

## **FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

**STEVEN dan LINA**

STIE Trisakti  
lina@stietrisakti.ac.id

**Abstrak:** *The purposes of this study are to obtain empirical evidence and test the factors that affect the debt policy among listed companies in Indonesian Stock Exchanges. The factors are dividend policy, investment, firm growth, asset structure, size, profitability, and managerial ownerships. This study was carried out on the companies that are listed as manufacturing company in period of 2006-2009 at Indonesian Stock Exchange. Multiple regressions analysis is used to test the hypothesis and purposive sampling method used to take the samples. The conclusions of this research are dividend policy, asset structure, and profitability affect the company's debt policy. While investments, firm growth, size, managerial ownerships have no effect to the firm's debt policy.*

**Keywords:** Dividend Policy, Investment, Firm Growth, Asset Structure, Size, Profitability, Managerial Ownerships, Debt Policy

### **PENDAHULUAN**

Untuk dapat bersaing dengan perusahaan-perusahaan lainnya, suatu perusahaan dihadapkan pada kondisi yang mendorong mereka untuk lebih kreatif dalam memperoleh sumber pendanaan yang paling efektif. Keputusan pendanaan perusahaan merupakan salah satu keputusan penting bagi perusahaan karena hal ini juga memiliki pengaruh terhadap risiko perusahaan dan keputusan pemberian kredit oleh perbankan. MYER dan Majluf (1984) dalam

Siregar (2005) juga memperkenalkan adanya *Pecking Order Hypothesis* (POH), yang merupakan salah satu teori struktur modal modern dimana *Pecking Order Hypothesis* tersebut memprediksi bahwa perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Akan tetapi, perusahaan yang sedang berkembang membutuhkan modal yang lebih besar.

Modal tersebut dapat diperoleh dari hutang (*debt*) atau modal sendiri (*equity*). Keputusan untuk memilih sumber pendanaan yang paling baik bagi perusahaan memerlukan analisa seksama dari manajer keuangan perusahaan. Keputusan pendanaan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya dan berpengaruh terhadap risiko perusahaan itu sendiri. Keputusan pendanaan seperti ini sangat penting bagi perusahaan. Banyak perusahaan yang sukses dan berkembang akibat tepat mengambil keputusan pendanaan. Akan tetapi, banyak juga perusahaan yang jatuh ke dalam kebangkrutan akibat banyak hutang dan terbelit bunga. Pendanaan dengan menggunakan hutang yang terlalu tinggi akan meningkatkan risiko keuangan perusahaan dan pada akhirnya bisa mengakibatkan perusahaan masuk ke dalam krisis (*financial distress*). Akan tetapi, perusahaan juga perlu memanfaatkan fasilitas kredit yang diberikan oleh pihak lain dengan baik juga.

Hutang perusahaan berkaitan sangat erat dengan struktur modal suatu perusahaan. Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam melakukan pendanaan diantaranya komposisi struktur modal perusahaan. Komposisi modal suatu perusahaan yang di dalamnya terdapat kepemilikan manajerial tentu akan mempengaruhi keputusan pendanaan yang akan dilakukan perusahaan. Pengambilan kebijakan tersebut sangat erat kaitannya dengan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang sangat pekat dengan masalah keagenan (*agency theory*). Dalam teori ini, dikenal dua macam biaya keagenan, yaitu *agency cost of debt* dan *agency cost of equity* (Jensen dan Meckling 1976). Beban biaya keagenan yang terjadi di sisi pemegang saham disebut *agency cost of equity*, sedangkan biaya keagenan yang timbul akibat penggunaan hutang perusahaan disebut *agency cost of debt*.

Sehubungan dengan hutang, dapat dikatakan bahwa semakin tinggi proporsi hutang, maka resiko kebangkrutan akan semakin meningkat, sehingga *debtholders* memerlukan tambahan *return* untuk menutupi tambahan resiko yang terjadi. Dengan kata lain, hutang digunakan untuk membagi “beban” biaya keagenan dari pemegang saham kepada *debtholders*, sehingga *agency costs of equity* menjadi menurun namun terjadi kenaikan di *agency cost of debt*. Jadi pengambilan keputusan hutang akan mempengaruhi biaya keagenan

yang ditanggung pemegang saham dan *debtholders*, sehingga biaya keagenan dikendalikan melalui mekanisme hutang (Anom dan Jogiyanto 2002).

Beberapa peneliti telah meneliti beberapa faktor yang mempengaruhi hutang keuangan perusahaan dan mendapatkan hasil yang berbeda-beda. Siregar (2005) melalui penelitiannya telah menemukan bahwa, *dividen* dan *leverage* perusahaan mempunyai hubungan saat menguji hubungan antara *dividen* dan hutang. Penelitian tersebut konsisten dengan temuan Baskin *et al.* (1989) dalam Siregar (2005) yang menyatakan bahwa *dividen* berpengaruh terhadap hutang keuangan. Namun, untuk hubungan antara investasi terhadap hutang, Bennet dan Dolly (1993) dalam Siregar (2005) menemukan bahwa, terdapat pengaruh antara variabel kontrol struktur aktiva terhadap hutang keuangan, sedangkan variabel kontrol lainnya berupa profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap hutang keuangan.

