

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL
DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN:
Sebuah Perspektif *Agency Theory***

R. Anastasia Endang Susilawati

Abstract: According to agency theory (Jensen and Meckling, 1976), shareholders are called principal while the manager who runs the business is called the agent. The manager who is elected by the shareholders actually has to act on behalf of the shareholders but there are some conflict between them (agency conflict). The causes of that kind of conflict deal with the decision making related to the activity of cash flow (financing decision) and how the finance gained is invested (investment decision). The policy of optimal investment structure is not only influenced by the amount of debt and equity, but also by the percentage of share. The objects of this research are manufactures during 2005-2006. The sample consist of 49 companies. The analysis is using double linear regression. The result shows that both managerial ownership and institutional ownership have significant impact and negatively related to the company's debt policy. The findings also show that managerial ownership and institutional ownership may reduce agency conflicts which finally minimizes yhe agency cost of debt.

Future researches are expected to develop the methodology and the research variables so that the result will be more accurate. Besides, this research can be developed and widened from regional to international, so that the result will be more creative.

Keywords: agency theory, agency conflicts, agency cost of debt, financing decision, investment decision, managerial ownership, institutional ownership, principal and agent.

PENDAHULUAN

Pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan pada umumnya dilakukan oleh perusahaan yang telah *go public* untuk kelancaran menjalankan usaha, supaya kinerja perusahaan dapat berjalan dengan efektif dan efisien sehingga tercapai tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996).

Menurut teori keagenan (*agency theory*), pemegang saham disebut *principal* sedangkan manajer yang mengelola perusahaan disebut *agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Oleh karena itu, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajer dan

R. Anastasia Endang Susilawati adalah Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Kanjuruhan Malang

pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan (*agency conflicts*) (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik ini terjadi karena adanya hubungan antara pihak-pihak yang bekerjasama tetapi mempunyai posisi berbeda. Pemegang saham (*principal*), manajer (*agent*), dan kreditur (*debtholders*) adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingannya masing-masing dalam perusahaan. Sedangkan manajer (*agent*) diharapkan dalam mengambil kebijakan perusahaan terutama kebijakan keuangan menguntungkan *principal* dan *debtholders*.

Penyebab konflik antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*) terutama dalam pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencairan dana (*financing decision*) dan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (*investment decision*) (Jensen dan Meckling, 1976). Kedua penyebab konflik tersebut merupakan masalah pelaksanaan fungsi keuangan di dalam perusahaan. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*).

Teori keagenan (*agency theory*) selanjutnya, mengatakan bahwa kebijakan struktur modal yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas, tetapi juga oleh persentase kepemilikan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Dominasi kelompok kepemilikan dapat mempengaruhi kebijakan manajerial yang selanjutnya memiliki implikasi terhadap perilaku manajer dan kinerja perusahaan.

Penelitian mengenai adanya pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap struktur modal telah dilakukan banyak peneliti. Penelitian tersebut umumnya menggunakan *managerial ownership* dan *institutional ownership* sebagai unsur struktur kepemilikan perusahaan dan mereka menemukan hasil yang berbeda. Penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Sedangkan Friend dan Hasbrouk (1988) menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara prosentase saham yang dipegang manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Penelitian Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (institusional) dan kepemilikan saham oleh pihak internal (manajer) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*. Bathala *et al.* (1994) menemukan bahwa *managerial ownership* dan *institutional investor* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*.

Di Indonesia penelitian mengenai adanya pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap struktur modal juga telah dilakukan banyak peneliti. Penelitian Wahidahwati (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Tarjo (2003) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian di atas, maka menimbulkan keinginan untuk menguji kembali hipotesis mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang (struktur modal) perusahaan. Penelitian ini dilakukan untuk mengembangkan penelitian yang sudah ada (*extended replication*) dari penelitian Wahidahwati (2002).

Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang perusahaan?
2. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan?

Adapun tujuan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang perusahaan sebagai salah satu bagian dari struktur modal perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan sebagai salah satu bagian dari struktur modal perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Fungsi Manajemen Keuangan dan *Agency Theory*

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara pengaturan kegiatan keuangan perusahaan, yang disebut dengan manajemen keuangan. Manajemen keuangan menyangkut kegiatan perencanaan, analisis, dan pengendalian kegiatan keuangan yang dilaksanakan oleh manajer keuangan. Pengelolaan keuangan dapat dikelompokkan menjadi dua kegiatan utama yaitu: kegiatan penggunaan dana dan kegiatan mencari sumber pendanaan, yang disebut sebagai fungsi manajemen keuangan (Husnan, 1994). Selanjutnya, keputusan di bidang keuangan pada prinsipnya menyangkut tiga hal yaitu: keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pemenuhan kebutuhan dana (*financing decision*), dan keputusan dividen (*dividend decision*).

