

Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Adita Nafisa¹⁾ Atim Dzajuli²⁾ Djumahir²⁾

Abstract: *Debt Equity (DER) is a policy taken by the management to obtain financial resources earmarked for operational activities of the company. This research analyzes the influence of managerial ownership, institutional ownership, firm size, firm growth, free cash flow and profitability on the debt policy of the firm. A total of 39 companies were chosen as sample. Multiple-regression is used to analyze data in this study. The results showed that managerial ownership, institutional ownership, the company's growth and profitability significantly and negatively related to debt policy. The size of the company has a positive effect on debt policy and free cash flow doesn't have effect to the debt policy.*

Keywords: *Managerial Ownership, Institutional Ownership, Firm Size, Firm Growth, Free Cash Flow, Profitability, Debt Policy*

Abstrak: Kebijakan hutang (DER) merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen untuk memperoleh sumber pembiayaan yang diperuntukkan bagi aktivitas operasional perusahaan. Penelitian ini menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sebanyak 39 perusahaan digunakan sebagai sampel penelitian ini. Analisis data dalam penelitian ini menggunakan regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Ukuran perusahaan memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan hutang dan *free cash flow* tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kata Kunci: Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Kebijakan Hutang.

Suatu perusahaan pada umumnya menjalankan kegiatan operasionalnya bertujuan untuk mencari laba. Menurut Harahap (2002:16) tujuan perusahaan mencakup pertumbuhan yang terus menerus, kelangsungan hidup, dan kesan positif di mata publik. Dalam menjalankan usaha tersebut tentu diperlukan dana dan modal yang sangat besar sehingga

perusahaan dapat meminjamnya di bank atau badan usaha lainnya.

Struktur modal merupakan salah satu keputusan strategis yang harus diambil oleh para manajemen perusahaan dimana masalah utama yang berkaitan dengan struktur modal adalah sumber pendanaan. Salah satu sumber pendanaan pada perusahaan adalah menggunakan hutang.

¹⁾ Postgraduate Student Program of Economy Faculty and Busines, University of Brawijaya, East Java, Indonesia

²⁾ Lecturer Program of Economy Faculty and Business, University of Brawijaya, East Java, Indonesia

Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru. Babu dan Jain (1998) menyatakan bahwa terdapat empat alasan mengapa perusahaan lebih suka menggunakan hutang daripada saham baru, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga, (2) biaya transaksi pengeluaran hutang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru, (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan hutang daripada pendanaan saham, (4) kontrol manajemen lebih besar adanya hutang baru daripada saham baru.

Menurut *trade off theory* bahwa semakin tinggi hutang maka semakin tinggi beban kebangkrutan yang ditanggung perusahaan. Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan. Semakin besar hutang, semakin besar pula kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban tetap berupa bunga dan pokoknya. Risiko kebangkrutan akan semakin tinggi karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. Oleh karena itu, perusahaan harus sangat hati-hati dalam menentukan kebijakan hutangnya karena peningkatan penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaannya (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Persaingan yang semakin kompetitif, menuntut fleksibilitas manajer dalam mengantisipasi perubahan di masa datang untuk melakukan penyesuaian dan pengambilan keputusan pendanaan secara cepat dan akurat. Biro Pusat Statistik (2014) memperlihatkan bahwa beberapa tahun ini, jika dilihat dari pertumbuhan ekonomi dalam negeri, menunjukkan adanya peningkatan. Tahun 2011 pertumbuhan ekonomi dalam negeri meningkat sebanyak 6,5 persen yaitu mencapai Rp 2.463,2 triliun,

tahun 2012 meningkat sebanyak 6,23 persen yaitu mencapai Rp 2.618,1 triliun, tahun 2013 meningkat sebesar 5,78 persen yaitu mencapai Rp 2.770,3 triliun. Sektor Industri merupakan salah satu penyumbang yang besar dalam pertumbuhan ekonomi tersebut.