Melihat pentingnya struktur pendanaan perusahaan yang berpengaruh pada hutang perusahaan, banyaknya faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam mengambil kebijakan hutang pada perusahaan mengingat keputusan ini sangat erat dengan keputusan *manajerial*, yang sarat dengan masalah keagenan membuat peneliti tertarik dan termotivasi untuk menguji kembali penelitian-penelitian sebelumnya untuk mendapatkan bukti empiris. Selain itu, penelitian ini juga menggabungkan beberapa faktor yang telah diuji oleh beberapa peneliti sebelumnya ke dalam satu penelitian.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian Siregar (2005). Perbedaan penelitian ini dari penelitian sebelumnya adalah sebagai berikut. (1) Menambahkan variabel struktur aset (*asset structure*) yang didasarkan pada Hardjopranoto (2006) yang menemukan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan, karena semakin besar aset yang dimiliki perusahaan, semakin banyak aktiva tetap perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan maka kesempatan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman akan menjadi lebih besar; (2) Menambahkan variabel kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*) yang didasarkan pada penelitian Wahidahwati (2002) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial merupakan salah satu faktor yang erat kaitannya dalam pengambilan kebijakan hutang perusahaan karena akan menimbulkan masalah keagenan pada perusahaan; (3) Menambahkan variabel *firm growth* (pertumbuhan perusahaan) didasarkan pada Murni dan Adriana (2007) yang menemukan bahwa *firm growth* (pertumbuhan perusahaan) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan karena menurut Murni dan Adriana (2007), tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang dikarenakan perusahaan yang sedang berkembang membutuhkan dana dari sumber eksternal yang lebih besar, sehingga memiliki hubungan yang

positif dan signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan yang erat kaitannya dengan kebijakan hutang perusahaan; (4) Menambahkan variabel *firm size* (ukuran perusahaan) didasarkan pada Sugiarto dan Budhijono (2007) karena semakin besar ukuran perusahaan, semakin banyak aktiva tetap perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan maka kesempatan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman akan menjadi lebih besar, variabel ukuran perusahaan yang didasarkan pada Indrawati dan Suhendro (2006) karena semakin besar ukuran sebuah perusahaan, maka kesempatannya untuk mendapatkan pinjaman juga akan semakin luas dan yang terakhir variabel profitabilitas yang didasarkan pada Mardiana (2005) karena semakin tingginya profitabilitas perusahaan akan membuat perusahaan memiliki cukup dana *internal* sehingga tidak perlu melakukan pinjaman kepada pihak luar lagi; (5) Menambahkan variabel profitabilitas yang didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menemukan bahwa profitabilitas mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap hutang. Hal ini disebabkan karena pada tingkat profitabilitas yang rendah, perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasional, sebaliknya pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan mengurangi penggunaan hutang (Ismiyanti dan Hanafi 2003); (6) Periode yang digunakan dalam penelitian adalah tahun 2005-2008.

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kebijakan dividen, investasi perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penelitian. Kedua, menguraikan teori dan hasil penelitian sebelumnya sebagai dasar pengembangan hipotesis. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas pemilihan sampel dan pengumpulan data, definisi operasional, dan pengukuran variabel. Keempat, hasil penelitian yang berisi hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

## **RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### ***Pecking Order Theory***

*Pecking order theory* dikemukakan oleh Donaldson (1961). Teori ini menjelaskan mengenai urutan pendanaan yang dilakukan perusahaan (Frensidy dan Setyawan 2007). Teori ini memprediksi bahwa perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan

(Siregar 2005). *Pecking order theory* melihat bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko. Ide dasar teori ini sangat sederhana, yaitu perusahaan membutuhkan dana eksternal hanya apabila dana internal tidak cukup dan sumber dana yang diutamakan adalah hutang, bukan saham (Siregar 2005). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai utang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Brealey dan Myer 1995 dalam Indrawati dan Suhendro 2006).

### ***Trade-off Theory***

Modigliani dan Miller (1958) dalam Siregar (2005) menyatakan bahwa manajer tidak dapat mengubah nilai perusahaan melalui manipulasi struktur modal. Nilai perusahaan tidak akan berubah dengan atau tanpa hutang. Unsur yang relevan dalam penentuan nilai perusahaan adalah aktiva riil, yaitu jumlah dan resiko arus kas yang berasal dari investasi dan aktivitas operasi perusahaan. Akan tetapi, dalam dunia nyata, teori yang menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan dalam menentukan nilai perusahaan kurang realistis (Siregar 2005).