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa keputusan-keputusan yang diambil perusahaan, dalam hal ini manajer keuangan dalam menentukan berapa banyak investasi yang akan dilakukan dan pada aktiva apa saja disebut sebagai keputusan investasi. Selanjutnya keputusan yang diambil oleh perusahaan dalam menentukan bagaimana memperoleh dana untuk membiayai investasi disebut sebagai keputusan pembiayaan atau pendanaan. Atas dasar kedua keputusan ini, diharapkan perusahaan menghasilkan laba bersih yang tinggi untuk pemilik modal sendiri. Sedangkan permasalahan yang menyangkut pembagian laba bersih, baik yang akan diinvestasikan kembali dan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen disebut sebagai keputusan dividen. Ketiga keputusan ini berhubungan satu dengan lainnya dalam usaha untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan meningkatkan harga saham perusahaan. Dengan kata lain, suatu keputusan yang diambil oleh seorang manajer keuangan dianggap benar kalau nilai perusahaan relatif meningkat terus.

Ross *et al.* (1996) menyatakan bahwa nilai perusahaan sama dengan nilai pasar saham ditambah nilai pasar hutang. Apabila besarnya nilai hutang konstan maka setiap peningkatan nilai saham dengan sendirinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Tetapi bagaimana bila besarnya nilai hutang tidak konstan? Apabila nilai hutang berubah maka tentunya struktur modal akan ikut berubah juga. Perubahan dalam struktur modal akan menguntungkan para pemegang saham jika menyebabkan nilai perusahaan meningkat. Hal inilah yang menjadi alasan mengapa nilai perusahaan sama dengan peningkatan harga pasar saham.

Meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan, sering bertentangan dengan tujuan pihak manajemen perusahaan, sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*), yang disebut sebagai konflik keagenan (*agency conflicts*) (Jensen dan Meckling, 1976).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa masalah keagenan (*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 berdasar pada maksimalisasi nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan

pendanaan. Kondisi seperti ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of the decision-making and risk bearing functions of the firm* (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer (*agent*) tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (*principal*). Oleh karena itu, manajer cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang ada. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan akan menimbulkan biaya, yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*). Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu: (1) Dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer, sehingga manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan bila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajer merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal, sehingga akan meminimumkan *agency cost*. (2) Dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajer terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley *et al.*, 1989). (3) Dengan meningkatkan pendanaan dari hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajer. Disamping itu, hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajer (Jensen, 1986; Jensen *et al.*, 1992). (4) Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) sebagai *monitoring* manajer. Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa distribusi saham ke pemegang saham dari luar yaitu *institutional ownership* dan publik dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajer. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh publik akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer.

Pengembangan Hipotesis

Easterbrook (1984) menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (struktur modal). Kepemilikan institusional yang semakin tinggi akan meningkatkan *monitoring* terhadap manajer, sehingga dapat mengurangi penggunaan hutang. Namun bila biaya *monitoring* tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders*) untuk membantu melakukan *monitoring*, supaya dapat mengurangi *agency cost of debt*.

Kim dan Sorenson (1986) menyatakan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Hubungan ini dipelajari dari *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan tertutup menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar pihak *insider* mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *agency cost of debt* kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Berdasarkan hipotesis ini disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki *agency cost of debt* rendah sehingga cenderung menggunakan hutang dalam jumlah besar.

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* (ROA). Hasil penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial pada perusahaan yang varian *return*-nya meningkat lebih besar daripada yang varian *return*-nya rendah. Hasil ini menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *debt ratio* dengan kepemilikan manajerial.

Friend dan Lang (1988) menguji apakah struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan *managerial ownership*. Pada kepemilikan manajerial yang tinggi menurunkan penggunaan utang, karena penggunaan utang yang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress*.

Jensen *et al.* (1992) menguji hubungan antara *insider ownership, debt and dividend policies*. Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Mehran (1992) menjelaskan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin tinggi penggunaan hutang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak institusional menyebabkan manajer mampu melakukan investasi dengan lebih baik, sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk pendanaannya.

Moh'd *et al.* (1998) melakukan penelitian mengenai pengaruh dari struktur kepemilikan pada kebijakan hutang perusahaan. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *debt ratio*. Tindakan manajemen untuk menyesuaikan struktur modal dalam merespon *agency cost* yang timbul menunjukkan bahwa kepemilikan saham sangat penting mempengaruhi struktur modal perusahaan. Kenaikan kepemilikan manajemen akan meningkatkan jumlah kesejahteraan pribadi dan modal sumber daya manusia yang diinvestasikan, manajer akan mengurangi hutang untuk mengurangi segala risiko dan *agency cost*.