Sektor industri dapat digambarkan dengan menggunakan salah satu metode yaitu pengamatan terhadap perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat diketahui bahwa variabel kebijakan hutang yang diprosikan dengan DER (*debt to equity ratio*) tahun 2009-2013 berfluktuasi dari tahun ke tahun. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1. Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Tahun 2009-2013

Var.	Tahun				
	2009	2010	2011	2012	2013
DER	2.457	1.624	1.240	0.810	0.674

Sumber: ICMD (Data diolah)

Berdasarkan Tabel 1 di atas rata-rata DER perusahaan manufaktur selama tahun 2009 sampai dengan tahun 2013 mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi hutang untuk membiayai aktiva cenderung berubah tiap tahunnya tergantung dari keputusan manajer dan pemegang saham. Brigham dan Houston (2006:40) menyatakan dalam *signaling theory* bahwa perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang.

Shaheen dan Malik (2012) melakukan kajian tentang pengaruh faktor-faktor penentu pembiayaan hutang pada perusahaan tekstil di Pakistan. Tujuan penelitiannya adalah mengkaji tiga variabel

independen yaitu intensitas modal, ukuran perusahaan dan profitabilitas sedangkan variabel dependen yang dikaji yaitu pembiayaan hutang. Studi ini menyimpulkan bahwa proporsi pembiayaan hutang dalam struktur modal dipengaruhi oleh profitabilitas, ukuran dan intensitas modal perusahaan.

Bermula dari hasil kajian empiris tersebut, penelitian ini berusaha mereplikasi dan mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Shaheen dan Malik (2012), namun untuk variabel intensitas modal tidak dikaji sebagai variabel independen, hal ini dikarenakan sampai dilakukan penelitian ini belum ditemukan adanya *research gap* pada variabel intensitas modal terhadap kebijakan hutang. Pengembangan variabel yang dikaji dalam penelitian ini yaitu menambahkan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan dan *free cash flow* yang ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Research Gap

Ket.	Peneliti	Temuan
Terdapat beda temuan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.	Moh'd <i>et al.</i> (1998), Fried dan Lang (1988), Putri dan Nasir (2006), & Fadah dan Novi (2008). Indahningrum dan Handayani (2009), Yenziatie dan Destriana (2010), Steven dan Lina (2011), Hardiningsih dan Oktaviani (2012), & Surya dan Rahayuningsih (2012).	Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.
Terdapat beda temuan pengaruh kepemilikan	Moh'd <i>et al.</i> (1998), & Yenziatie dan Destriana (2010).	Kepemilikan saham oleh institusional mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan

institusional terhadap kebijakan hutang.	Cruthley dan Robert (1989) & Indahningrum dan Handayani (2009). Putri dan Nasir (2006), Surya dan Rahayuningsih (2012), & Nuraina (2012).	hutang. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang adalah positif. Kepemilikan saham oleh institusi tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.
Terdapat beda temuan pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang.	Homaifar <i>et al.</i> (1994), Lopez dan Francisco (2008), Shaheen dan Malik (2012), Junaidi (2006), Wiliandri (2007), Surya dan Rahayuningsih (2012), & Nuraina (2012). Steven dan Lina (2011).	Ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.
Terdapat beda temuan pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang.	Sayilgan <i>et al.</i> (2006) & Yenziatie dan Destriana (2010). Heyman <i>et al.</i> (2007). Ramlall (2009), Indahningrum dan Handayani (2009), Steven dan Lina (2011), & Surya dan Rahayuningsih (2012).	Peluang pertumbuhan perusahaan berhubungan positif signifikan terhadap <i>leverage/</i> tingkat hutang perusahaan. Peluang pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>debt ratio</i> . <i>Growth</i> tidak berpengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan.
Terdapat beda temuan pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap kebijakan	Jensen dan Meckling (1986).	Perusahaan dengan <i>free cash flow</i> besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai IOS

hutang.		rendah.
	Jaggi dan Gul (1999).	Hubungan positif antara <i>free cash flow</i> dengan kebijakan hutang adalah signifikan.
	Indahningrum dan Handayani (2009).	<i>Free cash flow</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.
	Putri dan Nasir (2006).	<i>Free cash flow</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
	Hardiningsih dan Oktaviani (2012).	<i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap hutang.

