

# **PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DAN KEPEMILIKAN PUBLIK TERHADAP KEBIJAKAN UTANG**

## **(Studi pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2009)**

Muhammad Arfan  
**FE Universitas Syiah Kuala**  
Email: arfan\_was@yahoo.com

Tania Febrina  
**KAP Osman Bing Satrio dan Rekan Jakarta**  
Email: febrinatania@gmail.com

### **ABSTRACT**

*The purpose of this research is to examine the influence of managerial ownership, institutional ownership, and public ownership on debt policy. This research is focused on non-financial companies listed in Bursa Efek Indonesia for period 2007-2009. The research type used is verificative or hypothesis testing research using census method. The target population of this research are listed companies from non-financial sector which have a complete data for all variables. After being selected, there are 279 firms-years as target population. The analysis method used to test the hypothesis is multiple regression analysis. The results show that (1) Simultaneously, managerial ownership, institutional ownership, and public ownership have influence on debt policy, (2) managerial ownership has negative influence on debt policy, (3) institutional ownership has positive influence on debt policy, and (4) public ownership has positive influence on debt policy.*

**Keywords:** *debt policy, managerial ownership, institutional ownership, public ownership*

### **1. PENDAHULUAN**

Kelangsungan hidup perusahaan dan kesempatan berkembangnya dalam iklim persaingan yang semakin ketat dan kompetitif membutuhkan ketersediaan dana dan akses terhadap sumber daya yang memadai. Ketersediaan dana perusahaan dapat diperoleh dari sumber internal maupun sumber eksternal. Dana yang berasal dari sumber internal adalah laba ditahan dan dana yang berasal dari sumber eksternal adalah utang dan penjualan saham bagi perusahaan yang *go public*.

Pada dasarnya pendanaan internal merupakan sumber pendanaan yang paling aman bagi perusahaan (Adrianto, 2005). Namun, pendanaan

internal juga akan mengurangi pengawasan dan kemungkinan dana tersebut tidak tersedia juga besar (Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992). Oleh karena itu, perusahaan dapat menggunakan sumber pendanaan dari eksternal sebagai alternatif sumber pendanaan perusahaan yaitu berupa utang dan dana yang diperoleh dari penjualan saham.

Utang adalah sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari para kreditor, dan ini tergambar di neraca perusahaan. Pembayaran bunga kepada para kreditor atas utang yang dipinjam perusahaan harus didahulukan sebelum dividen dibagikan kepada para pemegang saham. Oleh karena itu, para pemegang saham dan calon pemegang saham sangat menaruh perhatian pada jumlah

utang, serta kemampuan perusahaan membayar bunga dan pinjaman pokok (Syamsuddin,2004:53).

Keputusan mengenai seberapa besar perusahaan menggunakan utang relatif terhadap ekuitas pemegang saham dalam neraca perusahaan dinamakan dengan kebijakan utang. Kebijakan utang diukur dengan membandingkan antara total utang dengan total ekuitas pemegang saham (*debt*

*to equity ratio-DER*). Semakin besar nilai kebijakan utang, maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan sangat bergantung pada utang dalam mendanai aktivitas operasinya. Pada Tabel 1 disajikan daftar total utang dan total ekuitas pemegang saham, serta DER beberapa perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009.

**Tabel 1.** Passiva dan DER (Debt to Equity Ratio) Perusahaan

No.	Nama Perusahaan	Total Utang (2009) dalam Rp	Total Ekuitas (2009) dalam Rp	DER
1	PT. Akbar Indo Makmur Stimec, Tbk	161.792.827.974	20.783.052.314	778,48%
2	PT. Astra Otoparts, Tbk	1.262.292.000.000	3.208.778.000.000	39,34%
3	PT. Bukit Darma Property, Tbk	228.060.356.892	632.845.322.281	36,04%
4	PT. FKS Multi Agro, Tbk	406.766.947.693	150.618.229.125	270,06%
5	PT. Hotel Sahid Jaya Internasional, Tbk	417.340.973.107	293.218.240.519	142,33%

**Sumber:** Data Diolah (2011)

Berdasarkan Tabel 1 perusahaan telah melakukan *public* dengan menawarkan sahamnya ke publik, akan tetapi pendanaan perusahaan tidak sepenuhnya menggunakan modal saham dan pada kenyataannya penggunaan pendanaan melalui utang masih tetap merupakan opsi yang menarik. Ini menandakan bahwa perusahaan masih mencari perpaduan penggunaan utang terhadap modal saham sampai mencapai titik yang optimal. Perpaduan tersebut bertujuan untuk mencari sumber pendanaan eksternal yang aman dan menguntungkan bagi perusahaan. Perusahaan akan terus mengakomodasi utang dan modal saham sampai mencapai titik optimal agar bisa menghasilkan laba yang maksimal.

Kebijakan penggunaan utang mempunyai manfaat dan biaya tersendiri. Faktor pajak mendorong perusahaan meningkatkan utangnya dan *financial distress* yang mendorong perusahaan untuk membatasi utangnya. Pajak dapat mendorong perusahaan meningkatkan utangnya. Hal ini dapat dilihat dari jumlah pembayaran bunga kepada para kreditor, dimana pembayaran bunga dapat mengurangi pajak perusahaan. Pembatasan

utang yang didorong oleh faktor *financial distress* berkaitan dengan berkurangnya kesempatan investasi perusahaan karena sebagian aset-asetnya digunakan untuk membayar utang perusahaan (Adrianto,2005).