Bathala *et al.* (1994) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* dan *insider ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership, earning volatility, research and development, advertising expenses, growth, institutional ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*.

Crutchley *et al.* (1999) menemukan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan hutang oleh manajer. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadi risiko kebangkrutan dan *financial distress*.

Jensen *et al.* (1999) menemukan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders*, karena *monitoring* dalam perusahaan yang ketat menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari *debtholders* maupun *shareholders*. Hal ini mendorong masuknya kepemilikan institusional yang lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan yang disebabkan karena berkurangnya konflik keagenan dalam perusahaan.

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Dinyatakan bahwa dalam pengambilan kebijakan pendanaan, maka perusahaan yang menjadi sampel telah melakukan kebijakan pendanaan kombinasi dari hutang dan modal sendiri. Dengan mempertimbangkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional maka perusahaan akan melakukan pemenuhan kebutuhan dana dengan modal sendiri khususnya dana internal dari laba ditahan. Selanjutnya bila sumber dari modal sendiri tidak mencukupi maka dengan mempertimbangkan variabel *dividend payout ratio*, *firm size*, *asset structure*, *earning volatility*, dan *stock volatility* masih memungkinkan perusahaan untuk memenuhi sebagian pendanaannya melalui penggunaan hutang. Dengan adanya keseimbangan tersebut, maka dapat meminimumkan total biaya keagenan dalam perusahaan.

Berdasarkan kajian teori yang ada dan hasil temuan dari beberapa penelitian menunjukkan hasil yang berbeda, maka menimbulkan keinginan untuk menguji kembali variabel-variabel penelitian dengan merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

H₂ : Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol sebagai variabel konstan untuk memperkuat hasil penelitian. Adapun variabel-variabel kontrol yang digunakan adalah:

1. *Asset Structure*

Variabel ini berhubungan dengan jumlah kekayaan (*asset*) yang dapat dijadikan jaminan perusahaan dalam penggunaan hutang. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah memperoleh hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang (Brigham dan Gapenski, 1996). Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa *asset structure* mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan kebijakan hutang.

2. *Return On Asset*

Variabel ini berhubungan dengan tingkat profitabilitas yang mampu dihasilkan suatu perusahaan untuk menentukan kebijakan investasi. Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa pada tingkat profitabilitas yang tinggi perusahaan dapat mengurangi penggunaan hutang, sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan (*agency conflict*). Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan, sehingga mengandalkan sumber internal untuk kebijakan investasi (Myers dan Majluf, 1984).

3. *Net Profit Margin*

Variabel ini berhubungan dengan tingkat profitabilitas suatu perusahaan. Pada saat perusahaan mampu meningkatkan penjualan pada tingkat tertentu, maka akan menghasilkan keuntungan yang semakin besar. Keuntungan ini sebagian dialokasikan pada laba ditahan, sehingga dapat mengurangi penggunaan hutang. Oleh karena itu, sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan (*agency conflict*).

4. *Keadaan Pasar Modal*

Variabel ini berhubungan dengan perdagangan saham di pasar modal. Menurut Homaifar (1994) menyatakan bahwa semakin besar nilai transaksi perdagangan saham di pasar modal, mencerminkan semakin berkembangnya pasar modal tersebut dan mampu mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan. Jika keadaan pasar modal

semakin membaik, maka semakin bertambah pula kepemilikan saham dari institusional. Hal ini menyebabkan penggunaan hutang akan semakin berkurang, sehingga sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan (*agency conflict*).

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian yaitu menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan, maka jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian eksplanatoris. Penelitian yang memberikan penjelasan kausal atau hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis (Singarimbun dan Effendi, 1995).

Sumber Data dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari laporan keuangan tahunan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang diperoleh di Pusat Informasi Pasar Modal Malang.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sedangkan pengambilan sampel menggunakan metoda *purposive random sampling*, agar diperoleh sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian (Cooper dan Emory, 1995). Adapun kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel penelitian adalah sebagai berikut:

1. Data penelitian diambil pada tahun 2005-2006, yaitu semua perusahaan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dalam kelompok manufaktur sesuai dengan pengklasifikasian pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya bias yang disebabkan oleh perbedaan jenis industri. Alasan lain yang mendasari bahwa perusahaan-perusahaan pada kelompok manufaktur lebih sensitif terhadap setiap kejadian (Gantjowati, 1998).
2. Perusahaan yang mempunyai struktur kepemilikan saham yang terdiri atas: kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.
3. Perusahaan yang menunjukkan saldo ekuitas dan laba bersih setelah pajak positif pada laporan keuangannya. Hal ini dilakukan karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai pembilang atau penyebut dalam perhitungan rasio keuangan menjadi tidak bermakna.
4. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan per 31 Desember. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel.