Lanjutan Tabel 2. Research Gap

Keterangan	Peneliti	Temuan
Terdapat beda temuan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang.	Moh'd <i>et al.</i> (1998), Ozkan (2001), Sayilgan <i>et al.</i> (2006), Heyman <i>et al.</i> (2007), & Shaheen dan Malik (2012).	Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> .
	Ramlall (2009).	Variabel profitabilitas tidak berpengaruh terhadap <i>leverage</i> .
	Indahningrum dan Handayani (2009), Yeniatie dan Destriana (2010), Steven dan Lina (2011), & Surya dan Rahayuningsih (2012).	Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
	Hardiningsih dan Oktaviani (2012).	Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut di atas menunjukkan bahwa terjadi kontradiksi antara peneliti satu dengan lainnya. Hal ini menjadi alasan dengan menguji kembali variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas pengaruhnya terhadap kebijakan hutang.

METODE PENELITIAN

Hipotesis Penelitian:

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Jensen *et al.* (1992) menyimpulkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap tingkat *debt*. Moh'd *et al.* (1998) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan (*percent insiders ownership, shareholders dispersion, dan percent institutional investors*) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Friend dan Lang (1988) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen memiliki hubungan kausal negatif dan substitusi dengan hutang. Kim dan Sorenson (1986) menjelaskan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh sebagian besar oleh manajemen, membutuhkan hutang yang lebih banyak. Putri dan Nasir (2006), Fadah dan Novi (2008) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₂: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Grief dan Zychowics (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan. Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh institusional mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif

terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Crutchley *et al.* (1999) bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang adalah positif. Indahningrum dan Handayani (2009), Yenieatie dan Destriana (2010) menyimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₃: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Penelitian yang dilakukan Homaifar *et al.* (1994), Lopez dan Sogorb (2008), Shaheen dan Malik (2012) menunjukkan hasil yang beragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Junaidi (2006), Surya dan Rahayuningsih (2012), Nuraina (2012) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₄: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Brigham dan Gapenski (1999) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar, sehingga cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Sayilgan *et al.* (2006) dalam kajiannya menyimpulkan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan berhubungan positif signifikan terhadap *leverage*. Heyman *et al.* (2007) bahwa peluang pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Ramlall (2009) menyimpulkan bahwa *growth* tidak berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan. Yenieatie dan Destriana (2010) menyimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan, berpengaruh positif secara signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan.

H₅: *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Jensen dan Meckling (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai *Investment Opportunity Set* (IOS) rendah. Jaggi dan Gul (1999) menyatakan bahwa hubungan positif antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan IOS rendah. Penelitian di Indonesia tentang pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009), menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Putri dan Nasir (2006) bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

H₆: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Moh'd *et al.* (1998), Ozkan (2001), Sayilgan *et al.* (2006), Heyman *et al.* (2007), Shaheen dan Malik (2012) dalam kajiannya menunjukkan bahwa profitabilitas, berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage ratio/debt ratio*. Penelitian di Indonesia tentang pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009), Yenieatie dan Destriana (2010), Steven dan Lina (2011) dan Surya dan Rahayuningsih (2012) menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Populasi dan Sampel: Populasi penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur dengan kriteria yang dijelaskan pada Tabel 3.

Tabel 3. Kriteria Penetapan Populasi

No.	Penetapan Populasi	Jumlah
1.	Terdaftar di BEI secara berturut-turut periode tahun 2011-2013	138
2.	Tidak memiliki kepemilikan	(89)

manajerial dan kepemilikan institusional	
Jumlah Populasi	39

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh jumlah populasi sebanyak 39 perusahaan dengan menggunakan teknik sampling jenuh. Menurut Sugiyono (2006:122) sampling jenuh merupakan teknik pengambilan sampel bila semua anggota populasi digunakan sebagai sampel.

Jenis dan Sumber Data: Jenis data yang digunakan yaitu data kuantitatif berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur periode 2011-2013. Sumber data yang digunakan yaitu data sekunder. Adapun data sekunder yang digunakan pada penelitian ini bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *Annual Report* yang diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia (BEI) di www.idx.go.id dan sumber lain yang terkait.

