan risiko bisnis (RISK BIS) memiliki nilai *tolerance* lebih dari 0,1 dan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* kurang dari 10. Maka dapat dikatakan tidak terdapat multikolinearitas antar kepemilikan manajerial (INSD), kepemilikan institutional (INST), kebijakan dividen (DPR), struktur aset (AST), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), dan risiko bisnis (RISK BIS) dalam model regresi.

Uji Autokorelasi

Tabel 6
Hasil Uji Autokorelasi

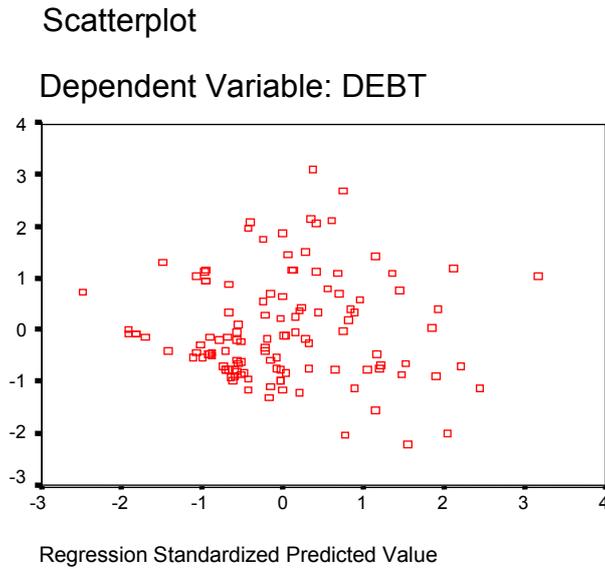
Model	<i>Durbin-Watson</i>
1	1,984

Sumber: pengolahan data SPSS 11.50

Tabel DW, menunjukkan bahwa nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,984 yang berada diantara $du = 1,80815$ dan $4 - du = 2,19185$. Sehingga pada model regresi ini tidak terjadi autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Grafik 1



Pada gambar di atas, menunjukkan bahwa tidak ada pola yang jelas dan titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

Uji Hipotesis

Tabel 7
Hasil Uji t

No	Variabel	B	t	Sig
1.	(Constant)	0,377	4,497	0,000
2.	INSD	-0,040	0,420	0,233
3.	INST	-0,237	-1,866	0,026
4.	DPR	-0,073	-2,000	0,402
5.	AST	0,377	-1,592	0,000
6.	PROF	-0,521	1,059	0,011
7.	GROWTH	0,190	-3,938	0,020
8.	RISK BIS	-0,131	-1,791	0,559

Sumber: pengolahan data SPSS 11.50

Pada tabel 7 dapat dilihat hasil uji t untuk masing-masing variabel independen yaitu:

1. Kepemilikan Manajerial (INSD)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.10. dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel kepemilikan manajerial (INSD) sebesar 0,233, lebih besar dari nilai *alpha* (0,05) sehingga H_{a1} ditolak yang berarti bahwa kepemilikan manajerial (INSD) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insider* dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya sendiri.

Kepemilikan manajerial (INSD) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006) dan Wuryaningsih (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Masdupi (2005), Junaidi (2006), dan Wahidahwati (2001).

2. Kepemilikan Institusional (INST)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.10. dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel kepemilikan institusional (INST) sebesar 0,026, lebih kecil dari nilai *alpha* (0,05) sehingga H_{a2} gagal ditolak yang berarti bahwa kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Semakin tinggi kepemilikan institusional (INST) maka keberadaan investor institusional untuk memonitor perilaku manajemen akan semakin efektif. Adanya monitoring yang efektif oleh investor institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring *agency cost* sudah diambil ahli oleh investor institusional.

Kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Masdupi (2005), Junaidi (2006), dan Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007) dan Bukhori (2005).

3. Kebijakan Dividen (DPR)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.10. dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,402, lebih besar dari nilai *alpha* (0,05) sehingga H_{a3} ditolak yang berarti bahwa kebijakan dividen (DPR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Peningkatan dividen akan menurunkan penggunaan jumlah hutang yang ada di dalam suatu perusahaan. Dalam konteks masalah agensi, mekanisme pembayaran dividen dapat digunakan untuk menggantikan peranan hutang dalam pengawasan masalah agensi, namun hubungan tersebut tidak berjalan secara efektif, sehingga kebijakan dividen (DPR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT).

Kebijakan dividen (DPR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006), Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007), Masdupi (2005), Bukhori (2005), Yuniningsih (2003), dan Junaidi (2006).

4. Struktur Aset (AST)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.10. dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel struktur (AST) sebesar 0,000, lebih kecil dari nilai α (0,05) sehingga H_{a4} gagal ditolak yang berarti bahwa struktur aset (AST) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Semakin tinggi jumlah *fixed asset* dalam *total asset* perusahaan maka akan semakin mempermudah perusahaan untuk mendapatkan hutang karena *fixed asset* tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan bagi kreditur.