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, diperoleh sampel penelitian sebanyak 49 perusahaan.

Variabel Penelitian

1. *Debt to Equity Ratio*

Variabel ini diberi simbol DEBT. Rasio yang digunakan untuk mengetahui proporsi total hutang terhadap modal sendiri dan total hutang, sebagai proksi kebijakan hutang perusahaan (Jensen *et al.*, 1992). Secara matematis diformulasikan sebagai berikut:

$$DEBT = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri} + \text{Total Hutang}}$$

2. *Managerial Ownership*

Variabel ini diberi simbol MOWN. Rasio yang digunakan untuk mengetahui proporsi kepemilikan saham oleh manajer terhadap total saham yang beredar (Moh'd *et al.*, 1998). Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan yaitu Direktur dan Komisaris (Iturriaga dan Sanz, 1998). Secara matematis diformulasikan sebagai berikut:

$$MOWN = \frac{\text{Total Saham Manajer}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

3. *Institutional Ownership*

Variabel ini diberi simbol INST. Rasio yang digunakan untuk mengetahui proporsi kepemilikan saham oleh institusional terhadap total saham yang beredar (Moh'd *et al.*, 1998). Kepemilikan institusional adalah pemilik institusi dan *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atau atas nama perorangan di atas 5% (Agrawal dan Knouber, 1996). Secara matematis diformulasikan sebagai berikut:

$$INST = \frac{\text{Total Saham Institusi} + \text{Total Saham } Blockholder}{\text{Total Saham Beredar}}$$

4. *Asset structure*

Variabel ini diberi simbol ASSET. Rasio yang digunakan untuk mengetahui proporsi aktiva tetap terhadap total aktiva, sebagai proksi nilai aktiva yang diagunkan untuk memperoleh hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan (Moh'd *et al.*, 1998). Secara matematis diformulasikan sebagai berikut:

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

5. *Return On Asset*

Variabel ini diberi simbol ROA. Rasio yang digunakan untuk mengetahui proporsi laba bersih setelah pajak terhadap total aktiva, sebagai proksi kebijakan investasi perusahaan (Moh'd *et al.*, 1998). ROA Secara matematis diformulasikan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

6. Net Profit Margin

Variabel ini diberi simbol NPM. Rasio yang digunakan untuk mengetahui proporsi laba bersih setelah pajak terhadap penjualan, sebagai proksi profitabilitas perusahaan (James dan Moria, 1999). Secara matematis diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{NPM} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Penjualan}}$$

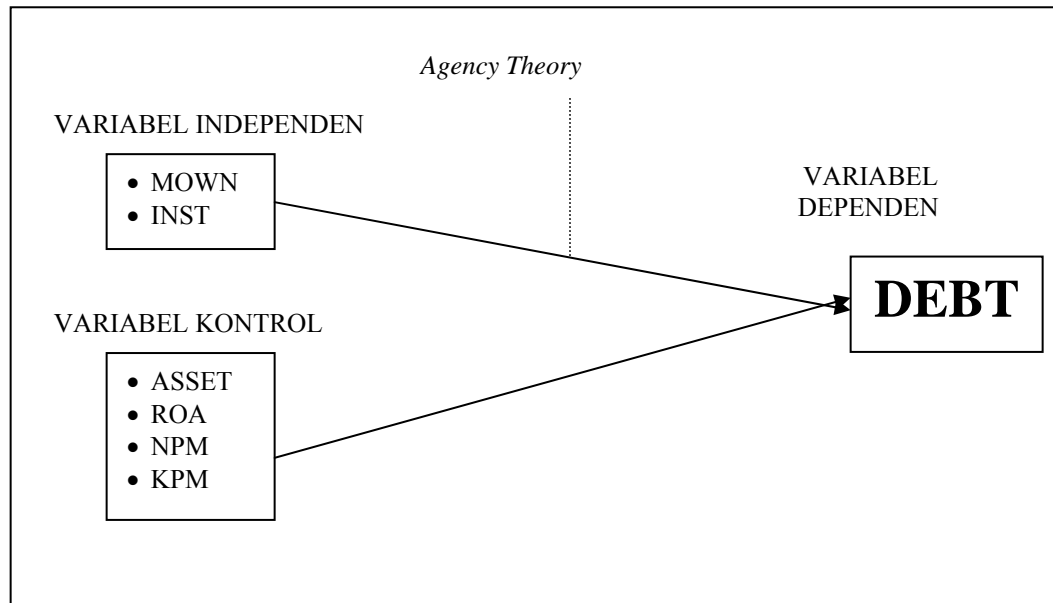
7. Keadaan Pasar Modal

Variabel ini diberi simbol KPM. Rasio yang digunakan untuk mengetahui nilai perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ), dengan cara (Ln) dari hasil perkalian antara volume perdagangan saham akhir tahun dengan harga saham akhir tahun, sebagai proksi keadaan pasar modal (Homaifar, 1994). Secara matematis diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{KPM} = \text{Ln} (\text{Volume Perdagangan Saham Akhir Tahun} \times \text{Harga Saham Akhir Tahun})$$

Model Analisis Penelitian

Model analisis ini bertujuan untuk mengilustrasikan hubungan masing-masing variabel penelitian.