Teknik dan Pengumpulan Data: Teknik pengumpulan data penelitian ini menggunakan teknik dokumentasi, yaitu cara mengumpulkan data dari catatan-catatan atau dokumen yang berkenaan dengan masalah yang diteliti. Data tersebut berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI), *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD),

internet, buku dan jurnal yang dijadikan sebagai referensi yang berkaitan dengan penelitian yang dilakukan.

Metode Analisis Data: Metode yang digunakan yaitu analisis **regresi** berganda dengan program aplikasi SPSS. Analisis statistik, model regresi linear berganda adalah sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + e$$

Keterangan:

Y = Kebijakan hutang	X ₃ = Ukuran perusahaan
a = Konstanta	X ₄ = Pertumbuhan perusahaan
b = <i>Standardized coefficient beta</i>	X ₅ = <i>Free cash flow</i>
X ₁ = Kepemilikan manajerial	X ₆ = Profitabilitas
X ₂ = Kepemilikan institusional	e = <i>Standart error estimation</i>

HASIL

Hasil perhitungan analisis regresi linier berganda dilakukan dengan bantuan *Statistical Package for Social Science (SPSS) 17.0 for windows*, seperti yang ditampilkan pada Tabel 4.

Tabel 4. Rekapitulasi Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

<u>Variabel Penelitian</u>	<u>Koefisien Regresi</u>	<u>T</u>	<u>Sig.</u>	<u>Keterangan</u>
Konstanta	0,902			
Kepemilikan Manajerial (X ₁)	- 0,590	- 4,193	0,000*	<u>Signifikan</u>
Kepemilikan Institusional (X ₂)	- 0,276	- 2,738	0,007*	<u>Signifikan</u>
Ukuran Perusahaan (X ₃)	0,215	2,029	0,045*	<u>Signifikan</u>
Pertumbuhan Perusahaan (X ₄)	- 0,461	- 3,731	0,000*	<u>Signifikan</u>
<i>Free Cash Flow</i> (X ₅)	0,022	1,119	0,265	<u>Tidak Signifikan</u>
Profitabilitas (X ₆)	- 0,466	- 3,931	0,000*	<u>Signifikan</u>
R	0,564			
R Square	0,318			
F hitung	8,541			
Sig. F	0,000			
α	0,05			

Sumber: Data diolah

Berdasarkan Tabel 4 persamaan model regresi dijabarkan sebagai berikut:

$$Y = 0,902 - 0,590X_1 - 0,276X_2 + 0,215X_3 - 0,461X_4 + 0,022X_5 - 0,466X_6 + e$$

Tanda negatif pada koefisien regresi X_1 , X_2 , X_4 dan X_6 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan tanda positif pada koefisien regresi X_3 dan X_5 menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan dan *free cash flow* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Nilai konstanta sebesar 0,902 menunjukkan bahwa jika variabel-variabel independen dianggap konstan maka kebijakan hutang naik sebesar 90,2%.

Besarnya nilai koefisien korelasi berganda (R) adalah 0,564 hal ini menunjukkan bahwa besarnya hubungan antara variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas dengan kebijakan hutang sebesar 56,4%. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas memiliki tingkat keeratan yang tinggi dengan kebijakan hutang.

Daya prediksi dari model regresi (*R-square*) yang dibentuk dalam pengujian ini sebesar 0,318. Hasil ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas mempunyai kontribusi terhadap kebijakan hutang sebesar 31,8%, sedangkan sisanya 68,2% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Uji F dalam penelitian ini digunakan untuk menguji ketepatan atau keberartian

model penelitian. Berdasarkan hasil penelitian diperoleh nilai F sebesar 8,541 dengan nilai probabilitas sebesar 0,000 dan signifikan pada alpha (α) sebesar 5% (0,05). Hal ini mempunyai makna bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas layak untuk menjelaskan kebijakan hutang.