Banyaknya masalah mengenai *financial distress* yang diakibatkan oleh pendanaan hutang yang tinggi memunculkan *trade-off theory*. Teori ini dikembangkan oleh Haugen, Papas dan Rubenstein pada tahun 1969 dan dikenal juga sebagai *balancing theory* (Frensidy dan Setyawan 2007). *Trade-off theory* menyebutkan bahwa *debt-equity decision* merupakan *trade off* antara *interest tax shield* dengan *agency cost of debt* (tingkat pengembalian dan risiko) (Indrawati dan Suhendro 2006). Esensi dari *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat dari penggunaan hutang.

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). Menurut teori ini, struktur modal perusahaan yang optimal menggambarkan keseimbangan antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki hutang. Utang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak karena biaya bunga dapat dibebankan dari penghasilan kena pajak, sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan, dan biaya monitoring untuk mencegah perusahaan dari kebangkrutan (Siregar 2005).

### ***Asymmetric Information dan Signalling Theory***

Myer dan Majluf (1984) dalam Siregar (2005) menyatakan bahwa asimetri informasi menyebabkan perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada daripada dana eksternal karena asimetri informasi tersebut dapat menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan. Penerbitan hutang dilakukan dengan menerbitkan dua jenis hutang, yakni hutang yang bebas risiko (*risk free debt*) dan hutang berisiko (*risky debt*). Contoh dari hutang berisiko adalah *convertible bonds*. Setelah hutang tidak mencukupi, maka langkah terakhir perusahaan dalam memperoleh dana adalah dengan penerbitan saham baru. Hal ini dilakukan untuk dapat memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan (Yuniningsih 2003).

Asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan, karena itu perusahaan lebih memprioritaskan dana internal daripada dana eksternal (Siregar 2005). Namun, apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal. Perilaku pendanaan perusahaan yang sesuai dengan prediksi *pecking order theory* ini sudah didukung secara empiris di berbagai negara, seperti penelitian Hoshi *et al.* (1991) di Jepang, Wiwattanakantang (1999) di Thailand, Watson dan Wilson (2002) di Inggris, Huang dan Song (2002) di Hong Kong, serta Green *et al.* (2003) di India (Siregar 2005). Penelitian-penelitian di atas menemukan perilaku pendanaan perusahaan mengikuti prediksi *pecking order theory*, yaitu mengutamakan dana internal daripada dana eksternal yang disebabkan oleh mahalnya pendanaan eksternal akibat asimetri informasi tersebut.

*Asymmetric information theory* merupakan suatu kondisi dimana manajer perusahaan memiliki lebih banyak informasi tentang operasi dan prospek kedepannya dari perusahaan dibandingkan dengan pihak lainnya (Gitman 2009). Adanya asimetri ini membuat manajer perusahaan lebih leluasa bertindak dalam menentukan strategi *capital structure* karena lebih menguasai informasi di dalam perusahaan. Teori ini menjadi dasar munculnya *signalling theory* dan *agency theory*. *Signalling theory* merupakan langkah-langkah manajemen dari perusahaan yang sebenarnya memberikan petunjuk secara implisit kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Pada umumnya perusahaan yang menguntungkan akan menghindari emisi saham baru dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain termasuk dengan penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Hal ini disebabkan karena dengan menerbitkan saham baru maka akan memberikan sinyal bahwa prospek perusahaan sedang suram. Dampaknya akan terlihat dengan rendahnya harga saham pada waktu pertama kali dilakukan *public offering*. Sebaliknya, perusahaan yang kurang menguntungkan akan berusaha menjual sahamnya (Indrawati dan Suhendro 2006).

### **Agency Theory**

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) 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. Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) juga menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proposi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi tersebut membuat keputusan-keputusan yang diambil manajer cenderung bertindak melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji sehingga sudah tidak lagi berdasarkan pada tujuan perusahaan (memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham).

Keadaan tersebut menyebabkan perlunya suatu sistem mekanisme pengawasan yang pada akhirnya menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Harjito dan Nurfauziah (2006), *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan biaya sisa (*residual cost*).

### **Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang**

Baskin (1989) dalam Siregar (2005) menemukan bahwa *Pecking order theory* yang diperkenalkan oleh Myer dan Majluf (1984) tidak secara spesifik menjelaskan ada atau tidaknya hubungan antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang perusahaan, namun ia menyatakan bahwa *Pecking order theory* dapat digunakan untuk memprediksi hubungan antara dividen dengan hutang perusahaan dan investasi melalui ketersediaan dana internal. Apabila dividen dibayar, maka dana internal yang tersedia untuk melakukan investasi akan berkurang.

Karena itu *pecking order theory* berimplikasi bahwa pembayaran dividen menyebabkan *leverage* keuangan meningkat karena dibutuhkan dana eksternal dalam menjalankan investasi (Siregar 2005). Argumen tersebut diperkuat dengan adanya temuan oleh Baskin (1989) dalam Siregar (2005) yang mendapatkan hasil bahwa pembayaran dividen berpengaruh terhadap hutang keuangan perusahaan karena menyebabkan dana internal perusahaan terpakai untuk pembayaran dividen, sehingga dibutuhkan dana eksternal yang tidak lain adalah hutang.