Gambar 1. Model Penelitian

Teknik Analisis Data

Metoda analisis data dalam penelitian ini menggunakan statistik inferensial, yaitu untuk melihat kejelasan pengaruh variabel independen serta variabel kontrol terhadap variabel dependen baik secara simultan maupun parsial melalui *Ordinary Least Square* (OLS) yang didasarkan pada *pooling data*.

Variabel dalam penelitian ini terdiri atas variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol. Untuk mencari nilai-nilai pada variabel DEBT, ASSET, ROA, NPM menggunakan rumus-rumus yang telah ada dengan pengambilan data dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) pada bagian *Summary of Financial Statement*. Untuk mencari nilai-nilai pada variabel MOWN dan INST dengan pengambilan data dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) pada bagian *Shareholders* yang dipadukan pada bagian *Board of Commissioners* dan *Board of Directors*. Untuk mencari nilai variabel KPM dengan pengambilan data dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) pada bagian *Shares Traded-Value* selama satu tahun (Januari-Desember).

Variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol kemudian dianalisis menggunakan pengujian regresi linear berganda serta pengujian statistik. Hasil analisis digunakan untuk mendukung atau tidak mendukung hipotesis penelitian.

Pengujian Regresi Linear Berganda

Pengujian ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dan variabel kontrol mampu mempengaruhi variabel dependen secara simultan, melalui nilai koefisien determinasi (*R Square*) (Gujarati, 1978). Semakin besar nilai (*R Square*) maka semakin tepat suatu garis regresi, artinya semakin besar pengaruh variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara simultan. Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan program SPSS versi 13.0.

Model persamaan regresi linear berganda yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{DEBT} = b_0 + b_1 (\text{MOWN}) + b_2 (\text{INST}) + b_3 (\text{ASSET}) + b_4 (\text{ROA}) + b_5 (\text{NPM}) + b_6 (\text{KPM}) + e$$

Keterangan:

DEBT	=	<i>debt to equity ratio</i>
b_0	=	konstanta
$b_1 \dots b_6$	=	koefisien regresi
MOWN	=	<i>managerial ownership</i>
INST	=	<i>institutional ownership</i>
ASSET	=	<i>asset structure</i>
ROA	=	<i>return on asset</i>
NPM	=	<i>net profit margin</i>
KPM	=	keadaan pasar modal
e	=	<i>error terms</i>

Pengujian Hipotesis Penelitian

Keputusan mendukung atau tidak mendukung hipotesis yang diajukan dalam penelitian diperlukan pengujian secara statistik. Adapun langkah-langkah pengujian statistik sebagai berikut: (Gujarati, 1978)

a. Pengujian Nilai F

Pengujian ini dilakukan untuk mengukur tingkat signifikansi apakah terdapat pengaruh antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara simultan. Jika $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$ dengan tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$ ($df = k-1$; n -

k) maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara simultan. Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan program SPSS versi 13.0.

b. Pengujian Nilai t

Pengujian ini dilakukan untuk mengukur tingkat signifikansi apakah terdapat pengaruh antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara parsial. Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ dengan tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$ ($df = n-2$) maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara parsial. Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan program SPSS versi 13.0.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengujian dengan analisis Regresi digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dan variabel kontrol mampu mempengaruhi variabel dependen secara simultan, melalui nilai koefisien determinasi (*R Square*).

Hasil pengujian diperoleh nilai (*R Square*) = 0,834. Nilai ini berarti bahwa model persamaan regresi untuk variabel independen (MOWN, INST) dan variabel kontrol (ASSET, ROA, NPM, KPM) mampu menjelaskan variabel dependen (DEBT) sebesar 83,4% sedangkan sisanya sebesar 16,6% dijelaskan oleh variabel lain (lihat pada Lampiran 3).

Keputusan mendukung atau tidak mendukung hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini diperlukan pengujian secara statistik. Adapun langkah-langkah pengujian statistik sebagai berikut:

1. Pengujian Nilai F

Pengujian ini dilakukan untuk mengukur tingkat signifikansi apakah terdapat pengaruh antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara simultan. Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ dengan tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$ ($df = k-1 ; n-k$) maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara simultan. Hasil pengujian diperoleh nilai $F_{hitung}=5,926$ pada nilai $F_{tabel}=2,32$. Karena nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen (MOWN, INST) dan variabel kontrol (ASSET, ROA, NPM, KPM) terhadap variabel dependen (DEBT) secara simultan (lihat pada Lampiran 3).