Berdasarkan Tabel 3 dapat dijelaskan bahwa besarnya nilai t_{hitung} untuk variabel kepemilikan manajerial (X_1) adalah -4,193 dengan nilai koefisien sebesar -0,590 dan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari signifikan statistik pada $\alpha = 5\%$, sehingga menolak H_0 yang artinya bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya semakin banyak kepemilikan saham oleh manajerial akan menurunkan kebijakan hutang sebesar 59%.

Cara yang sama digunakan untuk melihat variabel kepemilikan institusional (X_2), ukuran perusahaan (X_3), pertumbuhan perusahaan (X_4), *free cash flow* (X_5), profitabilitas (X_6) yaitu berturut-turut: X_2 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, X_3 memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang. X_4 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, X_5 tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang, X_6 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

PEMBAHASAN

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan yang signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini mengindikasikan bahwa proporsi kepemilikan saham oleh manajer dan komisaris mempengaruhi kebijakan hutang

di dalam perusahaan. Selain itu signifikansinya atau pengaruhnya bersifat negatif, yang artinya bahwa setiap kenaikan presentase kepemilikan saham oleh manajer dan komisaris maka akan menurunkan kebijakan hutang perusahaan-nya. Hal ini sejalan dengan *Agency Theory* yang berkaitan dengan hutang. Apabila kepemilikan manajerial dinaikkan maka manajer yang semakin ikut memiliki perusahaan akan mempertimbangkan tindakan oportunistiknya dan akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan pendanaan perusahaan berupa hutang.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd *et al.* (1998) bahwa struktur kepemilikan (*percent insiders ownership, shareholders dispersion, dan percent institutional investors*) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Selain itu juga mendukung penelitian Fried dan Lang (1988) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen memiliki hubungan kausal negatif dan substitusi dengan hutang. Mendukung pula penelitian Jensen *et al.* (1992) bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap tingkat *debt*. Begitu pula Putri dan Nasir (2006), Fadah dan Novi (2008) bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh *insider*.

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa kepemilikan insitusional mempunyai hubungan yang signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini mengindikasikan bahwa proporsi

kepemilikan saham oleh institusi mempengaruhi kebijakan hutang di dalam perusahaan. Selain itu, kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang bersifat negatif, artinya bahwa setiap kenaikan presentase kepemilikan saham oleh institusi maka akan menurunkan kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini juga dapat dijelaskan bahwa ketika suatu perusahaan dikuasai oleh investor institusional dalam jumlah atau tingkatan yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuasaan yang besar pada institusional investor tersebut. Kekuasaan yang besar pada kepemilikan institusional ini mengakibatkan munculnya kontrol yang ketat pula terhadap manajer sehingga tindakan pencarian pendanaan perusahaan oleh pihak eksternal yaitu berupa hutang akan semakin ditekan dan dikendalikan.

Grief dan Zychowics (1994) juga menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajemen dan memaksa manajemen untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost*.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd *et al.* (1998) dan Friend dan Lang (1988) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh institusional mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang. Sejalan juga dengan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Yeniatie dan Destriana (2010), menyimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh

institusi mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

3. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini mengindikasikan bahwa besar kecilnya perusahaan yang dihitung melalui logaritma natural total aktiva mempengaruhi keputusan kebijakan hutang pada perusahaan. Selain itu, Hasil analisis juga menunjukkan bahwa hubungan signifikansi antara ukuran perusahaan dan kebijakan hutang bersifat positif, yang artinya bahwa setiap kenaikan presentase ukuran perusahaan maka akan menaikkan pula kebijakan hutang perusahaannya.

Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan dalam besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara, antara lain dengan total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan stabilitas penjualan (Hol dan Wijst, 2006). Penentuan ukuran perusahaan ada juga didasarkan pada total asset perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Homaifar *et al.* (1994), Lopez dan Sogorb (2008), Shaheen dan Malik (2012) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif

signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Junaidi (2006), Wiliandri (2007), Surya dan Rahayuningsih (2012), Nuraina (2012) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

4. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan yang signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini mengindikasikan bahwa tumbuh kembang suatu perusahaan mempengaruhi kebijakan hutangnya. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan yang bersifat negatif terhadap kebijakan hutang, dengan kata lain, setiap kenaikan presentase pertumbuhan perusahaan maka akan menurunkan kebijakan hutang perusahaan.

