

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DIVIDEN, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, *FREE CASH FLOW* DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN

**RIZKA PUTRI INDAHNINGRUM dan
RATHI HANDAYANI**

STIE Trisakti
rathih@stietrisakti.ac.id

***Abstract:** The purpose of this study was to investigate the insider ownership, institutional investor, dividend payments, firm growth, profitability and free cash flow to corporate debt policy. This research uses sample of 31 manufacturing firms and non manufacturing firms, except financial firms which listed in Indonesia Stock Exchange selected using purposive sampling method. The criteria of purposive sampling method are that manufacturing and non manufacturing firms that have been listed in Indonesia Stock Exchange from 2005 until 2007. These firms have reported financial statement every year during year period 2005 until 2007 with fiscal year ending 31 December, get profit and have dividend payout ratio. The statistical methods used in this research are multiple regressions. The result shows that insider ownership, dividend payments and firm growth variable does not have influence towards debt policy. In the other hand, institutional investor, profitability and free cash flow have influence toward debt policy.*

Keywords: Debt ratio, insider ownership, institutional investor, dividend payments, firm growth, profitability, free cash flow.

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan dengan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham

(Bringham dan Gapenski 1996). Untuk mencapai tujuan tersebut, pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manager. Namun, seringkali pihak manager perusahaan atau *insider* mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik kepentingan antara manager dan pemegang saham.

Menurut Wahidahwati (2002), penyebab konflik antara manager dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuat keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*). Suatu perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana yang besar dan melakukan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana diperoleh tersebut diinvestasikan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan antara lain meningkatkan kepemilikan *insider* (*insider ownership*) sehingga dapat mensejajarkan kepentingan pemilik dengan manager. Hutang merupakan suatu mekanisme lain yang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan.

Hutang yang terlalu besar juga akan menimbulkan konflik keagenan antara *shareholders* dan *debtholders* sehingga memunculkan biaya keagenan hutang atau yang disebut sebagai *agency cost*. Menurut Bringham *et al.* (1990), *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk monitoring tindakan manager, mencegah tingkah laku manager yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manager.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu: pertama, dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. kedua, mekanisme pengawasan dalam perusahaan, ketiga, dengan meningkatkan *dividen payout ratio* dan keempat, dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang (Mayangsari 2000). Peningkatan hutang akan menurunkan konflik keagenan dan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan oleh manajemen (Wahidahwati 2002)

Secara empiris, penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan telah sering dilakukan, antara lain oleh Fidyati (2003), Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Zulhawati (2004), Tarjo (2005), Masdupi (2005), Nasser dan Firlano (2006), Ismiyanti dan Hanafi (2003), Murni dan Andriana (2007), Haryono (2005). Permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, permasalahan penelitian dan organisasi penulisan. 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

Agency Theory

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara prinsipal dengan agen. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda, pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemilik (investor) dengan manajer (agen). Pemilik lebih tertarik untuk memaksimalkan kompensasinya. Kontrak yang dibuat antara pemilik dengan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua kepentingan tersebut (Setyapurnama dan Norpratiwi 2004).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan, manajemen tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung pemegang saham (Prinsipal). Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

The Pecking Order Theory

Menurut teori ini struktur pendanaan suatu perusahaan mengikuti suatu hirarki dimulai dari sumber dana termurah, dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir. Jika struktur modal perusahaan dapat mengenga-

ruhi biaya modalnya maka manajemen struktur modal merupakan hal penting dalam manajemen keuangan (Halomoan dan Djakman 2004). Menurut Sunder dan Myers (1992) dalam Halomoan dan Djakman (2004), dalam bentuk yang paling sederhana, *pecking order model* dalam pendanaan perusahaan menjelaskan bahwa ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup mendanai investasi real dan dividen, perusahaan akan menerbitkan hutang. Saham tidak akan pernah diterbitkan, kecuali biaya *financial distress* perusahaan tinggi dan perusahaan hanya dapat menerbitkan *junk debt*.

Kebijakan Hutang

Salah satu sebab timbulnya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham disebabkan oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal, yakni: modal ditahan atau dari modal eksternal, modal sendiri, dan atau melalui hutang (Waluyo *et al.* 2002 dalam Murni dan Andriana 2007).