2. Pengujian Nilai t

Pengujian ini dilakukan untuk mengukur tingkat signifikansi apakah terdapat pengaruh antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara parsial. Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ dengan tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$ ($df = n-2$) maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen secara parsial. Hasil pengujian diperoleh nilai t_{hitung} untuk variabel-variabel: MOWN=-4,749; INST=-4,008; ASSET=3,185; ROA=-5,513; NPM=-3,012; KPM=-3,404 seluruhnya lebih besar dari nilai $t_{tabel}=2,021$. Karena nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen (MOWN, INST) dan variabel kontrol (ASSET, ROA, NPM, KPM) terhadap variabel dependen (DEBT) secara parsial (lihat pada Lampiran 3).

Ringkasan hasil pengujian regresi linear berganda dan pengujian statistik disajikan dalam bentuk tabel sebagai berikut:

Pengujian Regresi

Variabel Dependen	Variabel Independen		Variabel Kontrol				
	DEBT	MOWN	INST	ASSET	ROA	NPM	KPM
<i>p-value</i>	0.027	0.019	0.013	0.010	0.035	0.016	
<i>t-value</i>	-4.749	-4.008	3.185	-5.513	-3.012	-3.404	
<i>koefisien</i>	-0.076	-0.016	0.262	-1.533	-0.018	-0.126	
<i>F</i>							5.926
<i>Sig. F</i>							0.000
<i>R Square</i>							0.834

Sumber: data diolah (Lampiran 3)

Berdasarkan hasil pengujian regresi linear berganda dan pengujian statistik maka dapat dilakukan analisis pengaruh hubungan variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial (MOWN) mempunyai pengaruh yang signifikan ($p\text{-value} = 0,027$) dan berhubungan negatif ($koefisien = -0,076$) terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil ini mendukung hipotesis I yang diajukan yaitu kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Hasil pengujian antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang konsisten dengan hasil penelitian Moh'd *et al.* (1998), Bathala *et al.* (1994), dan Wahidahwati (2002). Temuan mereka menjelaskan bahwa variabel kepemilikan manajerial merupakan faktor penentu yang mempengaruhi kebijakan hutang (struktur modal), hal ini disebabkan untuk menyelaraskan kesejajaran kepentingan antara manajer dan pemegang saham mayoritas lainnya. Menurut Jensen dan Meckling (1976), jika manajer memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan maka mereka akan mengurangi tingkat penggunaan hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost of debt*.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional (INST) mempunyai pengaruh yang signifikan ($p\text{-value} = 0,019$) dan berhubungan negatif ($koefisien = -0,016$) terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil ini mendukung hipotesis II yang diajukan yaitu kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Moh'd *et al.* (1998), Bathala *et al.* (1994), dan Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi *agency cost of debt* dan penggunaan hutang dalam struktur modal oleh manajer. Hasil ini juga konsisten dengan temuan Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional akan melakukan pengawasan (*monitoring*) terhadap manajemen, namun bila biaya pengawasan tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debt holders*) untuk membantu melakukan pengawasan. *Debt holders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Biasanya pengawasan yang dilakukan *debt holders* melalui mekanisme *debt covenant*.

Pengaruh Asset Structure terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *asset structure* (ASSET) mempunyai pengaruh yang signifikan ($p\text{-value}= 0,013$) dan berhubungan positif ($koefisien= 0,262$) terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) dan Moh'd *et al.* (1998), dan Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang lebih besar, sehingga akan mengurangi risiko kebangkrutan. Perusahaan yang mempunyai *asset structure* yang fleksibel cenderung menggunakan hutang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai *asset structure* tidak fleksibel.

Pengaruh Return On Asset terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *return on asset* (ROA) mempunyai pengaruh yang signifikan ($p\text{-value}= 0,010$) dan berhubungan negatif ($koefisien= -1,533$) terhadap kebijakan hutang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Moh'd *et al.* (1998), Johnson (1997), Harris (1991), dan Titman (1988) yang menunjukkan bahwa semakin besar laba yang dihasilkan perusahaan akan memperbesar laba ditahan dan mengurangi proporsi penggunaan hutang dalam struktur modal.

Menurut *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976) menjelaskan bahwa signifikansi pengaruh negatif profitabilitas perusahaan terhadap penggunaan hutang dalam struktur modal menunjukkan bahwa berkurangnya proporsi hutang karena semakin besarnya laba ditahan perusahaan, dapat mempengaruhi hubungan keagenan perusahaan dengan *debt holders*, dan akhirnya dapat mengurangi *agency cost of debt*.