Senada dengan *pecking order theory*, teori keagenan juga memprediksi bahwa perusahaan yang membayar dividen dalam jumlah yang lebih tinggi akan menyebabkan perusahaan membutuhkan tambahan dana lebih banyak melalui kebijakan hutang untuk membiayai kegiatan investasinya (Megginson 1997 dalam Hardjopranoto 2006). Miller dan Rock (1985) dalam Hardjopranoto (2006) juga mengemukakan bahwa dana internal yang dipakai perusahaan saat pembayaran dividen akan menyebabkan perusahaan membutuhkan dana eksternal yang bersumber pada hutang seperti yang dikatakan dalam *free cash flow hypothesis*. Hal ini senada dengan hasil penelitian Hartono *et al.* (2000) dalam Hardjopranoto (2006) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap hutang keuangan perusahaan. Ia menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Hartono *et al.* (2000) dalam Hardjopranoto (2006), Miller dan Rock (1985) dalam Hardjopranoto (2006), Baskin (1989) dalam Siregar (2005), dan Megginson (1997) dalam Hardjopranoto (2006) yang juga menemukan hubungan antara kebijakan dividen terhadap hutang keuangan perusahaan, namun bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wibowo dan Erkaningrum (2002) dalam Inneke dan Supatmi (2008), Wahidahwati (2002) Hanafi (2003) dalam Inneke dan Supatmi (2008) yang mendapatkan hasil bahwa pembayaran dividen memiliki pengaruh yang berbeda terhadap hutang keuangan perusahaan. Hal ini dikarenakan, turunnya pembayaran dividen menyebabkan naiknya laba ditahan yang meningkatkan *borrowing capacity* perusahaan untuk menambah hutang karena laba ditahan yang dimiliki dapat dijadikan jaminan bahwa perusahaan mampu membayar bunga dan pokok hutang. Hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>1</sub> Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Investasi dan Kebijakan Hutang**

Baskin (1989) dan Allen (1993) telah menyediakan bukti empiris tentang perilaku pendanaan perusahaan publik yang konsisten dengan *pecking order theory* yang meneliti keterkaitan antara dividen, hutang, dan investasi. Baskin (1989) dalam Siregar (2005) dan Allen dalam Siregar (2005) menemukan bahwa *leverage* keuangan dan investasi saling berpengaruh secara positif. Pengaruh positif investasi terhadap hutang keuangan tersebut disebabkan oleh keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan menimbulkan tuntutan untuk memperoleh dana eksternal, yaitu hutang (Siregar 2005). Adanya saling mempengaruhi antara *leverage* keuangan dengan investasi kembali lagi dapat dijelaskan sesuai dengan *pecking order theory* yang menemukan bahwa perusahaan lebih memprioritaskan dana eksternal yang bersumber pada ekuitas apabila dana tidak mencukupi.



Perusahaan dapat melakukan investasi yang menguntungkan sesuai dengan dana internal yang dimiliki mencukupi. Akan tetapi, apabila dana internal tidak mencukupi, maka keputusan investasi tersebut akan memicu perusahaan mengeluarkan hutang untuk membiayai aktivitas investasinya. Oleh karena itu, investasi berpengaruh terhadap hutang keuangan perusahaan (Siregar 2005). Allen (1993) dalam Siregar (2005) menemukan bahwa investasi berpengaruh terhadap hutang keuangan. Keputusan melakukan investasi mengakibatkan perusahaan dituntut untuk memperoleh dana eksternal apabila dana internal tidak mencukupi. Selain Baskin (1989), Allen (1993), dan Siregar (2005), Bontempi (2002) juga menemukan bahwa investasi berpengaruh terhadap hutang keuangan dan begitu pula sebaliknya. Hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>2</sub> Investasi perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Struktur Aset Perusahaan dan Kebijakan Hutang**

Myers (1977) dalam Hardjopranoto (2006) mengungkapkan bahwa *assets in place* lebih baik di danai dengan hutang, karena hutang mempunyai karakteristik dari *sunk cost*. *Asset in place* yang dimaksud dalam hal ini adalah aset-aset tetap, seperti *property*, *plant*, dan *equipment* (pada *historical costs*) atau disebut juga *net fixed assets*. Semakin tinggi proposi *asset in place* tersebut dalam komposisi total aset perusahaan, maka penggunaan hutang pada perusahaan yang bersangkutan akan semakin tinggi (Hardjopranoto 2006). Argumen ini juga di dukung oleh Skinner (1993). Aset tetap dalam komposisi aset perusahaan juga berfungsi sebagai efek dari *collateral hypothesis*, yakni semakin tinggi nilai aset perusahaan, maka akan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memperoleh hutang dan juga melunasinya.