Jadi, perusahaan harus mampu menyeimbangkan biaya dan manfaat yang timbul dari penggunaan utang. Hal ini menunjukkan bahwa setiap manfaat pajak dari setiap penambahan utang sama besarnya dengan kenaikan biaya kebangkrutan atas penambahan utang itu sendiri (Jensen dan Meckling,1976).

Ada beberapa faktor yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan utang, diantaranya kepemilikan manajerial (Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992; Mehran, 1992;Wahidahwati, 2002; Arimoerti, 2003; Joher, Mohd, dan Nasrul, 2006; Hasan, Jinnah, dan Butt,2009), kepemilikan institusional (Wahidahwati, 2002; Arimoerti, 2003; Joher, Mohd, dan Nasrul., 2006; Hasan, Jinnah, dan Butt, 2009), dan kepemilikan publik (Mehran, 1992). Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik merupakan struktur kepemilikan yang ada di perusahaan.

Struktur kepemilikan ini timbul karena adanya penjualan saham yang dilakukan oleh perusahaan, yaitu dengan cara menawarkan sahamnya kepada para investor.

Dengan menawarkan sahamnya kepada para investor, perusahaan akan mendapatkan dana yang lebih besar untuk melakukan perluasan usaha dan melakukan kegiatan-kegiatan lainnya yang menguntungkan. Penawaran saham ini juga menyebabkan terpisahnya fungsi kepemilikan dan fungsi pengendalian di perusahaan, sehingga akan menyebabkan perusahaan harus memilih seorang agen untuk dapat mengelola perusahaan. Hal ini disebabkan pemegang saham yang jumlahnya banyak tidak dapat berpartisipasi secara aktif dalam kegiatan harian perusahaan (Bodie, Kane, dan Marcus, 2006:9). Jika dikaitkan dengan teori keagenan, manajer adalah *agent* (agen) yang ditunjuk oleh *principal* (pemegang saham) untuk menjalankan perusahaan.

Namun, terpisahnya fungsi kepemilikan dan pengendalian ini akan menyebabkan timbulnya masalah keagenan di dalam perusahaan. Permasalahan keagenan ini muncul karena para manajer sebagai agen dari pemegang saham kemungkinan hanya mengejar keinginan atau kepentingan mereka sendiri, serta perbedaan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (Bodie, Kane, dan Marcus, 2006:9). Manajer akan lebih cenderung untuk meningkatkan kekayaannya dan juga meningkatnya perilaku *opportunistic* dari manajer tersebut karena mereka mendapatkan manfaat penuh dari fungsi pengendalian yang mereka pegang walaupun mereka hanya mengeluarkan biaya yang sedikit (Jansen dan Meckling, 1976) dan ini berbanding terbalik dengan keinginan para pemegang saham yang menginginkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan para pemegang saham.

Mekanisme untuk mengatasi masalah keagenan yang timbul karena adanya pemisahan fungsi ini adalah (1) skema kompensasi mengaitkan penghasilan manajer dengan keberhasilan perusahaan, (2) dewan komisaris bisa saja memberhentikan tim manajemen jika mereka

mempunyai kinerja buruk, dan (3) pihak eksternal seperti analis sekuritas dan investor institusi yang besar seperti dana pensiun mengawasi perusahaan dengan ketat dan membuat manajer yang memiliki kinerja yang buruk menjadi tidak nyaman (Bodie, Kane, dan Marcus, 2006:9). Namun, pengawasan yang dilakukan tersebut dapat menimbulkan biaya yang disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*) (Jensen dan Meckling, 1976).

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan, yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan saham oleh manajemen akan menyejajarkan kepentingan pemegang saham dan kepentingan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya bagian dari kepemilikan manajemen terhadap saham yang ada di perusahaan akan mengakibatkan terdapatnya masalah pertentangan. Pemungutan suara dan pengambilalihan perusahaan akan gagal jika manajer memiliki kepentingan pengendalian di perusahaan. Manajer juga tidak akan mau menginvestasikan terlalu banyak kekayaan pribadi mereka untuk menghindari peningkatan biaya dari kekayaan pribadi mereka yang tidak bisa didiversifikasi. Penggunaan utang yang cukup signifikan akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan dan risiko kebangkrutan yang tidak bisa didiversifikasi dari kekayaan manajer itu sendiri (Fama, 1980; Bathala, Moon, dan Rao, 1994).

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen, Solberg, dan Zorn (1992), Wahidahwati (2002), Joher, Mohd, dan Nasrul, (2006), dan juga Hasan, Jinnah, dan Butt (2009) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini menunjukkan bahwa jumlah kepemilikan manajerial akan membuat perusahaan memilih menggunakan utang yang sedikit. Penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Madelkar (1987), Mehran (1992), dan juga Arimoerti (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kebijakan utang. Manajemen perusahaan berpendapat bahwa peningkatan utang dapat meningkatkan harga saham perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Manan

(2004) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang.

Alternatif lain untuk mengurangi biaya keagenan adalah adanya investor institusional sebagai *monitoring agent*. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, sehingga akan mendorong pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajemen (Mohd'd *et al*, 1998 dalam Manan, 2004).

Beberapa penelitian yang menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang menemukan hasil yang berbeda-beda. Penelitian Bathala, Moon, dan Rao, (1994), dan juga Wahidahwati (2002) menemukan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional sebagai salah satu alat bagi pengawasan terhadap perilaku para manajer akan membuat manajer bekerja untuk kepentingan para pemegang saham, dan kepemilikan institusional dapat menggantikan peranan utang sebagai salah satu alat pengawasan yang efektif. Penelitian yang dilakukan oleh Joher, Mohd, dan Nasrul (2006) dan juga Hasan, Jinnah, dan Butt (2009) menemukan hal yang berbeda dimana hasil-hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Penelitian ini menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan saham institusional yang besar akan memiliki pengawasan yang besar sehingga perusahaan akan memakai pendanaan dari utang untuk mendisiplinkan perilaku *opportunistic* manajer dalam mengambil keputusan strategis. Faisal (2003) menemukan bahwa variabel struktur kepemilikan yang paling dominan mempengaruhi kebijakan utang adalah kepemilikan institusional.