Murni dan Andriana (2007) menyatakan bahwa untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Tetapi manajer tidak menyukai pendanaan tersebut dengan alasan bahwa hutang mengandung risiko yang tinggi. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*).

Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *prinsipal*. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Penggunaan hutang juga akan meningkatkan risiko, oleh karena itu manajer akan berhati-hati karena risiko hutang *nondiversifiable* manajer lebih besar daripada investor publik. Dengan kata lain, perusahaan yang mempergunakan hutang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen.

Free Cash Flow

Konsep *free cash flow* merupakan perluasan dari konsep biaya keagenan ke dalam manajemen struktur modal. Hipotesis Jensen (1986) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Menurut Jensen (1986), *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk

mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen.

Menurut Kieso (2007: 212), *free cash flow* adalah jumlah dari *discretionary cash flow* yang dimiliki perusahaan untuk membeli tambahan investasi, melunasi hutang, membeli *treasury stock* atau penambahan sederhana atas likuiditas perusahaan. Menurut Bringham dan Houston (2001), *free cash flow* menggambarkan seberapa besar kas tersedia untuk dibagikan kepada investor.

Free cash flow berbeda dari laba bersih, setidaknya dalam dua hal, yakni: pertama, semua biaya (*expense*) non kas ditambahkan kembali ke laba bersih untuk mendapatkan aliran kas dari operasi, sehingga kemungkinan besar laba yang dilaporkan lebih rendah dari aliran kas; dan kedua, *free cash flow* terhadap ekuitas merupakan arus kas residual setelah memenuhi pengeluaran modal dan modal kerja yang dibutuhkan, sedangkan laba bersih tidak mencakup keduanya (Damodaran 1996 dalam Sugiri dan Abdullah 2003).

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial (*insider*) atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan *insider* dengan pihak ekstern dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah (Faisal 2000 dalam Murni dan Andriana 2007).

Konsisten dengan teori yang dikemukakan oleh Friend dan Hasbrouck (1988); Friend dan Lang (1988) dalam Masdupi (2005), menghipotesakan bahwa *insiders* perusahaan mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam menjamin kelangsungan hidup perusahaan karena resiko hutang *non-diversifiable* manajemen lebih besar dari *investor public*. Dengan kata lain, apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutang maka akan mengancam likuiditas perusahaan dan posisi manajemen. *Insiders* yang kepemilikannya lebih besar dalam perusahaan akan memiliki keinginan yang lebih besar dalam meminimalkan resiko struktur modal.

Murni dan Andriana (2007) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insiders* dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan Wahidahwati (2002), yang menemukan pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan

hutang. Hasil ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Listyani (2003), Zulhawati (2004), Masdupi (2005), Moh'd *et al.* (1998) dalam Wahidahwati (2002). Tetapi hasil penelitian Agrawal dan Mendelker (1987) dalam Wahidahwati (2002), menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial. Agrawal dan Mendelker (1987) menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manajer serta karakteristik dari keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan terutama perubahan dalam *return on asset*. Hasil penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial pada perusahaan yang varian *returnnya* meningkat lebih besar dari pada yang varian *returnnya* rendah. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₁ Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Kepemilikan Instiusional dan Kebijakan Hutang

Sheiler dan Vishny (1986) menyatakan bahwa adanya pemegang saham besar seperti kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal. Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Zulhawati (2004), Masdupi (2005) menemukan bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan total biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*).

Penelitian Wahidahwati (2002) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2005), dan Listyani (2003). Hasil penelitian tersebut berbeda dengan yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) yang menunjukkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini menunjukkan kepemilikan institusional memiliki wewenang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lain untuk cenderung memilih proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi.

Senada dengan penelitian Murni dan Andriana (2007), Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa kepemilikan institusional mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini bertentangan dengan ide bahwa kepemilikan institusional mensubstitusi kebijakan hutang sebagai bagian dalam fenomena *trade off* antara konflik keagenan hutang dengan konflik keagenan ekuitas.