Beberapa studi menemukan bahwa, aset tetap mempunyai pengaruh terhadap hutang perusahaan. Studi terdahulu yang dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu, seperti Ferri dan Jones (1979), Marsh (1982), Long dan Malitz (1985), Friend dan Lang (1988), serta Jensen *et al.* (1992) juga menemukan bahwa aset tetap berpengaruh terhadap hutang perusahaan. Penemuan ini sesuai dengan *collateral hypothesis* yang berpendapat bahwa aset tetap dapat berfungsi sebagai *bail out* yang mengindikasikan bahwa sebuah perusahaan mempunyai sumber daya yang cukup untuk memenuhi kewajibannya termasuk kewajiban yang berbentuk hutang. Hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>3</sub> Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Kepemilikan Manajerial Perusahaan dan Kebijakan Hutang**

Seperti yang dijelaskan dalam teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengolahan dengan fungsi kepemilikan akan rentan ter-

hadap konflik kepentingan karena merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi tersebut. Wahidahwati (2002) juga 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. Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) juga menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proposi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi tersebut membuat keputusan-keputusan yang diambil manajer cenderung bertindak melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji sehingga sudah tidak lagi berdasar pada tujuan perusahaan (memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham).

Keadaan tersebut menyebabkan perlunya suatu sistem mekanisme pengawasan yang pada akhirnya menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Harjito dan Nurfauziah (2006), *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan biaya sisa (*residual cost*). Untuk meminimalisir *agency cost* yang mungkin muncul di dalam perusahaan, maka kemudian perusahaan dapat mengambil salah satu solusi, yaitu dengan kepemilikan manajerial. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), dan Mehran (1992) menemukan adanya hubungan antara kepemilikan manager dengan *debt ratio* perusahaan, begitu juga dengan Frennd dan Hasbrouk (1988) dan Jensen *et al.* (1992) menemukan bahwa adanya hubungan antara kepemilikan manager dengan *debt ratio* perusahaan (Wahidahwati 2002). Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh pihak eksternal dan pihak internal mempunyai pengaruh terhadap *debt ratio*. Hipotesis yang diajukan adalah:  
H<sub>4</sub> Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Hutang**

Perusahaan yang besar tentu dapat lebih mudah mengakses pasar modal. Karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana (Wahidahwati 2002). Hal ini berarti, perusahaan mudah mendapatkan dana baik melalui saham maupun hutang. Perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan hutang karena perusahaan besar biasanya mempunyai aset yang lebih banyak yang sesuai dengan *colateral hypothesis*. Hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap *debt ratio*, dimana hal ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan Homafiar *et al.* (1994) dan Moh'd *et al.* (1998), dalam hal

ini, perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka semakin besar dan perusahaan besar mempunyai akses dengan mudah ke pasar modal dan juga memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana.

Marsh (1982) dalam Siregar (2005), Sugiarto dan Budhijono (2007), serta Petit dan Singer (2004) dalam Sugiarto dan Budhijono (2007) juga menemukan bahwa ukuran perusahaan terhadap hutang perusahaan. Sugiarto dan Budhijono (2007) berpendapat bahwa, ukuran perusahaan dapat dijadikan proksi permasalahan keagenan. Semakin kecil perusahaan, maka, *growth opportunities*-nya akan semakin tinggi dan karenanya, cenderung menghadapi konflik kepentingan antara *principal* dengan *agent*, sehingga, untuk mengurangi *agency cost of debt*, maka perusahaan kecil akan meminjam lebih banyak (Sugiarto dan Budhijono 2007). Hipotesis yang diajukan adalah: H<sub>5</sub> Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Hutang**

Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi, dan pengadaan ekspansi ini membutuhkan dana yang besar. Bringham dan Gapensky (1996) dalam Murni dan Andriana (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang sedang tumbuh membutuhkan sumber dana ekstern yang lebih besar. Oleh karena itu, perusahaan akan mengadakan dana tersebut dengan berbagai cara, diantaranya dengan hutang dan menggunakan laba di tahan. Dalam hal ini, penerbitan surat hutang lebih disukai dibanding pengeluaran saham baru karena biaya emisi saham baru lebih besar daripada biaya hutang.

Dengan demikian, tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang sehingga terdapat hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan *debt ratio* (Murni dan Andriana 2007). Faisal (2000) dan Makmun (2003) telah menemukan hubungan antara pertumbuhan perusahaan terhadap *debt ratio*. Akan tetapi, berbeda dengan penelitian-penelitian tersebut, Hasil penelitian Perry *et al.* (1998) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang berbeda terhadap *debt ratio*. Sihombing (2000) menemukan hal yang berbeda pada penelitiannya, ia menemukan bahwa tidak ada pengaruh antara pertumbuhan perusahaan terhadap *debt ratio*. Hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>6</sub> Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Profitabilitas dan Kebijakan Hutang**

Pada tingkat profitabilitas yang rendah, perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasional, sebaliknya pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan mengurangi penggunaan hutang (Ismiyanti dan Hanafi 2003). Hal ini disebabkan karena perusahaan diasumsikan mengalo-

kasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber dana internal dan menggunakan hutang dalam tingkat yang rendah, tetapi, saat mengalami profitabilitas rendah, perusahaan akan menggunakan hutang yang tinggi sebagai mekanisme transfer kekayaan antara kreditur kepada prinsipal (Ismiyanti dan Hanafi 2003).