Faktor lain yang juga dapat mempengaruhi kebijakan utang adalah kepemilikan publik. Kepemilikan publik sebagai salah satu variabel dalam struktur kepemilikan perusahaan juga mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Handayani (2007) menemukan bahwa kepemilikan publik mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Jumlah kepemilikan publik di perusahaan juga disebut dengan kepemilikan minoritas, dan perlindungan terhadap perlindungan minoritas ini telah diperkuat dengan adanya Undang-Undang No. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas yang tidak membatasi hak pemegang saham memperoleh hak suara, sehingga manajer akan selalu mempertimbangkan kepentingan pemegang saham minoritas (publik) dalam mengambil keputusan. Mehran (1992) menemukan bahwa kepemilikan publik mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan.

Penelitian ini memfokuskan pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2009. Penelitian ini hanya mengambil perusahaan nonkeuangan saja karena data menunjukkan bahwa perusahaan keuangan mempunyai struktur kepemilikan manajerial yang sangat sedikit bila dibandingkan dengan perusahaan nonkeuangan (Manan, 2004). Pemilihan tahun dari tahun 2007-2009 disebabkan karena berfluktuasinya kebijakan utang perusahaan setiap tahun, sehingga jika diambil data perusahaan satu tahun saja tidak menggambarkan variabel yang diteliti dalam penelitian ini.

Berdasarkan pemaparan latar belakang tersebut ditemukannya hasil yang berbeda-beda mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan, sehingga memotivasi peneliti untuk menguji kembali hasil-hasil tersebut. Penelitian ini hanya fokus pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2009.

## 2. KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

### Kajian Pustaka

#### a. Teori Keagenan

Teori keagenan muncul karena adanya pemisahan kekuasaan antara *principal* (pemegang saham) dan agennya (manajer). Agen adalah orang-orang yang diotorisasi atau diberi wewenang oleh orang lain, yang disebut sebagai *principal*, untuk bertindak atas nama orang tersebut (Van Horne dan Wachowicz, 2005:7). Sebelumnya, Jensen dan Meckling (1976) telah menyatakan bahwa teori keagenan adalah hubungan antara satu kelompok pemberi kerja dan penerima tugas untuk melaksanakan pekerjaan. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing.

*Principal* (pemegang saham) menyediakan fasilitas untuk menjalankan perusahaan, sedangkan agen (manajer) mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang ditugaskan oleh para *principal* kepadanya. Untuk kepentingan tersebut *principal* akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus, dan berbagai kompensasi lainnya.

Untuk memastikan agen bertindak untuk kepentingan pemegang saham, maka agen harus diberikan insentif untuk setiap pekerjaan yang dilakukannya, dan keputusan yang mereka buat juga harus selalu dimonitor oleh para pemegang saham. Insentif biasanya berbentuk rencana kompensasi eksekutif dan penghasilan tambahan (Keown *et al.*, 2004:55). Menurut Brigham dan Houston (2004:21) beberapa hal yang dapat memotivasi manajer untuk bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham adalah kompensasi manajerial, intervensi langsung yang dilakukan oleh para pemegang saham, ancaman akan pemecatan, dan ancaman pengambilalihan.

#### b. Kebijakan Utang

Munawir (2004:18) menyatakan utang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana utang merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Posisi utang di

perusahaan mengindikasikan jumlah dana dari pihak lain yang digunakan untuk menghasilkan laba. Ketika perusahaan menggunakan utang, risiko yang timbul adalah ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kontrak pembayaran utangnya dan bisa membuat perusahaan menjadi bangkrut karena hak kreditor harus dipenuhi sebelum laba di distribusikan kepada pemegang saham (Gitman, 2006:62).

Kebijakan utang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan, dimana kebijakan utang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan.

Kebijakan utang umumnya diukur dengan menggunakan DER dengan melibatkan semua komponen utang baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang. Tujuannya adalah untuk mengukur bauran dana dalam neraca dengan membuat perbandingan antara dana yang berasal dari pinjaman/utang dan yang berasal dari pemilik/ekuitas (Walsh, 2003:118). Rasio ini digunakan karena baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang sama-sama penting di perusahaan. Perusahaan memandang utang kepada pemasok merupakan utang riil dan sama pentingnya dengan utang kepada bank.

### Kerangka Pemikiran

#### a. Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Utang

Kepemilikan manajerial (*insiders ownership*) merupakan jumlah saham yang dimiliki atau dikendalikan oleh pihak manajerial perusahaan (Domash, 2009:363). Semakin besar kepemilikan manajerial atas saham perusahaan akan membawa pada masalah pertahanan. *Voting* dan pengambilalihan akan gagal jika manajer mengendalikan kepentingan dari perusahaan, selain itu manajer juga tidak akan mau menginvestasikan terlalu banyak kekayaan pribadi mereka di perusahaan. Hal ini dilakukan manajer untuk menghindari peningkatan biaya

dari kekayaan pribadi mereka yang tidak bisa didiversifikasi. Penggunaan utang yang cukup signifikan akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan dan risiko kebangkrutan yang tidak bisa didiversifikasi dari kekayaan manajer itu sendiri (Fama, 1980; Bathala, Moon, dan Rao, 1994). Wild, Subramanyam, dan Halsey (2007:520) juga mengatakan bahwa utang yang terlalu besar menghambat inisiatif dan fleksibilitas manajemen untuk mengejar kesempatan mendapatkan untung.