Hasil penelitian Haryono (2004) juga menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan institusional dengan hutang, karena kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh *debtholder*. Kepemilikan institusional yang lebih mementingkan stabilitas pendapatan karena berkurangnya *agency conflict* dalam perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₂ Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Rozzeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika *insider* memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1994) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Hal ini senada dengan penelitian Handoko (2002) dalam Murni dan Andriana (2007) yang menyatakan bahwa manajemen akan menahan pembayaran dividen jika saham yang dimiliki *insider* semakin banyak. Hal ini berarti ada hubungan negatif antara dividen dengan kepemilikan manajerial.

Menurut Faisal (2002) dalam Murni dan Andriana (2007) perusahaan yang mempunyai *dividen payout ratio* tinggi akan menyukai perusahaan dengan modal sendiri. Disamping itu, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang.

Hasil penelitian Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998), serta Murni dan Andriana (2007) menghasilkan pengaruh yang signifikan dan negatif antara pembayaran dividen terhadap kebijakan hutang. Perusahaan akan mengurangi pembayaran dividen karena sebagian besar keuntungan digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. Sedangkan pada penelitian Faisal (2000) dalam Murni dan Andriana (2007), dan Wahidahwati (2002) tidak menghasilkan pengaruh yang signifikan walaupun arah yang dihasilkan juga negatif. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₃ Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Bringham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber ekstern yang lebih besar. Untuk memenuhi kebutuhan dana dari luar, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana yang lebih murah. Dalam hal ini, penerbitan surat hutang lebih disukai dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru karena biaya emisi saham baru lebih besar daripada biaya hutang. Dengan demikian tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang sehingga memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Faisal (2000) dan Makmun (2003) menemukan hubungan pertumbuhan perusahaan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Sihombing (2000) dan Nurbaiti (2006) menghasilkan pengaruh *growth* yang tidak signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini berbeda dengan Moh'd *et al.* (1998), yang menemukan bahwa variabel pertumbuhan memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap *debt ratio*.

Hasil ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) yang menemukan adanya hubungan yang signifikan dan negatif antara pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai investasi lebih besar berupa *intangible asset* cenderung menggunakan sedikit hutang di dalam struktur hutang mereka. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₄ Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Profitabilitas dan Kebijakan Hutang

Profitabilitas merefleksikan *earnings* untuk pendanaan investasi. Myers (1984) menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order* untuk keputusan pendanaan. *Pecking Order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai pilihan pertama, kemudian diikuti oleh hutang dan ekuitas. Jika ini benar, implikasinya adalah ada hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan *debt ratio*. Pihak *insider* tidak mau berbagi keuntungan dengan kreditur sehingga ada kecenderungan *debt ratio* perusahaan lebih kecil. Myers *et al.* (1984), Jensen *et al.* (1992) dan Moh'd *et al.* (1998) dan Nurbaiti (2007) menemukan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

Hasil ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003). Pada tingkat profitabilitas rendah, perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini dise-

babkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan hutang rendah tetapi pada saat menghadapi profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang tinggi sebagai mekanisme pentransfer kekayaan antara kreditur kepada prinsipal. Berbeda dengan hasil penelitian tersebut, Masdupi (2005) menemukan hasil yang tidak signifikan secara statistik antara profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Hal ini berarti profitabilitas belum dipakai sebagai dasar pertimbangan dalam kebijakan hutang perusahaan (selain perusahaan keuangan dan asuransi) di Indonesia. Namun arah hubungan profitabilitas perusahaan dengan kebijakan hutang sesuai dengan yang dikemukakan oleh Myers *et al.* (1984) dan Jensen *et al.* (1992). Berdasarkan uraian di atas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₅ Profitabilitas perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Free Cash Flow dan Kebijakan Hutang

Hipotesis Jensen (1996) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas di bawah kendali manajemen. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*. Berdasarkan hal tersebut, Jensen (1996) menyatakan bahwa adanya hubungan positif antara *free cash flow* dan level hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan set kesempatan investasi rendah. Gull dan Jaggi (1999) menemukan hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang berbeda antara perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi (IOS: *investment opportunity cost*) rendah dengan perusahaan yang memiliki IOS tinggi. Tarjo (2005) menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dan memberikan bukti bahwa variabel *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan besar dan kecil hasilnya sama-sama memiliki koefisien positif dan signifikan. Hal ini dibuktikan dengan *chow test* yang hasilnya tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara perusahaan besar dan kecil yang memiliki IOS rendah dalam mengelola *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₆ *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur, kecuali perusahaan keuangan aktif tercatat di BEI. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, adapun prosedur pemilihan sampel sebagai berikut:

Tabel 1 Prosedur Pemilihan sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di BEI sampai dengan tahun 2007	378
Perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI periode 2005-2007	(69)
Perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang konsisten terdaftar di BEI selama tahun 2005-2007	256
Perusahaan yang tidak mempunyai akhir mempunyai akhir tahun fiskal 31 Desember	(1)
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan dalam satuan mata uang Rupiah	(3)
Perusahaan yang <i>operating income</i> -nya mengalami rugi (<i>loss</i>) selama periode pengamatan	(97)
Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki DPR (<i>dividen payout ratio</i>) berturut-turut selama periode penelitian	(124)
Perusahaan yang tidak mempunyai data lengkap selama periode pengamatan	(0)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel	31
Jumlah data penelitian selama tahun 2005 sampai tahun 2007	93
Data <i>outlier</i> selama tahun penelitian	15
Data yang digunakan dalam pengolahan data	78

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang adalah segala jenis hutang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang (Nasser dan Firlano, 2006). Rasio ini menggambarkan proporsi suatu perusahaan mendanai operasinya dengan menggunakan hutang. Dalam penelitian ini ukuran *debt ratio* merupakan *proxy* dari kebijakan hutang perusahaan (Nuringsih 2002). *Debt equity rasio* dirumuskan dengan sebagai berikut (Makmun 2003):

$$\text{DER} = \frac{\text{Hutang jangka panjang}}{\text{Total ekuitas akhir tahun}}$$

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Gideon 2005). Kepemilikan manajerial dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Kepemilikan manajerial dirumuskan dengan sebagai berikut (Masdupi 2005):

$$\text{INSDR}_{it} = \frac{\text{D \& C SHRS}_{it}}{\text{Total SHRS}_{it}}$$

Dalam hal ini :

- INSDR_{it} : Kepemilikan manajerial i pada tahun t
 D & C SHRS_{it} : Kepemilikan saham oleh manajer, direksi, dan dewan komisaris perusahaan pada tahun t
 Total SHRS_{it} : Jumlah total dari saham biasa perusahaan yang beredar

Kepemilikan institusional yaitu proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional dirumuskan dengan sebagai berikut (Madupi 2005):

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

Secara umum **dividen** dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing-masing pemegang saham. Variabel ini merupakan rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax (Dividen payout ratio)*. Pembayaran dividen dirumuskan dengan sebagai berikut:

$$\text{DIVD} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba bersih setelah pajak}}$$

Brailsford *et al.* (2002) menggunakan prosentase perubahan dalam total aktiva tahunan sebagai indikator untuk **pertumbuhan**. Variabel ini diukur dengan menggunakan presentase pertumbuhan perubahan dalam total aset, yaitu total aset akhir tahun dibagi dengan total aset awal tahun.

Pertumbuhan perusahaan dirumuskan dengan sebagai berikut (Faisal 2000 dalam Murni dan Andriana 2007):

$$\text{GROW} = \frac{\text{Total aset akhir tahun}}{\text{Total aset awal tahun}}$$

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa yang akan datang (Jansen *et al.* 1992). Profitabilitas dirumuskan dengan sebagai berikut (Moh'd *et al.* 1998):

$$\text{PROF} = \frac{\text{Operating income}}{\text{Total asset}}$$

Free cash flow merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{FCF it} = \text{AKOit} - \text{PMit} - \text{NWCit}$$

Dalam hal ini:

FCFit: *Free cash flow*

AKOit: Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

Pmit: Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

NWCit: Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Penelitian ini menggunakan model empiris untuk menguji hipotesis yang diilustrasikan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + \varepsilon$$

Dalam hal ini: Y Hutang, X_1 Kepemilikan manajerial, X_2 Kepemilikan institusional, X_3 Dividen, X_4 Pertumbuhan perusahaan, X_5 Profitabilitas, X_6 *Free cash flow*, ε Error term.