Sejalan dengan hal ini, Ismiyanti dan Hanafi (2003) menemukan bahwa profitabilitas mempunyai hubungan terhadap hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Myers dan Majluf (1984) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang juga menemukan hubungan antara profitabilitas dan kebijakan hutang (hutang). Akan tetapi, Sugiarto dan Budhijono (2007) dalam penelitiannya menemukan bahwa, profitabilitas berpengaruh dengan cara yang berbeda terhadap hutang perusahaan. Mereka menemukan, bahwa semakin rendah profitabilitas, maka perusahaan cenderung akan berusaha mencari tambahan dana agar tidak terjerumus ke dalam *financial distress*. Hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>7</sub> Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

## METODA PENELITIAN

### Pemilihan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel penelitian ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dimana sampel diseleksi berdasarkan kriteria-kriteria tertentu.

**Tabel 1 Hasil Pemilihan Sampel**

Deskripsi Kriteria	Jumlah Perusahaan	Jumlah Data
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI secara konsisten dan mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember dari tahun 2007 sampai 2009	142	426
Perusahaan yang tidak menggunakan mata uang rupiah dalam pelaporan keuangan	(4)	(12)
Perusahaan yang tidak membukukan laba dari tahun 2007 sampai 2009	(46)	(138)
Perusahaan yang tidak membagikan dividen dari tahun 2007 sampai 2009	(53)	(159)
Total perusahaan dan data	39	117
Data <i>outlier</i>		(23)
Data penelitian		94

## Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

### Kebijakan Dividen

Variabel ini diukur dengan skala rasio, menggunakan rumus *Dividend Payout Ratio* (DPR). Dividen dihitung dengan mempertimbangkan *net income* perusahaan mengacu pada pengukuran yang digunakan oleh Siregar (2005) dalam penelitiannya.

### Investasi Perusahaan

Investasi adalah penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang (Hakim 2002 dalam Anggraini dan Gusmanto 2007). Mengacu kepada penelitian yang dilakukan Siregar (2005), variabel ini diukur berdasarkan seberapa besar investasi yang dilakukan perusahaan dari tahun ke tahunnya yang diukur dengan skala rasio, yakni membandingkan perubahan total aset (yang diasumsikan sebagai perubahan investasi perusahaan) dengan total aset perusahaan pada tahun sebelumnya.

### Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan banyaknya jumlah saham beredar perusahaan yang dimiliki oleh manajer yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris) (Wahidahwati 2002). Variabel ini diukur dengan menggunakan *dummy variable* mengacu kepada pengukuran oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang mengindikasikan adanya saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris. *Dummy variable* digunakan karena Mahadwartha (2002) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) menemukan bahwa kecenderungan data di Indonesia bersifat binomial (ada dan tidak ada kepemilikan manajerial).  $D=1$  untuk perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerial dan  $D=0$  untuk perusahaan yang tidak terdapat kepemilikan manajerialnya. Variabel ini menggunakan skala nominal.

### Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran mengenai perkembangan perusahaan dan menggunakan skala rasio. Pertumbuhan perusahaan adalah tingkat perubahan total aset dari tahun ke tahun. Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Yenziatie dan Destriana (2010), pertumbuhan perusahaan dapat dijabarkan dalam rumus sebagai berikut:

### Struktur Aset

Struktur aset adalah penentuan berapa besar jumlah alokasi untuk masing-masing komponen aktiva baik dalam aktiva lancar maupun aktiva

tetap (Syamsudin 1985 dalam Mardiana 2005). Struktur aktiva diukur dengan membagi *net fixed assets* dengan *total assets* (Harjopranoto 2006). Variabel ini menggunakan skala rasio.

### Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam mengambil peluang bisnis yang ada (Rahardjo dan Hartantiningrum 2006). Variabel ini menggunakan skala rasio. Variabel ini memakai natural logaritma dari total aset (Sugiharto dan Budhijono 2007).

### Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri (Sartono 2000 dalam Inneke dan Supatmi 2008). Variabel ini diukur dengan skala rasio, yakni *Return on Asset* yang mengacu pada pengukuran yang digunakan pada penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003).

### Kebijakan Hutang

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang perusahaan. Penggunaan hutang akan mengurangi konflik antara *shareholders* dan *agent* (Jensen dan Meckling 1976 dalam Ismiyanti dan Hanafi 2003). Variabel ini diukur dengan didasarkan pada nilai *Debt Ratio* yaitu rasio total hutang terhadap total aset (Jensen *et al.* 1992 dalam Ismiyanti dan Hanafi 2003).