Tingkat kepemilikan manajerial yang rendah menunjukkan semakin sedikit pemilik perusahaan yang mengelola perusahaan dan hal ini akan meningkatkan konflik keagenan. Hal ini dapat dilihat pada penjelasan sebelumnya bahwa konflik keagenan muncul ketika ada perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan, yaitu manajer, sehingga menyebabkan manajer bertindak hanya untuk mementingkan kepentingannya sendiri. Namun, jika tingkat kepemilikan manajer cukup besar terhadap perusahaan, maka kepentingan manajer bisa sejalan dengan kepentingan para pemegang saham karena mereka sama-sama memiliki perusahaan, dan hal ini bisa memperkecil konflik keagenan.

Agrawal dan Mandelker (1987) menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manajer serta karakteristik dari keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan terutama perubahan dalam *return on asset*. Hasil penelitian mereka, diantaranya, menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara saham yang dimiliki oleh manajer dengan kebijakan utang. Hal ini senada dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Sorensen (1986), Hasan, Jinnah dan Butt (2009), dan Arimoerti (2003).

Dalam penelitian yang lain Joher, Mohd, dan Nasrul (2006) dan juga Kurniati (2007) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara persentase saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Penelitian Wahidahwati (2002) yang menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang juga menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar saham yang dimiliki oleh manajer, maka perusahaan akan semakin sedikit menggunakan utang untuk mendanai kegiatan perusahaan, dan biaya keagenan yang timbul akan semakin sedikit karena semakin sedikitnya perbedaan kepentingan antara pengelola dan pemilik perusahaan.

Manan (2004) melakukan penelitian terhadap industri keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1999-2002. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena industri keuangan mempunyai struktur kepemilikan manajerial yang sangat sedikit bila dibandingkan dengan industri nonkeuangan.

#### **b. Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kebijakan Utang**

Kepemilikan institusional merupakan tingkat kepemilikan saham institusional dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut Gitman (2006:16) kepemilikan institusional adalah kepemilikan yang dimiliki oleh institusi keuangan, seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan manajemen harta. Joher, Mohd, dan Nasrul (2006) menyatakan bahwa kepemilikan institusional termasuk didalamnya *pension funds, mutual funds, life insurance companies, trust departments of commercial banks, property dan casualty insurance company, saving institution, dan commercial banks*

Shleifer dan Vishny (1986) menemukan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio utang. Meningkatnya kepemilikan institusional dapat mengimbangi kebutuhan terhadap utang. Kegagalan perusahaan dalam membayar pokok utang akan melibatkan suatu proses hukum dimana para pemegang saham perusahaan mungkin akan kehilangan kendali atas perusahaan dan sebagian atau seluruh investasi mereka. Namun, utang juga merupakan suatu godaan yang menarik

karena bunganya tetap, dan jumlahnya lebih kecil dari jumlah pengembalian yang didapat dari penggunaan utang itu sendiri, sehingga selisihnya bisa menjadi keuntungan bagi pemegang saham, dan beban bunga juga merupakan pengurang beban pajak yang dibayarkan oleh perusahaan, sedangkan dividen bukan merupakan pengurang beban pajak (Wild, Subramanyam, dan Halsey, 2007:521).

Bathala, Moon, dan Rao (1994) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* dan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif terhadap rasio utang. Arimoerti (2003) juga menemukan bahwa kepemilikan institusi mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional yang besar akan membuat kebutuhan perusahaan untuk menggunakan utang untuk mendanai kebutuhan bisnis perusahaan akan semakin sedikit karena perusahaan mempunyai sumber pendanaan yang cukup. Kepemilikan institusional yang besar juga akan mengurangi *agency cost* dalam hal mengawasi perilaku manajer.

Faisal (2003) melakukan penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang dengan menggunakan beberapa variabel pengendali. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa yang mempunyai pengaruh paling dominan terhadap kebijakan utang adalah struktur kepemilikan institusional.

Joher, Mohd, dan Nasrul (2006) dan juga Hasan, Jinnah dan Butt (2009) menemukan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kebijakan utang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan institusional maka penggunaan utang perusahaan akan semakin besar.

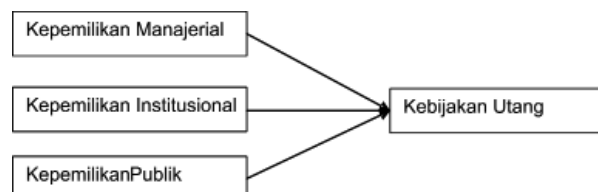
**c. Hubungan Kepemilikan Publik dengan Kebijakan Utang**

Selain kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional juga terdapat kepemilikan publik dalam struktur kepemilikan perusahaan. Penelitian Handayani (2007) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan perusahaan merupakan variabel

yang bisa menentukan kebijakan pendanaan perusahaan yang digambarkan melalui *debt to equity ratio*. Semakin tinggi struktur kepemilikan perusahaan, maka perusahaan akan cenderung lebih sedikit dalam menggunakan utang.