Pengaruh Net Profit Margin terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel *net profit margin* (NPM) mempunyai pengaruh yang signifikan ($p\text{-value}= 0,035$) dan berhubungan negatif ($koefisien= -0,018$) terhadap kebijakan hutang (DEBT). *Net profit margin* sebagai salah satu proksi profitabilitas, rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih setelah pajak pada tingkat penjualan tertentu. Semakin besar laba yang diperoleh perusahaan maka semakin besar pula laba yang ditahan. Dengan semakin besar laba yang ditahan di dalam perusahaan maka manajemen cenderung mengurangi penggunaan hutang yang berasal dari *debt holders*, sehingga sebagai salah satu alat untuk mengurangi *agency cost of debt*.

Pengaruh Keadaan Pasar Modal terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel keadaan pasar modal (INST) mempunyai pengaruh yang signifikan ($p\text{-value}= 0,016$) dan berhubungan negatif ($koefisien= -0,126$) terhadap kebijakan hutang (DEBT). Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Homaifar (1994) yang menyatakan bahwa keadaan pasar modal berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan pendanaan perusahaan. Penggunaan sumber dana dari hutang dalam struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh perkembangan volume perdagangan saham di pasar modal yang mencerminkan keadaan pasar modal. Semakin membaik keadaan pasar modal maka semakin menurun penggunaan hutang sebagai sumber dana perusahaan. Berkurangnya proporsi penggunaan hutang oleh perusahaan, dapat mempengaruhi hubungan keagenan dengan *debt holders*, dan akhirnya dapat mengurangi *agency cost of debt*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Untuk meningkatkan nilai perusahaan salah satu caranya dengan pengaturan kegiatan keuangan perusahaan yang dilaksanakan oleh manajer keuangan. Pengelolaan keuangan dapat dikelompokkan menjadi dua kegiatan utama yaitu: kegiatan penggunaan dana dan kegiatan mencari sumber pendanaan. Selanjutnya, keputusan di bidang keuangan meliputi tiga hal yaitu: keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pemenuhan kebutuhan dana (*financing decision*), dan keputusan dividen (*dividend decision*).

Pelaksanaan keputusan di bidang keuangan menurut teori keagenan (*agency theory*) mengatakan bahwa kebijakan struktur modal yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas, tetapi juga oleh persentase kepemilikan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan saham yang terdiri atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional merupakan faktor penentu yang mempengaruhi kebijakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Hal ini disebabkan masih seajarnya kepentingan antara manajer dan pemegang saham (*agency conflicts*).

Hasil penelitian mendukung hipotesis yang diajukan, yaitu bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Artinya, semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajer dan institusi semakin mengurangi tingkat penggunaan hutang secara optimal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam pengambilan keputusan pendanaan (*financing decision*), perusahaan yang menjadi sampel penelitian telah melakukan kebijakan pendanaan melalui kombinasi dari hutang dan modal sendiri (laba ditahan). Dengan mempertimbangkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional serta variabel kontrol yang terdiri atas: *asset structure*, *return on asset*, *net profit margin* dan keadaan pasar modal masih memungkinkan perusahaan untuk memenuhi sebagian kebutuhan pendanaannya melalui penggunaan hutang. Akhirnya dengan adanya keseimbangan tersebut dapat diminimumkan *agency cost of debt* dalam perusahaan.

Implikasi dan Saran

Implikasi dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi dunia akademis, penelitian ini diharapkan memberikan sumbangan bukti empiris bahwa struktur kepemilikan saham yang terdiri atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional merupakan faktor penentu yang mempengaruhi kebijakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Oleh karena itu, pada mata kuliah "Investasi dan Pasar Modal" perlu diadakan pratikum pasar modal sehingga para mahasiswa semakin mengenal kegiatan pasar modal untuk menambah pengetahuan dan bekal saat terjun di dunia kerja – sebagai investor, kreditor, manajer.
2. Bagi dunia usaha, penelitian ini diharapkan memberikan sumbangan bukti empiris bahwa manajemen-manajemen perusahaan manufaktur di Indonesia hendaknya mempertimbangkan faktor risiko keuangan dalam menentukan besarnya hutang dalam struktur modal perusahaan, sebab kebijakan struktur modal yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan. Dan manajemen perusahaan hendaknya berhasil mensejajarkan kepentingan dari berbagai pihak (*managerial ownership*, *institutional ownership*, *debt holders*) dan mampu melaksanakan fungsi keuangan perusahaan dengan tepat. Keberhasilan tersebut akan tercermin pada peningkatan nilai perusahaan.
3. Regulator pasar modal di Indonesia. Penelitian ini dapat memberikan masukan dalam membuat kebijakan dan regulasi terutama untuk melindungi investor dan pemegang

saham minoritas, karena kecenderungan manajer untuk mencari keuntungan sendiri (*moral hazard*) dengan mengorbankan kepentingan pihak lain.