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Hasil dari statistik deskriptif yang telah dilakukan dapat dilihat pada tabel 2 di bawah ini:

**Tabel 2 Hasil Deskriptif Statistik**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DR	94	0.0083183720	.3966144760	0.111469343606	0.1064869813414
DPR	94	0.0137243060	1.33333333330	0.374094828000	0.2722451614333
INV	94	-0.2215071570	0.5545523490	0.128185184830	0.1430525598663
GROW	94	0.7784928430	1.5545523490	1.128185184830	0.1430525598663
SIZE	94	24.8502035200	31.3294288600	27.984490680638	1.3775961953860
ASSET	94	0.0083183720	0.8440534360	0.397108899766	0.1776462050409
ROA	94	0.0083183720	0.5706755780	0.187746595191	0.1451230480044
DMOWN	94	0	1	0.40	0.493

Hasil uji t pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis**

Variabel	B	t	Sig.
Konstanta	-0,183	-0,841	0,403
DPR	-0,069	-2,028	0,046
INVEST	-0,111	-0,764	0,447
GROW	0,186	1,443	0,153
SIZE	0,003	0,432	0,667
ASSET	0,262	4,663	0,000
ROA	-0,274	-3,908	0,000
DMOWN	-0,034	-1,882	0,063

R = 0,647; Adj R-square = 0,371;

F = 8,851; sig = 0,000

*Dividend payout ratio* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikansi sebesar 0,046. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar dividen yang tetap tersebut. Sebaliknya, jika perusahaan mempunyai banyak hutang, maka perusahaan akan mengurangi jumlah dividen karena sebagian besar keuntungan akan digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. Hal ini kemudian menimbulkan *agency problem*, dimana *agent* yang tidak lain adalah manajerial perusahaan ingin segera melunasi hutang perusahaan sehingga mengurangi *borrowing cost*, tetapi di sisi lain, investor ingin agar dividen dibagikan agar kesejahteraan mereka meningkat. Oleh karena itu, hubungan antara dividen dan kebijakan hutang jelas terlihat disini. Hal ini berarti  $H_1$  berhasil diterima.

Investasi yang dilakukan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikansi sebesar 0,447. Dari hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa hal ini sesuai dengan pendapat yang dinyatakan pada *Pecking Order Theory* dengan kaitannya dalam hal pemilihan sumber dana. Perusahaan yang melakukan investasi pada umumnya adalah perusahaan yang telah maju sehingga mempunyai kelebihan dana (*free cash flow*), sehingga dapat di investasikan untuk memperoleh aliran kas tambahan dari investasi tersebut. Perusahaan yang sudah mempunyai dana berlebih, tentu akan mengutamakan penggunaan dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir, yang lebih murah dibandingkan dengan hutang. Hal ini berarti  $H_2$  gagal diterima.

Struktur aset memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000. Hasil tersebut menunjukkan bahwa struktur aset memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan semakin tinggi jumlah *fixed asset* dalam *total asset* perusahaan akan mempermudah perusahaan untuk mendapatkan hutang karena *fixed asset* tersebut dapat digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh hutang dari kreditur. Hal ini berarti H<sub>3</sub> berhasil diterima.

Dari hasil tersebut juga dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikansi sebesar 0,153. Tidak semua perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi memilih hutang sebagai sumber pendanaannya. Perusahaan akan tetap memilih sumber pendanaan yang mempunyai *borrowing cost* yang lebih murah dan lebih mengandalkan dana internal. Apabila pertumbuhan yang dialami perusahaan tersebut menyebabkan perusahaan tersebut membutuhkan dana lebih, maka kemungkinan mereka akan menerbitkan saham untuk mengumpulkan dana yang mempunyai *borrowing cost* lebih rendah daripada hutang. Hal ini berarti H<sub>4</sub> gagal diterima.

Penelitian ini juga menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikansi sebesar 0,667. Ukuran perusahaan bukanlah penentu sumber pendanaan yang dipilih oleh perusahaan, sebab yang dipikirkan perusahaan adalah bagaimana memperoleh dana atau modal yang mempunyai *borrowing cost* sekecil mungkin. Baik perusahaan besar maupun kecil pasti mempunyai hutang dan jumlahnya tidak selalu dipengaruhi oleh ukuran perusahaan tersebut. Sehingga ukuran perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan secara langsung. Hal ini berarti H<sub>5</sub> gagal diterima.

Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikansi sebesar 0,063. Tidak adanya pengaruh kepemilikan manajerial dapat disebabkan karena masih rendahnya jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial sehingga tidak mempengaruhi keputusan pendanaan. Hal ini berarti H<sub>6</sub> gagal diterima.

Profitabilitas terlihat memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000. Hasil penelitian menunjukkan bahwa berkaitan dengan *pecking order theory*, semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka akan semakin banyak dana yang tersedia untuk digunakan bagi perusahaan, sehingga perusahaan akan cenderung memanfaatkan dana internalnya yang bersumber dari profit dibanding hutang. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan cenderung menggunakan dana internal dari *retained earnings* sehingga perusahaan tidak akan terlalu membutuhkan dana yang bersumber dari hutang. Akan tetapi sebaliknya, perusahaan yang mempunyai profitabilitas rendah, akan mengalami kesulitan dan membutuh-



kan dana eksternal seperti hutang, sebab biaya-biaya tetap yang terjadi dalam perusahaan akan terus berjalan, sehingga perusahaan tersebut akan membutuhkan tambahan dana eksternal untuk membiayai biaya-biaya tersebut. Hal ini berarti  $H_7$  berhasil diterima.