Teori yang dikemukakan oleh Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan saham akan terpecah dalam persentase yang semakin kecil. Hal ini menyebabkan kekuatan (*power*) para pemegang saham untuk memonitor perilaku manajer akan semakin rendah. Pada saat sekarang ini perlindungan terhadap para pemilik saham ini telah semakin besar dengan dikeluarkannya Undang-Undang No 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, sehingga manajer juga akan mempertimbangkan saran dari mereka ketika mengambil suatu keputusan. Hasil penelitian Mehran (1992) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara saham yang dimiliki oleh individu (publik) dengan kebijakan utang perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori yang dinyatakan oleh Wild, Subramanyam, dan Halsey (2007:521) yang menyatakan bahwa pemegang saham akan memilih pendanaan melalui utang karena jumlah beban bunganya tetap, apabila beban bunganya lebih rendah dari tingkat pengembalian atas utang itu, maka keuntungannya akan bisa dinikmati oleh para pemegang saham, dan beban bunga bisa mengurangi beban pajak yang akan dibayar oleh perusahaan, sedangkan dividen bukan merupakan pengurang beban pajak perusahaan.

Berdasarkan uraian sebelumnya, maka skema kerangka pemikiran penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1.



**Gambar 1.** Skema Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kerangka pemikiran penelitian yang telah dipaparkan sebelumnya, maka hipotesis penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
4. Kepemilikan publik berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### 3. METODE PENELITIAN

#### Populasi penelitian

Populasi sasaran dalam penelitian ini adalah perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI tahun 2007-2009 yang memiliki data lengkap mengenai variabel yang diteliti. Metode penelitian yang digunakan adalah sensus dengan teknik pengambilan data dengan menggunakan *balanced panel data*, sehingga diperoleh 279 observasi selama tiga tahun pengamatan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu meliputi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan publik, total utang, dan total ekuitas perusahaan.

#### Operasionalisasi Variabel

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan utang. Kebijakan utang menggambarkan keputusan perusahaan mengenai seberapa besar utang secara relatif terhadap ekuitas pemegang saham digunakan sebagai sumber pendanaan perusahaan (Faisal, 2003). Dalam penelitian ini kebijakan utang diukur dengan *DER (debt to equity ratio)*. Rasio ini diukur dengan persamaan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas Pemegang Saham}}$$

#### Variabel Independen (X)

Dalam penelitian ini terdapat beberapa variabel independen, yaitu:

##### a. Kepemilikan Manajerial

Domash (2009:363) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah jumlah saham yang dimiliki atau dikendalikan oleh pihak manajerial di dalam perusahaan. Ukuran yang digunakan untuk mengukur kepemilikan saham oleh manajemen adalah persentase saham yang dimiliki oleh direksi, manajer, komisaris ataupun setiap pihak yang terlibat langsung dalam pembuatan keputusan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

##### b. Kepemilikan Institusional

Menurut Gitman (2006:16) kepemilikan institusional adalah kepemilikan yang dimiliki oleh institusi keuangan, seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan manajemen harta. Variabel ini menunjukkan tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh suatu institusi. Kepemilikan institusional diukur dengan ukuran berupa persentase saham yang dimiliki oleh investor institusi (Bathala, Moon, dan Rao, 1994)

##### c. Kepemilikan Publik

Djankov dan Murrell (2000:10) menyatakan bahwa kepemilikan publik adalah kepemilikan saham individual oleh pihak luar atau publik, selain dari kepemilikan saham oleh manajer, institusi pihak asing, ataupun keluarga. Nilai kepemilikan pemegang saham dapat ditentukan dari ekuitas pemegang saham di laporan keuangan perusahaan (Blocheret *et al.*, 2007:523).

#### Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah regresi linear berganda (*multiple linear regression*) yang bertujuan untuk menguji dan menganalisis, baik secara bersama-sama maupun parsial pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik terhadap kebijakan utang perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2009. Pengolahan data akan dilakukan dengan menggunakan program SPSS 17.0 (*standard program for social science*). Spesifikasi persamaan



regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

Keterangan:

Y	=	Kebijakan Utang
$\alpha$	=	Konstanta
$\beta_1 ; \beta_2 ; \beta_3$	=	Koefisien Regresi
$X_1$	=	Kepemilikan Manajerial
$X_2$	=	Kepemilikan Institusional
$X_3$	=	Kepemilikan Publik
$\varepsilon$	=	Error Term

**Rancangan Pengujian Hipotesis**

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dulu disusun rancangan pengujian hipotesis. Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial ( $X_1$ ), kepemilikan institusional ( $X_2$ ), dan kepemilikan publik ( $X_3$ ) terhadap kebijakan utang (Y), dimana dalam penelitian ini dilakukan dengan cara meregres variabel dependen dengan semua variabel independen. Penelitian ini menggunakan metode sensus, dengan demikian tidak dilakukan uji signifikansi. Kesimpulan diambil langsung dari nilai koefisien regresi masing-masing variabel.

Untuk menguji hipotesis pertama ( $H_1$ ) apakah secara bersama-sama variabel independen ( $X_1, X_2, X_3$ ) berpengaruh terhadap variabel dependen (Y), digunakan uji bersama-sama dengan ketentuan sebagai berikut:

$H_{01} : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ ; kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI.

$H_{a1}$ : paling sedikit ada satu  $\beta_i \neq 0, i=1,2,3$ ; kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI.

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

Jika  $\beta_i (i=1,2,3) = 0$ :  $H_0$  diterima

Jika paling sedikit ada satu  $\beta_i (i=1,2,3) \neq 0$ :  $H_0$  ditolak

$H_0$  diterima artinya variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen, sedangkan  $H_0$  ditolak berarti variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

Selanjutnya untuk mengetahui apakah variabel independen ( $X_i$ ) secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen (Y) digunakan uji parsial dengan ketentuan sebagai berikut:

$H_{02} : \beta_1 = 0$ ; kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI.