HASIL PENELITIAN

Hasil statistika deskriptif sampel penelitian menunjukkan jumlah sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian, nilai minimum, nilai maksimum, nilai *mean* (rata-rata) dan nilai standar deviasi dari masing-masing variabel. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2 Statistika Deskriptif

Variabel	n	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INSDR	78	0	1	0,28	0,453
INST	78	0,3220	0,9480	0,6920577	0,18513580
DIVIDEN	78	0,0000	0,8989	0,267213	0,2019196
GROWTH	78	0,0102	0,0580	0,024038	0,0090327
PROF	78	0,0009	0,3761	0,113756	0,0603431
FCF	78	-2993	789	-282,37	614,860

Hasil uji t untuk melihat pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 3 Hasil Uji Hipotesis

Variabel	B	Sig.	Keputusan
INSDR	0,311	0,152	H ₁ tidak dapat diterima
INST	1,393	0,011	H ₂ diterima
DIVIDEN	0,676	0,137	H ₃ tidak dapat diterima
GROWTH	-4,676	0,651	H ₄ tidak dapat diterima
PROF	-5,435	0,000	H ₅ diterima
FCF	0,0002	0,046	H ₆ diterima

*Adjusted R*² 0,231, F 4,852 Sig 0,000

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa variabel INSDR bertanda positif. Tanda positif ini menunjukkan bahwa INSDR memiliki pengaruh searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi INSDR, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan teori yang ada bahwa semakin meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah (Faisal 2000). Dengan naiknya kepemilikan saham oleh *insider* (manajer), dalam membiayai perusahaan tidak lagi dengan hutang tapi dengan menerbitkan saham. Hasil dari penelitian ini mendukung *pecking order hypothesis* yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh kepemilikan manajer atas saham perusahaan (Makmun 2003). Hal ini menunjukkan bahwa INSDR tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan sehingga H₁ tidak dapat diterima. Hasil yang tidak signifikan ini, kemungkinan dise-

babkan oleh masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insiders* dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan (Faisal 2000 dalam Murni dan Andriana 2007). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Murni dan Andriana (2007), Agrawal dan Mendelker (1987) dalam Wahidahwati (2002), dan tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Zulhawati (2004), Masdupi (2005), Moh'd *et al.* (1998) dalam Wahidahwati (2002).

Berdasarkan hasil uji hipotesis, koefisien variabel INST bertanda positif. Tanda positif ini menunjukkan bahwa INST memiliki pengaruh searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi INST, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan teori yang ada bahwa semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh kepemilikan institusional akan menyebabkan usaha pengawasan menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer. Tindakan pengawasan tersebut akan mengurangi *agency cost* karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Bathala *et al.* 1994 dalam Nurbaiti 2006). Hasil dari penelitian ini mendukung teori bahwa kepemilikan institusional memiliki wewenang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lain untuk cenderung memilih proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut, investor memilih pembiayaan melalui hutang. Dengan kebijakan tersebut, mereka dapat mengalihkan penanggungan resiko kepada pihak kreditor apabila proyek gagal. Bila proyek berhasil, pemegang saham akan mendapat hasil sisa karena kreditor hanya akan dibayar sebesar tertentu yaitu berupa bunga (Faisal, 2000). Hal ini menunjukkan bahwa INST mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan sehingga H₂ dapat terima. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Murni dan Andriana (2007), dan Haryono (2004). Tetapi tidak konsisten dengan penelitian Wahidahwati (2002), Masdupi (2005), dan Listyani (2003).

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai koefisien variabel DIVIDEN bertanda positif. Tanda positif ini menunjukkan bahwa DIVIDEN memiliki pengaruh searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi DIVIDEN, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan teori yang ada bahwa kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Perusahaan akan mengurangi pembayaran dividen karena sebagian besar keuntungan digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban

pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang. Arah positif dari penelitian ini menunjukkan bahwa jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil. Untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak. Hal ini menunjukkan bahwa DIVIDEN tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan sehingga H_3 tidak dapat diterima. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) yang menemukan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara dividen dengan kebijakan hutang, Wahidahwati (2002) yang menemukan adanya bahwa dividen tidak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Berbeda dengan Masdupi (2005) yang menemukan adanya pengaruh signifikan dan positif antara dividen dengan kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai koefisien variabel GROWTH bertanda negatif sebesar. Tanda negatif ini menunjukkan bahwa GROWTH memiliki pengaruh tidak searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi GROWTH, maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan teori yang dikemukakan oleh Bringham dan Gapenski (1996) dalam Murni dan Andriana (2007) bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber ekstern yang lebih besar. Untuk memenuhi kebutuhan dana dari luar, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana yang lebih murah. Dalam hal ini, penerbitan surat hutang lebih disukai dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru karena biaya emisi saham baru lebih besar daripada biaya hutang. Dengan demikian tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung teori yang dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Lestari (2004) menyatakan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau ekuitas daripada hutang. Hal ini disebabkan jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal (*underinvestment*) karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa GROWTH tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan sehingga H_4 tidak dapat diterima. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Murni dan Andriana (2007) dan Nurbaiti (2006), walaupun arah yang dihasilkan juga negatif

terhadap kebijakan hutang. Fidyati (2003) menghasilkan pengaruh yang positif antara pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai koefisien variabel PROF bertanda negatif. Tanda negatif ini menunjukkan bahwa PROF memiliki pengaruh tidak searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi PROF, maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan dapat menghasilkan dana bagi perusahaan yang lebih banyak sehingga dapat digunakan sebagai penutup kewajiban atau pendanaan sehingga akan dapat berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan atau dengan kata lain jika perusahaan *profitable* maka perusahaan tersebut cenderung mengurangi rasio hutang mereka. Hasil ini juga mendukung *pecking order theory*, dimana struktur pendanaan perusahaan mengikuti suatu hirarki. Pertama kali perusahaan akan memilih pendanaan internal (laba ditahan), jika harus mencari pendanaan eksternal akan dimulai dari hutang dan terakhir ekuitas. Berdasarkan teori ini, dengan memprioritaskan pendanaan internal (laba ditahan) maka akan mengurangi pendanaan dari eksternal yang salah satunya adalah hutang (Nurbaiti 2006). Hal ini menunjukkan bahwa PROF mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan sehingga H₅ dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Myers *et al.* (1984); Jensen *et al.* (1992) dan Moh'd *et al.* (1998) dalam Masdupi (2005), dan Nurbaiti (2006). Berbeda dengan hasil penelitian tersebut, Masdupi (2005) menemukan hasil yang tidak signifikan secara statistik antara profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai koefisien variabel FCF bertanda positif. Tanda positif ini menunjukkan bahwa FCF memiliki pengaruh searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi FCF, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini mendukung teori yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost of free cash flow*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen. Ketika *free cash flow* tinggi perusahaan cenderung menggunakan utang untuk kegiatan pendanaan perusahaannya (Jensen 1986) atau dengan kata lain hutang tersebut digunakan untuk menambah jumlah dari *discretionary cash flow* yang digunakan untuk membeli tambahan investasi, melunasi hutang, membeli *treasury stock* atau penambahan sederhana atas likuiditas perusahaan. Hal ini menunjukkan

bahwa FCF mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan sehingga H_6 dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan Tarjo (2005) yang memberikan bukti bahwa variabel *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan besar dan kecil hasilnya sama-sama memiliki koefisien positif dan signifikan.

PENUTUP

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan dapat diperoleh kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial, deviden dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Murni dan Andriana (2007) dan Nurbaiti (2006). Sedangkan kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Masdupi (2005), dan Listyani (2003).

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah pertama dari hasil pengolahan data, masih menunjukkan ada beberapa variabel yang tidak berdistribusi normal, kedua, periode penelitian yang dilakukan terlalu singkat yaitu hanya selama tiga tahun dari tahun 2005 sampai dengan 2007, hal ini membawa kemungkinan bahwa hasil penelitian ini tidak dapat digunakan untuk memprediksi kecenderungan dalam jangka panjang dan ketiga, penelitian ini hanya menggunakan enam variabel independen, sedangkan masih ada variabel-variabel independen lain yang dimungkinkan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan yang ada maka peneliti mengajukan beberapa rekomendasi kepada peneliti-peneliti selanjutnya yang ingin melakukan penelitian dengan menggunakan topik yang sama. Rekomendasi-rekomendasi tersebut antara lain yaitu menambah jumlah sampel penelitian dengan mempergunakan perusahaan keuangan, sehingga diharapkan setelah hasil pengolahan data, semua variabel berdistribusi normal, karena adanya keterbatasan dalam periode penelitian yang terlalu singkat yaitu hanya selama tiga tahun, sehingga diharapkan peneliti selanjutnya perlu mempertimbangkan untuk menggunakan periode penelitian yang lebih panjang sehingga dapat digunakan untuk analisa jangka panjang dan bagi penelitian selanjutnya perlu untuk menambah atau mengganti dengan variabel-variabel yang lain yang dimungkinkan berpengaruh terhadap kebijakan hutang seperti ukuran perusahaan.