Perusahaan berkinerja baik berarti bahwa perusahaan tersebut bisa menghasilkan keuntungan atau nilai tambah sehingga nilai aktiva yang dimiliki menjadi meningkat dan berarti perusahaan mempunyai tingkat pertumbuhan yang baik pula. Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran kinerja perusahaan yang dicapai dalam melakukan investasi dan kegiatan usaha, sehingga semakin besar tingkat pertumbuhan perusahaan seharusnya semakin mampu perusahaan tersebut mencukupi kebutuhan dananya. Pertumbuhan penjualan mencerminkan tingkat produktivitas terpasang yang siap beroperasi serta kapasitas saat ini yang dapat diserap pasar dan mencerminkan daya saing perusahaan dalam pasar. Jadi, semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin tinggi pula penerimaan perusahaan. Perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi. Sesuai dengan *teori*

pecking order, perusahaan yang pertumbuhannya tinggi berarti mempunyai sumber internal yang mencukupi untuk kegiatannya, sehingga perusahaan akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu kemudian hutang dan saham sebagai pilihan terakhir.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd *et al.* (1998) dan Bathala *et al.* (1994) yang menyatakan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dengan rasio hutang perusahaan. Berikutnya kajian yang dilakukan oleh Heyman *et al.* (2007) menyatakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap debt ratio.

5. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa hubungan signifikansi antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang bersifat positif, yang artinya bahwa setiap kenaikan presentase *free cash flow* maka akan menaikkan pula kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan ketika *free cash flow* perusahaan untuk aktivitas operasi tinggi maka manajer akan meningkatkan pembiayaan dananya melalui hutang. Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial pula diperoleh bukti bahwa *free cash flow* mempunyai hubungan yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini mengindikasikan hubungan tingginya *free cash flow* akan meningkatkan kebijakan hutang perusahaan tidak berpengaruh secara langsung.

Dalam *Pecking Order Theory* dijelaskan bahwa perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya, sehingga jika perusahaan mempunyai dana internal yang cukup maka perusahaan tidak

akan menggunakan dana eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya. *Free cash flow* merupakan dana lebih yang dimiliki perusahaan setelah perusahaan telah memenuhi semua kebutuhan dana untuk investasi dan kegiatan operasionalnya. Perusahaan mempunyai *free cash flow* yang tinggi bisa dikatakan bahwa perusahaan mempunyai dana internal berlebih yang belum digunakan untuk investasi dan aktivitasnya, sehingga perusahaan akan semaksimal mungkin memanfaatkan dana internal tersebut untuk mencukupi kebutuhannya.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menyimpulkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap hutang.

6. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER). Artinya setiap kenaikan kemampuan perusahaan maka akan menurunkan kebijakan hutangnya. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik dan berprospek baik. Menurut Weston dan Brigham (1998: 713), perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan yang

pertama yaitu laba ditahan kemudian hutang (Sartono, 2001).

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial pula diperoleh bukti bahwa profitabilitas mempunyai nilai signifikan yang artinya profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menghasilkan laba yang lebih besar, cenderung memiliki pos laba ditahan besar. Sehingga semakin besar laba ditahan yang dimiliki perusahaan, maka akan semakin besar kebutuhan dananya akan terpenuhi dari internal. Pengurangan penggunaan dana dari pos hutang, akan mampu menurunkan tingkat hutang yang dimiliki perusahaan.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd *et al.* (1998), Ozkan (2001), Sayilgan *et al.* (2006) dan Heyman *et al.* (2007), Shaheen dan Malik (2012) dalam kajiannya menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage ratio/debt ratio*. Hasil yang sama dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009), Yenieatie dan Destriana (2010), Steven dan Lina (2011) dan Surya dan Rahayuningsih (2012) bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya dengan adanya kepemilikan manajerial, manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai hutang. Dengan demikian manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak

mungkin bertindak opportunistik dikemudian hari dan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang.