$H_{a2} : \beta_1 \neq 0$ ; kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI.

$H_{03} : \beta_2 = 0$ ; kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI.

$H_{a3} : \beta_2 \neq 0$ ; kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI.

$H_{04} : \beta_3 = 0$ ; kepemilikan publik tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI.

$H_{a4} : \beta_3 \neq 0$ ; kepemilikan publik berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI.

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

Jika  $\beta_i (i=1,2,3) = 0$ :  $H_0$  diterima

Jika  $\beta_i (i=1,2,3) \neq 0$ :  $H_0$  ditolak

**4. HASIL DAN PEMBAHASAN**

Penelitian ini menggunakan metode sensus, sehingga tidak dilakukan uji signifikan terhadap nilai koefisien regresi yang diperoleh, baik secara bersama-sama maupun secara parsial, karena

nilai koefisien regresi yang diperoleh adalah nilai Hasil regresi linear berganda disajikan pada koefisien regresi yang sesungguhnya dari populasi. Tabel 2.

**Tabel 2.** Hasil Regresi Linear Berganda

		Coefficients <sup>a</sup>		
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
		B	Std. Error	Beta
1	(Constant)	0,327	19,686	
2	Kepemilikan Manajerial	-1,473	19,418	-0,027
3	Kepemilikan Instiusional	1,762	19,655	0,050
4	Kepemilikan Publik	1,847	19,916	0,044

Berdasarkan hasil regresi seperti yang terlihat pada Tabel 2 maka diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = 0,327 - 1,473X_1 + 1,762X_2 + 1,847X_3 + \varepsilon$$

Persamaan regresi tersebut dapat diketahui bahwa konstanta ( $\alpha$ ) sebesar 0,327. Artinya jika kepemilikan manajerial ( $X_1$ ), kepemilikan instiusional ( $X_2$ ), dan kepemilikan publik ( $X_3$ ) dianggap konstan, maka besarnya kebijakan utang perusahaan adalah 32,7%. Untuk nilai koefisien regresi masing-masing variabel dijelaskan pada hasil pengujian hipotesis dan pembahasan secara parsial.

#### Pengaruh Secara Bersama-sama

Pengujian hipotesis pengaruh secara bersama-sama dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat yang ditentukan berdasarkan rancangan pengujian hipotesis yang telah dijelaskan sebelumnya. Berdasarkan rancangan pengujian hipotesis,  $H_{a1}$  diterima jika paling sedikit ada satu  $\beta_i \neq 0$

( $i=1,2,3$ ). Hal ini bermakna bahwa  $H_{a1}$  diterima apabila sekurang-kurangnya terdapat salah satu nilai  $\beta$  dari ketiga variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan instiusional, dan kepemilikan publik yang nilainya tidak sama dengan nol. Sebaliknya  $H_{01}$  diterima jika semua  $\beta_i=0$  ( $i=1,2,3$ ). Hal ini bermakna bahwa  $H_{01}$  diterima jika nilai  $\beta$  dari ketiga variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan instiusional, dan kepemilikan publik adalah sama dengan nol.

Nilai  $\beta$  dari ketiga variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan instiusional, dan kepemilikan publik dapat dilihat pada Tabel 2. Dalam Tabel 2 didapatkan hasil bahwa semua  $\beta_i \neq 0$ , dimana  $\beta_1 = -1,473$ ,  $\beta_2 = 1,762$ , dan  $\beta_3 = 1,847$ , sehingga  $H_{a1}$  diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan instiusional, dan kepemilikan publik secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Untuk melihat seberapa besar variasi variabel terikat dapat dijelaskan oleh variasi variabel bebas, ditentukan dengan menggunakan nilai koefisien determinasi atau nilai *R Square* sebagaimana disajikan dalam Tabel 3.

**Tabel 3.** Nilai Koefisien Determinasi

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,058 <sup>a</sup>	0,003	-0,008	6,4641227831

a. Predictors : (Constant), Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Intiusional, Kepemilikan Manajerial

b. Dependent Variabel : Kebijakan Utang

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai  $R$  Square diperoleh sebesar 0,003 atau sebesar 0,3%. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variasi kebijakan utang dapat dijelaskan oleh ketiga variabel independen dalam penelitian ini yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik sebesar 0,3%, sedangkan 99,7% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini. Menurut Guilford (1956) dalam Afiah (2004:135) nilai  $R$  di bawah 20% atau nilai  $R$  Square di bawah 4% menunjukkan pengaruh yang sangat lemah. Jadi pengaruh sebesar 0,3% termasuk kategori Pengaruh yang sangat lemah.

#### **Pengaruh Secara Parsial**

Hasil Pengaruh secara parsial dapat dilihat dalam Tabel 2.

#### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang**

Berdasarkan rancangan pengujian hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya,  $H_{02}$  diterima jika  $\beta_1=0$ , yang berarti bahwa nilai  $\beta$  kepemilikan manajerial sama dengan nol, sebaliknya  $H_{a2}$  diterima jika  $\beta_1 \neq 0$ , yang berarti nilai  $\beta$  kepemilikan manajerial tidak sama dengan nol. Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa kepemilikan manajerial mempunyai nilai  $\beta_1=-1,473$ , sehingga dapat

disimpulkan bahwa  $H_{a2}$  diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang. Koefisien regresi kepemilikan manajerial sebesar  $-1,473$ , artinya setiap kenaikan 100% kepemilikan manajerial akan menurunkan kebijakan utang perusahaan sebesar 147,3% dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Hasil penelitian ini menggambarkan bahwa penambahan jumlah kepemilikan manajerial akan mengurangi jumlah utang. Hal ini dapat dimaknai bahwa perusahaan akan melakukan pengurangan jumlah utang apabila jumlah kepemilikan manajerial dinaikkan. Hal ini dapat dimaklumi karena pihak manajerial tidak menyukai tingkat utang yang tinggi kalau pendanaan melalui pihak manajerial telah memadai. Hasil penelitian ini konsisten dengan

penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dan juga Joher, Mohd, dan Nasrul (2006).