REFERENSI:

- Bringham, E. F., dan Louis C. Gapenski., 1996, *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, New York: The Dryden Press.
- Dwimulyani, Susi., dan Shirley., 2007, Analisis Pengaruh Pertumbuhan Rasio-Rasio Keuangan, Laba Bersih, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Prediksi Pertumbuhan Laba Usaha Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEJ, *Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi Dan Keuangan Publik*, Vol. 2, No. 1, Hlm. 43-57
- Faisal., 2004, Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance, *Simposium Nasional Akuntansi Indonesia VII*, Hlm. 197-208
- Fidyati, Nisa., 2003, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 1, No. 1, Januari, Hlm. 17-34.
- Halomoan, Gina., dan Chaerul D. Djakman, 2004, Pengujian Pecking Order Hypothesis Pada Emiten di Bursa Efek Jakarta Tahun 1994 dan 1995, *Simposium Nasional Akuntansi Indonesia*
- Haryono, Slamet., 2005, Struktur kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan, *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 5, No. 1, Hlm. 63-71
- Ikatan Akuntansi Indonesia., 2007, *Standar Akuntansi Keuangan*, Jakarta: Salemba empat.
- Ismiyati, Fitri., dan Mahmud Hanafi., 2003, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Hlm. 820-849.
- Kieso, D. E., J. J. Weygandt., dan T. D. Warfield, 2007, *Intermediate Accounting*, Twelfth Edition, Asia: John Wiley and Sons.
- Kresnawati, Etik., 2007, Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Penggeseran Risiko dan Pentransferan Sumber Daya Terhadap Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas Perusahaan Pengakuisisian: Pengujian Empiris Terhadap Pergeseran Konflik Keagenan, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 10, No. 2, Hlm. 147-161.
- Lestari, Holydia., 2004, Pengaruh Kebijakan Dividen, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi, *Simposium Nasional Akuntansi Indonesia VII DENPASAR BALI*, Hlm. 1059-1071
- Listyani, Theresia Tyas., 2003, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Maksi*, Vol 3, Agustus, Hlm. 98-114.
- Masdupi, Erni., 2005, Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No. 1, Januari, Hlm. 57-69
- Murni, Sri dan Andriana., 2007, Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 7, No. 1, Pebruari, Hlm. 15-24.
- Nasser, Etty M., dan Fielyandi Firlano., 2006, Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Hutang Sebagai Variabel Intervening Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ekonomi STEI*, Mei-Agustus, Hlm. 105-112.
- Nurbaiti., 2006, Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal: Analisis Time-Series Cross-Sectional, *Tema*, Vol. 7, No. 2, Hlm.109-125
- Nurfauziah., D. Agus Harjito., dan Hertya Dwi Ameliawati., 2007, Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Insitusi dan Kebijakan Hutang Dalam Prespektif Masalah Agensi Di Indonesia, *Ventura*, Vol. 10, No. 1, Hlm. 47-61

- Soliha, Euis., dan Taswan., 2002, Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. 9, No. 2, Hlm. 120-148
- Sugiri, Slamet., dan Syukri Abdullah., 2003, Pengaruh Cash Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, dan Leverage Financial Terhadap Manajemen Laba, *Kajian Bisnis Stie Widya Wiwaha Yogyakarta*, No. 28 Januari, Hlm. 11-24.
- Subekti, Imam, dan Indra Wijaya Kusuma, 2003, Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Hlm. 820-849.
- Tarjo., 2005, Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No. 1, Januari, Hlm. 82-104.
- Wahidahwati., 2002, Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No.1, Januari, Hlm. 1-16.
- Zulhawati., 2004, Analisis Dampak Kepemilikan Saham oleh Insider pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *KOMPAK*, No.11, Mei-Agustus, Hlm. 240-249.