Struktur Aset (AST) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Masdupi (2005), Harjito dan Nurfauziah (2006), Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Yuniningsih (2003), dan Junaidi (2006)

5. Profitabilitas (PROF)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.10. dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel profitabilitas (PROF) sebesar 0,011, lebih kecil dari nilai α (0,05) sehingga H_{a5} gagal ditolak yang berarti bahwa profitabilitas (PROF) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang digunakan untuk kegiatan pendanaan. Hal ini berkaitan dengan *pecking order theory*, yang menyatakan bahwa dalam kegiatan pendanaan perusahaan akan menggunakan dana internal yang berasal dari *retained earning* terlebih dahulu baru kemudian menggunakan dana eksternal (hutang dan ekuitas). Perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menggunakan hutang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui *retained earning*.

Profitabilitas (PROF) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Masdupi (2005) dan Bukhori (2005).

6. Pertumbuhan perusahaan (GROWTH)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.10. dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) sebesar 0,020, lebih kecil dari nilai α (0,05) sehingga H_{a6} gagal ditolak yang berarti bahwa pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Perusahaan yang sedang tumbuh akan membutuhkan banyak dana. Salah satu cara untuk memenuhi dana tersebut adalah melalui hutang. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang.

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Frensidy dan Setyawan (2007), dan Saidi (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007).

7. Risiko Bisnis (RISK BIS)

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.10. dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel risiko bisnis (RISK BIS) sebesar 0,559, lebih besar dari nilai α (0,05)

sehingga Ha_7 ditolak yang berarti bahwa risiko bisnis (GROWTH) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hal ini disebabkan karena tingkat risiko bisnis perusahaan merupakan suatu keadaan yang sulit untuk diukur atau ditentukan secara pasti.

Risiko Bisnis (RISK BIS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan Saidi (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006), Yuniningsih (2003).

PENUTUP

Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan – tujuan untuk mengetahui pengaruh secara signifikan antara; (1) Kepemilikan manajerial (INSD) berpengaruh secara signifikan terhadap Kebijakan Hutang (DEBT), (2) Kepemilikan institusional (INST) berpengaruh secara signifikan terhadap Kebijakan Hutang (DEBT), (3) Kebijakan dividen (DPR) berpengaruh secara signifikan terhadap Kebijakan Hutang (DEBT), (4) Struktur Aset (AST) berpengaruh secara signifikan terhadap Kebijakan Hutang (DEBT), (5) Profitabilitas (PROF) berpengaruh secara signifikan terhadap Kebijakan Hutang (DEBT), (6) Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh secara signifikan terhadap Kebijakan Hutang (DEBT), (7) Risiko Bisnis (RISK BIS) terhadap Kebijakan Hutang (DEBT).

Setelah mengumpulkan data – data sekunder dari *Indonesian Capital Market Directory* serta melakukan pengolahan data dengan menggunakan analisis regresi berganda melalui SPSS 11.5 dengan mengambil sampel perusahaan nonkeuangan yang berdasarkan metode *purposive random sampling*, seperti *Manufacturing Company, Agriculture, Forestry and Fishing Company, Mining and Mining Services Company, Transportation Services Company, Whole Sale and Retail Trade Company, and Communication Company* yang berjumlah 45 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 – 2011, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan manajerial (INSD) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006) dan Wuryaningsih (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Masdupi (2005), Junaidi (2006), dan Wahidahwati (2001).
2. Kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Masdupi (2005), Junaidi (2006), dan Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007) dan Bukhori (2005).
3. Kebijakan dividen (DPR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006), Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007), Masdupi (2005), Bukhori (2005), Yuniningsih (2003), dan Junaidi (2006).

4. Struktur Aset (AST) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Masdupi (2005), Harjito dan Nurfauziah (2006), Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Yuniningsih (2003), dan Junaidi (2006)
5. Profitabilitas (PROF) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Masdupi (2005) dan Bukhori (2005).
6. Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Frensidy dan Setyawan (2007), dan Saidi (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007).
7. Risiko Bisnis (RISK BIS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan Saidi (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006), Yuniningsih (2003), Junaidi (2006), dan Wahidahwati (2001).

Implikasi Manajerial

Masalah pendanaan merupakan bagian yang sangat penting bagi dunia usaha, karena berkaitan dengan kepentingan banyak pihak, seperti kreditor, pemegang saham, serta pihak manajemen perusahaan sendiri. Pendanaan dapat berasal dari internal dan eksternal perusahaan. Pendanaan internal dapat berupa laba di tahan, sedangkan dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditor dan pemilik perusahaan.

Perusahaan pada umumnya menghadapi permasalahan mendasar menyangkut keputusan penting dalam penggunaan sumber pendanaan yang salah dan tidak berhati-hati akan mengakibatkan tingginya *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) dan nantinya akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk memiliki sumber pendanaan yang mampu menghasilkan WACC yang paling minimal sehingga dapat mewujudkan tujuan perusahaan.