#### **4.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang**

Berdasarkan rancangan pengujian hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya,  $H_{03}$  diterima jika  $\beta_2=0$ , yang berarti bahwa nilai  $\beta$  kepemilikan institusional sama dengan nol, sebaliknya  $H_{a3}$  diterima jika  $\beta_2 \neq 0$ , yang berarti nilai  $\beta$  kepemilikan institusional tidak sama dengan nol. Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa kepemilikan institusional mempunyai nilai  $\beta_2=1,762$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa  $H_{a3}$  diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang. Koefisien regresi kepemilikan institusional sebesar 1,762, artinya setiap kenaikan 100% kepemilikan institusional akan menaikkan kebijakan utang perusahaan sebesar 176,2% dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Hasil penelitian ini menggambarkan bahwa penambahan jumlah kepemilikan institusional akan menambah jumlah utang. Hal ini dapat dimaknai bahwa perusahaan akan melakukan penambahan jumlah utang apabila jumlah kepemilikan institusional dinaikkan. Hal ini dapat dijelaskan melalui fungsi bunga kredit yang dapat mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan yang pada gilirannya akan berdampak pada penambahan jumlah laba bersih perusahaan yang seluruh atau sebagiannya akan didistribusikan kepada para investor dimana salah satu diantaranya adalah investor institusi. Penambahan bagian laba untuk investor institusi akan membuat investor institusi lebih tertarik berinvestasi pada perusahaan yang tingkat utangnya lebih tinggi. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Joher, Mohd, dan Nasrul (2006) dan juga Hasan, Jinnah, dan Butt (2009).

#### **4.3 Pengaruh Kepemilikan Publik terhadap Kebijakan Utang**

Berdasarkan rancangan pengujian hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya,  $H_{04}$  diterima jika  $\beta_3=0$ , yang berarti bahwa nilai  $\beta$  kepemilikan publik sama dengan nol, sebaliknya  $H_{a4}$  diterima

Jika  $\beta_3 \neq 0$ , yang berarti nilai  $\beta$  kepemilikan publik tidak sama dengan nol. Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa kepemilikan publik mempunyai nilai  $\beta_3 = 1,847$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa  $H_{a4}$  diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kepemilikan publik berpengaruh terhadap kebijakan utang. Koefisien regresi kepemilikan publik sebesar 1,847 artinya setiap kenaikan 100% kepemilikan publik akan menaikkan kebijakan utang sebesar 184,7% dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Hasil penelitian ini menggambarkan bahwa penambahan jumlah kepemilikan publik akan menambah jumlah utang. Hal ini dapat dimaknai bahwa perusahaan akan melakukan penambahan jumlah utang apabila jumlah kepemilikan publik dinaikkan. Hal ini dapat dijelaskan melalui fungsi bunga kredit sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya bahwa bunga kredit dapat mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan yang pada gilirannya akan berdampak pada penambahan jumlah laba bersih perusahaan yang seluruh atau sebagiannya akan didistribusikan kepada para investor dimana salah satu diantaranya adalah investor publik. Penambahan bagian laba untuk investor publik akan membuat investor publik lebih tertarik berinvestasi pada perusahaan yang tingkat utangnya lebih tinggi. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mehran (1992) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan publik (individual) mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan utang.

## 5. SIMPULAN

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian yang telah dikemukakan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa: (1) Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, (2) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, (3) Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dan (4)

Kepemilikan publik berpengaruh positif terhadap kebijakan utang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Peneliti menyadari sepenuhnya, bahwa masih banyak keterbatasan dalam penelitian ini, yaitu: (1) Penelitian ini hanya meneliti perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasi untuk perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI, dan (2) Pemilihan faktor yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan utang hanya dilihat dari tiga aspek saja (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik). Hal ini memungkinkan terabaikannya faktor-faktor lain yang mungkin mempunyai pengaruh lebih besar terhadap kebijakan utang.

Untuk menelaah referensi penelitian selanjutnya, ada beberapa saran yang dapat dikemukakan, yaitu: (1) Berhubung penelitian ini hanya dilakukan pada perusahaan nonkeuangan saja, untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas subjek penelitian, tidak hanya pada perusahaan nonkeuangan, namun juga pada perusahaan keuangan karena memungkinkan ditemukannya hasil yang berbeda jika dilakukan pada subjek yang berbeda, dan (2) Diharapkan pada penelitian selanjutnya untuk mengembangkan lagi faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kebijakan utang, berhubung variabel dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan 0,3% variasi kebijakan utang, sedangkan sisanya (99,7%) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini, seperti: *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan, struktur aset, dan risiko bisnis.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adrianto (2005) Pengujian Teori Pecking Order pada Perusahaan-Perusahaan Non-Keuangan LQ45 Periode 2001-2005. *Working Paper*.
- Afiah, Nunuy Nur (2004) *Pengaruh Kompetensi Anggota DPRD, Kompetensi Aparatur Pemerintah Daerah, Pelaksanaan Sistem Informasi Akuntansi, Penganggaran, serta Kualitas Informasi Keuangan terhadap*