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya ketika suatu perusahaan dikuasai oleh institusional investor dalam jumlah atau tingkatan yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuasaan yang besar pada institusional investor tersebut. Kekuasaan yang besar pada kepemilikan institusional ini mengakibatkan munculnya kontrol yang ketat pula terhadap manajer sehingga tindakan pencarian pendanaan perusahaan oleh pihak eksternal yaitu berupa hutang akan semakin ditekan dan dikendalikan.

Ukuran perusahaan memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang. Artinya, perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur.

Free cash flow tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang. Artinya perusahaan mempunyai *free cash flow* yang tinggi bisa dikatakan bahwa perusahaan mempunyai dana internal berlebih yang belum digunakan untuk investasi dan aktivitasnya, sehingga perusahaan akan semaksimal mungkin memanfaatkan dana internal tersebut untuk mencukupi kebutuhannya.

Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya perusahaan yang mempunyai

profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik dan berprospek baik. Dengan kinerja yang baik, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang.

SARAN

Dalam pelaksanaan operasi, perusahaan sebaiknya mengurangi proporsi pendanaan dari hutang sehingga dapat mengurangi *financial distress*, karena pendanaan dari hutang perusahaan menyebabkan *financial distress* dan *agency cost* lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari beban bunga utang, akibatnya perusahaan sangat rentan terhadap gejolak perekonomian.

Perusahaan juga sebaiknya meningkatkan *firm size* dan *growth* supaya lebih memiliki arus kas yang lebih stabil yang dapat mengurangi risiko dari penggunaan utang agar dapat menghindari risiko kebangkrutan di masa mendatang.

Perlunya perluasan penyebaran kepemilikan saham sehingga dapat tercapai kepemilikan mayoritas yang independen dengan manajemen sesuai dengan peraturan yang ada, yang pada akhirnya mengurangi praktek-praktek yang tidak sehat yang dapat merugikan pemegang saham minoritas.

Penelitian selanjutnya perlu mengembangkan penelitian ini dengan memperluas sampel penelitian pada sektor industri yang lainnya sehingga dapat mencerminkan kondisi industri di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

Babu, S., dan Jain, P.K. 1998. Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis with Reference to Capital Structure Practices in India. *Journal of Financial Management & Analysis*. Vol. 11, Issue. 2, P. 63-74.

Bathala, C.T., Moon, K.P., dan Rao, R.P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and

the Impacts of Institutional Holding: An Agency Perspective. *Financial Management*. Vol. 23, No. 3, P. 28-50.

Biro Pusat Statistik (www.bps.go.id)

Brigham, E.F., dan Houston, J.F. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto. Salemba Empat: Jakarta.

Brigham, E.F., dan Daves, P.R. 2007. *Intermediate Financial Management. Ninth Edition*. South Western Thomson Corporation: USA.

Brigham, E.F., dan Gapenski, L.C. 1999. *Intermediate Financial Management. Fifth Edition*. The Dryden Press: New York.

Bursa Efek Indonesia (www.idx.go.id)

Crutchley, C.E., Jensen, M.R., Jahera, J.S., Raymond, J.E. 1999. Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 8, Issue. 2, P. 177-197.

Fadah, I., dan Novi, R.A. 2008. Interdependensi Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial: Perspektif Teori Keagenan. *National Conference on Management Research*. P.1-18.

Friend, I., dan Lang, H.P. 1988. An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*. Vol. 43, P. 271-282.

Grief, P., dan Zychowicz, E. 1994. Institutional Investors, Coporate Discipline, and The Role of Debt. *Journal of Economics and Business*. Vol. 46, P. 1-11.

Hardiningsih, P., dan Oktaviani, R.M. 2012. Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Teory dan Pecking Order Teory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*. Vol. 1, P. 11-24.

Heyman, D., Deloof, M., Ooghe, H. 2007. The Financial Structure of Private Held Belgian Firm. *Small Business Economics*. Vol. 30, Issue. 3, P. 301-313.