## PENUTUP

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka peneliti mengambil kesimpulan sebagai berikut. Kebijakan dividen, struktur aktiva, profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Investasi perusahaan, kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur sebagai objek penelitiannya sehingga objek penelitian belum mencakup keseluruhan jenis perusahaan yang ada. Penelitian ini hanya menggunakan 7 variabel independen dalam penelitian ini. Banyak hal yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Nilai *adjusted R*<sup>2</sup> menunjukkan nilai 0,371, yang berarti hanya 37,1% besarnya variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam penelitian ini, sedangkan 62,9% sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini. Oleh karena itu, banyak variabel lain yang masih berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan yang tidak tercakup dalam penelitian ini, sehingga 7 variabel yang digunakan dalam penelitian ini masih belum mencakup semua faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Terdapat masalah normalitas dalam penelitian ini. Sulitnya mengukur variabel investasi dengan *proxy* yang tepat. Variabel investasi pada penelitian ini lebih mengarah kepada pertumbuhan aset, kurang sesuai dengan definisi investasi yang dijelaskan pada teori dan pembahasan.

Rekomendasi yang dapat diberikan adalah sebagai berikut. Penelitian selanjutnya dapat memperluas objek penelitian sampai mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI dan menambahkan variabel lain yang memiliki pengaruh terhadap struktur modal seperti kecukupan modal, *financial distress*, dan *institutional ownership*. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengatasi masalah normalitas yang terjadi. Mungkin dapat dilakukan dengan cara memperluas sampel, sehingga akan semakin banyak data yang diperoleh. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat menggunakan *proxy* yang tepat untuk mengukur variabel investasi dengan tepat.

**REFERENSI:**

- Angraini, S. dan H. Gusmanto. 2006. Studi Empiris Terhadap Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Saham Dengan Menggunakan Analisis Leverage Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Keuangan dan Bisnis*, Vol. 3, No. 1, hlm. 45-55.
- Amirya, M. dan S. Atmini. 2008. Determinan Tingkat Hutang serta Hubungan Tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif Pecking Order Theory. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 5, No. 2, hlm. 227-244.
- Brown, K. C. dan F. K. Reilly. 2009. *Analysis of Investments and Management of Portfolios*. Edisi 9. Canada: South-western, a Part of Cengage Learning.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. 2009. *Principles of Managerial Finance*. Edisi 12. New York: Pierson Prentice Hall.
- Harjoprano, W. 2006. Interdependent Analysis of Leverage, Dividend, and Managerial Ownership Policies. *Gadjah Mada International Journal of Business*. Vol. 8, No. 2, hlm.179-199.
- Indriantoro, N. dan B. Supomo. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.
- Inneke, T. M. dan Supatmi. 2008. Analisis Investment Opportunity Set (IOS) dan Profitabilitas dalam Memoderasi Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap Tingkat Leverage. *Jurnal Akuntansi*, No. 3, hlm. 277-288.
- Indahningrum, R. P. dan R. Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3, hlm. 189-207.
- Ismiyanti, F. dan M. M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Deviden: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Jurnal Akuntansi*, Vol. 6, No. 7, hlm 260-277.
- Masdupi, E. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No. 1, hlm. 57-69.
- Murni, S. dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payments, Dan Firm Growth Terhadap Kebijakan hutang Perusahaan (Studi Kasus Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 7, No. 1, hlm. 15-24.
- Nuryaman. 2009. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Mekanisme Good Corporate Governance terhadap Pengungkapan Sukarela. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 6, No. 1, hlm. 89-110.
- Kartika, N. 2010. Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan hutang, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya terhadap Resiko. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 1, hlm. 17-28.
- Sihombing, J. 2008. Konflik Pada Dividend Policy dan Leverage Policy. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 2, No. 2, hlm. 135-148.
- Siregar, B. 2005. Hubungan Antara Deviden, Leverage Keuangan, dan Investasi. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol. 16, No. 3, hlm. 219-230.

- 
- Sugiarto dan F. Budhijono. 2007. Telaah Indikasi Keagenan pada Kebijakan Leverage Perusahaan Keluarga di BEJ. *Akuntabilitas*, Vol. 6, No. 2, hlm. 165-178.
- Soeratno. 2007. Pengaruh Peluang Investasi dan Tingkat Leverage Terhadap Beta Pasar di BEJ. *Akuntabilitas*, Vol. 6, No. 2, hlm.179-185.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, hlm. 1-16.
- Wiryo, E. R. 2003. Peran Financial dan Operating Liability Leverage dalam Menginformasikan Profitabilitas dan Price to Book Ratio Perusahaan. *Jurnal Bisnis*, Vol. 1, No. 1, hlm. 40-52.
- Wuryaningsih, D. L. 2004. Pengujian Pengaruh Capital Structure pada Debt Policy (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia). *Benefit*, Vol. 8, No. 2, hlm. 139-150.
- Yeniatie dan N. Destriana. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 1, hlm. 1-16.