- Prinsip-prinsip Tata Kelola Pemerintah Daerah yang Baik: Survei pada Kabupaten dan Kota di Jawa Barat.* Disertasi. Tidak Diterbitkan. Bandung: Program Pascasarjana Universitas Padjadjaran.
- Agrawal, Anup & G.N. Mandelker (1987) Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance*. Vol. XLII, No.4: 823-837.
- Arimoerti, Yunita P. (2003) *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1998-2000*. Tesis. Tidak Dipublikasikan. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Bathala, C.T., K.R. Moon & R.P. Rao (1994) Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: an Agency Perspective. *Financial Management*. Autumn: 35-50.
- Blocher, Edwards J. et al. (2007) *Manajemen Biaya: Penekanan Strategis*. Jilid dua. Edisi Ketiga. Alih Bahasa: Tim Penerjemah Salemba. Jakarta: Salemba Empat
- Bodie, Zvi, A. Kane & A.J. Marcus (2006) *Investasi*. Jilid Satu. Edisi Keenam. Alih Bahasa: Zuliani Dalimunthe dan Budi Wibowo. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F. & J.F. Houston (2004) *Fundamentals of Finance Management*. Tenth Edition. Ohio: South-Western.
- Djankov, Simon & Peter Murrell (2000) *The Determinants of Enterprise Restructuring in Transition an Assessment of Enterprise Restructuring in Transition: an Assessment of the Evidence*. Washington DC: The World Bank.
- Domash, Harry (2009) *Fire Your Stock Analysis: Analyzing Stocks on Your Own*. Second Edition. New Jersey: Ft. Press.
- Faisal (2003) Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol.5, No. 2: 133-152.
- Fama, Eugene. F. (1980) Agency Problem and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*. Vol.8, No.2: 288-307.
- Gitman, J. Lawrence (2006) *Principles of Managerial Finance*. Eleventh Edition. Boston: Pearson Addison Wesley.
- Handayani, Citra (2007) *Analisis Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Pendanaan dalam Meningkatkan Kinerja Perusahaan*. Tesis. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Hasan, Arshad, M.A. Jinnah & S.A. Butt (2009) Impact of Ownership Structure on Corporate Governance on Capital Structure of Pakistan Listed Company. *International Journal of Business and Management*. Vol. 4, No.2:51-57.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg & Thomas S. Zorn (1992) Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantative Analysis*. Vol. 27, No. 02: 247-263.
- Jensen, M. C. & W. Meckling (1976) Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance and Economics*. Vol.3, No. 4: 305-360.
- Joher, H., A. Mohd & Nasrul (2006) The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Bersama-samaeous Model Approach for Post Crisis Period: Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal*. Vol.5, No. 5: 51-64.
- Keown, J., Arthur, D. F. Scott, J.D. Martin & J.W. Petty (2004) *Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi*. Jilid Satu. Edisi Kesembilan. Jakarta: PT. Indeks Kelompok Gramedia.
- Kim, Wi Saeng & Eric H. Sorensen (1986) Evidence of the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantative Analysis*. Vol. 21, No. 02: 131-144.

- Kurniati, Wahyuning (2007) *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan*. Tesis. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Manan, Abdul (2004) *Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Keuangan yang Go Public di BEJ tahun 1999-2002*. Tesis. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Mehran, Hamid (1992) Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantative Analysis*. Vol. 27, No. 4: 539-560.
- Munawir (2004) *Analisa Laporan Keuangan*. Cetakan Ketigabelas. Yogyakarta: Liberty.
- Shleifer, Andrei&R.W.Vishny (1986) Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3: 461-488.
- Syamsuddin, Lukman (2004) *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Van Horne, J.C. & J.M. Wachowicz (2005) *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi Keduabelas. Jakarta: Salemba Empat.
- Wahidahwati (2002) Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan. Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 4, No.1: 1-16.
- Walsh, C. (2003) *Key Management Ratio*. Edisi Ketiga. Jakarta: Erlangga.
- Wild, John J., K. R. Subramanyam& Robert F. Halsey (2007) *Financial Statement Analysis*. Ninth Edition. New York: Mc. Graw Hill.

LAMPIRAN

Hasil Regresi Berganda Dengan Menggunakan Program SPSS 17.0

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KepemilikanManajerial	279	,0000001	,7000260	,055492360	,1163573627
KepemilikanInstitusional	279	,0404000	,9565370	,688026808	,1827710867
KepemilikanPublik	279	,0030000	,9305830	,257462647	,1528188577
KebijakanUtang	279	,0038970	75,6076880	1,933451985	6,4400129282E0
Valid N (leastwise)	279				

**Variables Entered/Removed**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	KepemilikanPublik, KepemilikanManajerial, KepemilikanInstitusional <sup>a</sup>		. Enter

a. All requested variables entered.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.058 <sup>a</sup>	.003	-.008	6,4641227831E0

a. Predictors: (Constant), KepemilikanPublik, KepemilikanManajerial, KepemilikanInstitusional

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	38.864	3	12.955	.310	.818 <sup>a</sup>
	Residual	11490.843	275	41.785		
	Total	11529.707	278			

a. Predictors: (Constant), KepemilikanPublik, KepemilikanManajerial, KepemilikanInstitusional

b. Dependent Variable: KebijakanUtang

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized		Standardized	t	Sig.
		Coefficients		Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.327	19.686		.017	.987
	KepemilikanManajerial	-1.473	19.418	-.027	-.076	.940
	KepemilikanInstitusional	1.762	19.655	.050	.090	.929
	KepemilikanPublik	1.847	19.916	.044	.093	.926

a. Dependent Variable: KebijakanUtang