Dana yang diperoleh dari para pemilik merupakan modal sendiri, sedangkan pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kreditor merupakan hutang bagi perusahaan. Keputusan pendanaan yang berhubungan dengan penentuan proporsi hutang menjadi penting karena berkaitan dengan kepentingan pemegang saham (pihak *principal*), karena teori keuangan modern menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham

Oleh karenanya, baik pihak investor maupun pihak kreditor sebaiknya mengetahui faktor-faktor yang berhubungan dengan masalah pemilihan sumber pendanaan ini. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya dan juga akan berpengaruh terhadap risiko perusahaan itu sendiri. Jika perusahaan meningkatkan porsi hutangnya, maka perusahaan ini dengan sendirinya akan meningkatkan risiko keuangan perusahaan, sebaliknya perusahaan harus memperhatikan masalah pajak.

Untuk itu sebagian manajer tidak sepenuhnya mendanai perusahaannya dengan modal sendiri, tetapi juga disertai penggunaan hutang karena pertimbangan atas manfaat pengurangan pajak yang ditimbulkannya.

DAFTAR REFERENSI

- Azib. 2005. Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Tingkat Leverage Pada Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. *Performa*, Vol. II No. 2: 160-184.
- Fidyati, Nisa. 2003. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*, Januari 2003, Vol. 1, No. 1, pp 17-34.
- Ghozali, Imam. 2006 *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gitman, Lawrence, J. 2000. *Principles of Management Finance*, Eleventh Edition.
- Harjanti, Theresia T., & Eduardus Tandelilin. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth, Profitability, & Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus di BEJ. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol.1 No.1: 1-10.
- Harjito, D, Agus, dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, *Insider Ownership* dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI*, Desember, Vol. 10, No. 2, pp. 161-182.
- Hartono. 2004. Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, dan Defisit Arus kas Terhadap Kebijakan Pendanaan Perusahaan: Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEJ. *Perspektif*, Vol. 9 No. 2: 171-180.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. “Standar Akuntansi Keuangan”. Salemba Empat.
- Indrawati, Tatik., Suhendra. 2005. Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di BEJ 2000-2004. *Jurnal Akuntansi & Keuangan Indonesia*, Vol. 3 No. 1: 77-105
- Indrianto, Nur, dan Bambang Supomo. 2002. *Metode Penelitian Bisnis: untuk Akuntansi dan Manajemen*. BPFE.
- Ismiyati, Fitri dan Mamduh, M, Hanafi. 2004. Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, pp. 176-196.
- Jensen, Michael, C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *AEA Papers And Proceedings*, Vol. 76, No. 2, May, pp. 659-665.
- Jensen, Michael, C. and William. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, Vol. 3, pp. 305-360.

- Junaidi. 2006. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Agency Theory* dengan Variabel Kontrol *Dividend Payout Ratio*, Ukuran Perusahaan, *Asset Structure* dan Resiko Bisnis (Studi pada Perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*, September 2006, Vol. 3, No. 2, pp. 214-228.
- Masdupi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No. 1, pp 57-69.
- Mayangsari, S. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypotesis. *Media Riset Akuntansi*, Vol. 1, No. 3, hlm. 1-26.
- Murni, S dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institusional Investor, Dividen Payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Februari 2007, Vol. 7, No. 1, pp. 15-24.
- Musyafikin. 2005. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Leverage Operasi, Tingkat Pertumbuhan, dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal Perusahaan Industri Properti yang Go Public di BES. *Jurnal Ekonomi, Bisnis, & Sosial*, Vol. 6 No. 1: 42-61
- Nasser, ETTY M. dan Fielyandi Firlano. 2006. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Hutang Sebagai Variabel Intervening Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi STEI*, No. 2, hlm. 105-121.
- Nurfauziah, D. Agus Harjito, Hertua Dwi Ameliawati. 2007. Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Hutang Dalam Prespektif Masalah Agensi di Indonesia. *Ventura*, April 2007, Vol. 10, No. 1, pp. 47-61.
- Rahardjo, Shiddiq N., & Berty Hartantiningrum. 2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Utang Perusahaan Go Public yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi & Bisnis*, Vol.6 No.1: 1-12
- Saidi. 2004. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ. *Jurnal Bisnis & Ekonomi*, Vol. 1 No. 11: 44-58
- Santoso, Singgih. 2001. *Buku Latihan SPSS Statistik Non Parametrik*. PT. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Vidyantie, Deasy Nathalia dan Ratih Handayani, 2006. *The Analysis of The Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size and Earning Volatility to Managerial Ownership Based on Agency Theory Perspective*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 8, No. 2, April.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Pspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Januari 2002, Vol. 5, No. 1, pp. 1-16.

Wuryaningsih. D.L. 2004. Pengujian Pengaruh *Capital Structure* pada *Debt Policy Benefit*, Desember 2004, Vol. 8, No. 2, pp.139-150.

Yuniningsih. 2003. Analisis Pengaruh Investasi Terhadap Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, April 2003, Vol. 3, No. 1, pp 33-38.

<http://www.idx.co.id>

<http://www.yahoo.finance.com>