- Homaifar, G., Zietz, J., Benkato, A. 1994. An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 21, Issue. 1, P. 1-14.
- Husnan, S. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. UPP STIM YKPN: Yogyakarta.
- Indahningrum, R.P., dan Handayani, R. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 11, No. 3, P. 189-207.
- Jaggi, B., dan Gul, F.A. 1999. An Analysis of Joint Effect of Investment Opportunity Set, Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative and Accounting*. Vol. 12, Issue. 4, P. 371-381.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., dan Zorn, T.S. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27, P. 247-263.
- Jensen, M.C., dan Meckling, W.H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4, P. 305-360.
- Jensen, M.C., dan Meckling, W.H. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76, No. 2, P. 323-329.
- Junaidi. 2006. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory dengan Variabel Kontrol Dividend Payout Ratio, Ukuran Perusahaan, Assets Structure, dan Risiko Bisnis. *Tesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
- Kim, W.S., dan Sorensen, E.H. 1986. Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21, No. 2, P. 131-144.
- Lopez, J., dan Sogorb, F. 2008. Testing Trade-Off and Pecking Order Theories Financing SMEs. *Small Business Economics*. Vol. 31, Issue. 2, P. 117-136.
- Mamduh. M.H. 2004. *Manajemen Keuangan*. BPFE: Yogyakarta.
- Megginson, W.L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., dan Rimbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*. Vol. 33, P. 85-98.
- Munawir, S. 2004. *Analisa Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. Liberty: Yogyakarta.
- Nuraina, E. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*. Vol. 19, No. 19, P. 110-125.
- Ozkan, A. 2001. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 28, No. 1, P. 175-198.
- Putri, I.F., dan Nasir, M. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Ramlall, I. 2009. Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 31, P. 83-92.

- Riyanto, B. 2008. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Cetakan Ke-8. BPFE: Yogyakarta.
- Ross, S.A., Radolph, W., dan Bradford, D.J. 2000. *Fundamentals and Corporate Finance*. Fifth Edition. Irwin McGraw-Hill: Boston.
- Saidi. 2004. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 11, No. 1.
- Sartono, Agus. 2001. Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership) Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory). *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 2, No. 6, P. 107-119.
- Sayilgan, G., Karabacak, H., dan Kucukkocaoglu, G. 2006. The Firm-Specific Determinants Of Corporate Capital Structure (Evidence From Turkish Panel Data). *Investment Management and Financial Innovations*. Vol. 3, Issue. 3.
- Schroeder, R.G., Clark, M.W., dan Cathey, J.M. 2001. *Financial Accounting Theory and Analysis-Text Cases and Readings*. Seventh Edition. John Wiley & Sons, Inc: New York.
- Shaheen, S., dan Malik, Q.A. 2012. The Impact of Capital Intensity, Size of Firm And Profitability on Debt Financing In Textile Industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol. 3, No. 10.
- Steven dan Lina. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13, No. 3, P. 163-181.
- Sugiyono. 2006. *Statistik Untuk Penelitian*. PT. Alfa Beta: Bandung.
- Sujoko, dan Soebiantoro, U. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9, No. 1, P. 41-48.
- Surya, D., dan Rahayuningsih, D.A. 2012. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis & Akuntansi*. Vol. 14, No..3.
- Suwito, E., dan Herawati, A. 2005. Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Tindakan Perataan Laba yang Dilakukan oleh Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. P. 136-146.
- Taswan. 2003. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-Faktor yang mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 10, No. 2, P. 162-181.
- Van Horne, J.C., dan Wachowicz, J.M. 1997. *Fundamentals of Financial Management*. Edisi 12 Alih bahasa Dewi Fitriyani dan Deny Arnos Kwary. Penerbit Salemba Empat: Jakarta.
- Weston, J.F., dan Brigham, E.F. 1998. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama Alih Bahasa Jaka Wasana. Binarupa Aksara: Jakarta.
- Wiliandri, R. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Go Public di BEJ (Pendekatan Teori Keagenan). *Tesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
- Yeniatie, dan Destriana, N. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non-Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 12, No. 1, P. 1-16.