Saran bagi penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Periode penelitian diperpanjang lebih dari dua tahun, sehingga memperoleh jumlah sampel yang lebih besar.
2. Pengembangan metodologi penelitian dan variabel penelitian sehingga memperoleh hasil penelitian yang lebih akurat serta perluasan obyek penelitian dari regional ke internasional sehingga memperoleh hasil penelitian yang lebih kreatif.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. dan C.R. Knouber. 1996. "Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 377-397.
- Agrawal, A. dan G. Madelker. 1987. "Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision". *Journal of Finance* 42: 823-837.
- Bathala, C.T., K.R. Moon, dan R.P. Rao. 1994. "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective". *Financial Management* 23: 38-50.
- Brigham, E.F. dan I.C. Gapenski. 1996. "*Intermediate Financial Management*": Fifth Edition. The dryden press: New York.
- Cooper, Donald R., Emory C. William. 1995. "*Business Research Methods*". 5th edition. Richard D. Irwin, Inc. All Rights Reserved.
- Crutchley, Claire E. dan Robert S. Hansen. 1989. "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". *Financial Management* (Winter).
- Crutchley, Claire E., Marlin R.H. Jensen, John S. Jahera, Jr. Dan Jennie E. Raymond. 1999. "Agency problems and the simultaneity of financial decision making, The role of institutional ownership". *International Review of Financial Analysis* 8: 2.
- Easterbrook, F. 1984. "Two Agency Cost Explanation of Dividends". *American Economic Review* 74: 650-659.
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. "Agency Theory: An Assesment and Review". *Academy of Management Review* 14: 1. 57-74.
- Fama, E.F. 1980. "Agency Problems and The Theory of the Firm". *Journal of Political Economy* 11: 288-307.
- Friend dan Hasbrouk. 1988. "Determinants of capital structure". *Research in Finance*, 7: 1-19.

- Friend, I. dan L. Lang. 1988. "An empirical test of the impact of managerial selfinterest on corporate capital structure". *Journal of Finance* 43: 271-281.
- Gantjowati, W. 1998. "*Hubungan antara operating cash flow dan accrual dengan return saham: Studi pada Bursa Efek Jakarta*". Thesis-UGM.
- Gujarati, Damodar. 1978. "*Ekonometrika Dasar*". Alih Bahasa: Sumarno Zain. 1995. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Harris, M. 1991. "The Theory of Capital Structure". *The Journal of Finance*. XLXI: 1. 297-355.
- Homaifar, G.J.Z. dan O. Benkato. 1994. "An Empirical Model of Capital Structure: some new Evidence". *Journal of Business Finance and Accounting* 21: 1-14.
- Husnan, S. 1994. "*Manajemen Keuangan: Edisi I*". Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Iturriaga, F.J.L. dan Sanz J.A.R. 1998. "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: a Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis". *Working Paper Universidad de Valladolid*. 1-32.
- James, O. Gill dan Moira Chatton. 1999. "*Memahami Laporan Keuangan*". Jakarta: Penerbit PPM.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg, dan T.S. Zorn. 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividen Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 247-263.
- Jensen, M. 1986. "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover". *American Economics Review* 76: 323-339.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Finance Economics* 3: 305-360.
- Johnson, S.A. 1997. "The Effect of Bank Debt on Optimal capital Structure". *Financial Management* 26: 4. 47-56.
- Kim, W. dan E. Sorenson. 1986. "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy". *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21: 131-144.
- Mehran, H. 1992. "Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure". *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27: 539-560.
- Myers, S. dan N. Majluf. 1984. "Corporate Corrowing". *Journal of Finance Economics* 5: 80-96.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, dan J.N. Rimbey. 1998. "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time series Cross-Sectional Analysis". *Finance Review* 33 (August): 85-99.

- Ross, S., R.W. Westerfield, dan J. Jaffe. 1996. "*Corporate Finance*". 5th edition. Irwin McGraw-Hill.
- Scott, W.R. 2000. "*Financial Accounting Theory*". 2nd Edition. Prentice-Hall International, Inc.
- Singarimbun, M. dan Effendi, S. 1995. *Metode Penelitian Survey*. LP3ES, Jakarta.
- Tarjo. 2003. "*Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia*". Simposium Nasional Akuntansi VI. 2003. Surabaya.
- Titman, S. dan R. Wessels. 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Finance* 43: 1-19.
- Wahidahwati. 2002. "*Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Instiusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*". Simposium Nasional Akuntansi IV IAI. 1084-1107.