



**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL,  
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, UKURAN  
PERUSAHAAN, DAN PROFITABILITAS TERHADAP  
KEBIJAKAN HUTANG**

**(Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Indeks LQ45 Periode  
2012-2017)**

**SKRIPSI**

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi  
pada Universitas Negeri Semarang**

**Oleh**

**Anif Fatrika  
NIM 7311414018**

**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

**JURUSAN MANAJEMEN**

**FAKULTAS EKONOMI**

**UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG**

**2018**

## PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh Pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : Selasa

Tanggal : 26 Juni 2018

Mengetahui

Ketua Jurusan Manajemen  
  
Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.  
NIP. 197610072006042002

Pembimbing I

  
Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.

NIP. 197610072006042002

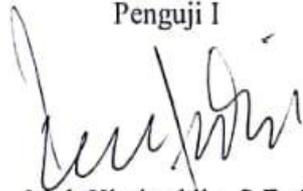
## PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas  
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : **Senin**

Tanggal : **9 Juli 2018**

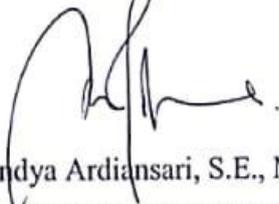
Penguji I



Moh Khoiruddin, S.E., M.Si.

NIP. 19700106200812100

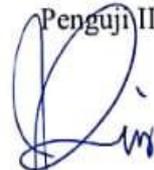
Penguji II



Anindya Ardiansari, S.E., M.M.

NIP. 198407232008122004

Penguji III



Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.

NIP. 197610072006042002

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi



  
Drs. Heri Yanto, M.B.A., Ph.D  
NIP. 196307181987021001

## PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Anif Fatrika

NIM : 7311414018

Tempat, Tanggal Lahir : Temanggung, 29 September 1996

Alamat : Tawangsari, Wonobojo, Temanggung

menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip dan dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan berlaku.

Semarang, Juli 2018



Anif Fatrika

NIM. 7311414018

## **PRAKATA**

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Indeks LQ45 tahun 2012-2017)”. Skripsi ini disusun dalam rangka menyelesaikan studi strata satu untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Universitas Negeri Semarang.

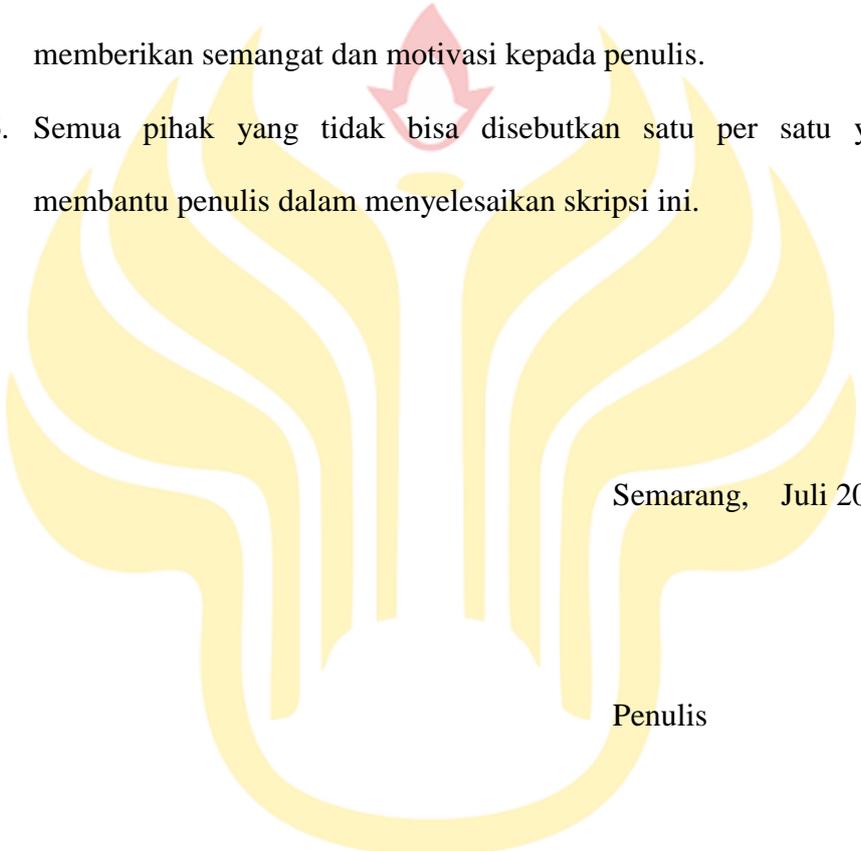
Dalam penyelesaian skripsi ini, penulis menyadari bahwa penyelesaian skripsi ini tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis menyampaikan rasa hormat dan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M. Hum. Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberi kesempatan kepada penulis untuk menyelesaikan studi di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto, M.B.A., Ph.D. Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah mengesahkan skripsi ini.
3. Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M. Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang dan pembimbing yang telah membimbing penulis dengan penuh kesabaran, ketelitian dalam penyusunan dan pengesahan skripsi ini.

4. Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang, khususnya dosen jurusan manajemen atas ilmu dan pengalaman yang telah diberikan kepada penulis.
5. Teman-teman seperjuangan jurusan Manajemen 2014, yang telah memberikan semangat dan motivasi kepada penulis.
6. Semua pihak yang tidak bisa disebutkan satu per satu yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Semarang, Juli 2018

Penulis

The logo of Universitas Negeri Semarang (UNNES) is a stylized yellow emblem with a central vertical element and symmetrical, flame-like or leaf-like shapes on either side, all contained within a circular base.

**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

## SARI

Fatrika, Anif. 2017. “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan dalam Indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2012-2017). Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing: Rini Setyo Witiastuti, S.E.,M.M.

**Kata kunci : Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang (DER) merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen untuk memperoleh sumber pendanaan eksternal untuk operasional perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ45 periode 2012-2017. Jumlah populasi dalam penelitian sebanyak 45 perusahaan. Sampel dalam penelitian sebanyak 16 perusahaan dengan teknik pengambilan sampel metode *purposive sampling*. Analisis data dalam penelitian ini menggunakan regresi linear berganda dengan model ANCOVA.

Hasil penelitian ini, berdasarkan uji t statistik menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial, memiliki rata-rata hutang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial. Ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kesimpulan dari penelitian ini adalah ukuran perusahaan dan profitabilitas menjadi faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Saran peneliti, bagi manajemen sebagai dasar pertimbangan dalam mengambil keputusan mengenai pemilihan sumber pendanaan yang berasal dari dana eksternal yaitu hutang. Bagi kreditur, sebagai pertimbangan dalam memberikan pinjaman. Bagi peneliti selanjutnya, dapat dijadikan referensi penelitian kaitannya dengan sumber pendanaan perusahaan.

## ABSTRAK

**Fatrika, Anif.** 2018. “The Influence of Insider Ownership, Institutional Ownership, Firm Size, and Profitability to Debt Policy (Study on companies Listed on the LQ45 Index Period 2012-2017)”. Final Project. Management Department. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Financial Supervisor: Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.

**Keyword: Incider Ownership, Institutional Ownership, Firm Size, Profitability, Debt Policy.**

Debt Policy (DER) is a policy taken by the manajement to obtain external funding sources for operational activity of the company. This study aims to determine the influence of insider ownership, institutional ownership, firm size, and profitability to debt policy.

Population in this reseach is companies listed on the LQ45 Index period 2012-2017. The number of population in this reseach are 45 companies. The sample in this research are 16 companies with sampling technique of purposive sampling method. Regresion analysis used is ordinary least square by ANCOVA model. Testing alternative hypothesis using statistic t test.

The results of this study, based on statistic t test that company which has insider ownership, has average of debt policy higher than company which has no insider ownership. Firm size and profitability have a positive and significant effect to debt policy. The institutional ownership has a negative and not significant effect to the debt policy.

The conclution of this study, firm size and profitability become factor influencing company debt policy. The reseachers suggests, for management as the base of consideration to make decisions about the selection of external funding sources that is debt. For creditors, as a consideration to provide loans. For further research, it can be used as a furthur reference in relation to the company funding.

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	<b>i</b>
<b>PERSETUJUAN PEMBIMBING</b> .....	<b>ii</b>
<b>PENGESAHAN KELULUSAN</b> .....	<b>iii</b>
<b>PERNYATAAN</b> .....	<b>iv</b>
<b>MOTTO DAN PERSEMBAHAN</b> .....	<b>v</b>
<b>PRAKATA</b> .....	<b>vi</b>
<b>SARI</b> .....	<b>viii</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>ix</b>
<b>DAFTAR ISI</b> .....	<b>x</b>
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	<b>xiv</b>
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	<b>xvi</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	<b>xvii</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Identifikasi Masalah .....	11
1.3. Cakupan Masalah .....	12
1.4. Rumusan Masalah .....	12

1.5.	Tujuan Penelitian .....	13
1.6.	Manfaat Penelitian .....	13
1.7.	Orisinalitas Penelitian .....	14
<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN .....</b>		<b>16</b>
2.2.	Kajian Teori Utama .....	16
2.1.1.	Teori Keagenan .....	16
2.1.2.	<i>Pecking Order Theory</i> .....	18
2.2.	Kajian Variabel Penelitian .....	19
2.2.1.	Kebijakan Hutang .....	19
2.2.2.	Kepemilikan Manajerial .....	20
2.2.3.	Kepemilikan Institusional .....	21
2.2.4.	Ukuran Perusahaan .....	22
2.2.5.	Profitabilitas .....	23
2.3.	Kajian Penelitian Terdahulu .....	24
2.4.	Kerangka Berpikir .....	26
2.4.1.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang .....	26
2.4.2.	Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang .....	28
2.4.3.	Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang .....	28
2.4.4.	Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang .....	29

2.5. Hipotesis Penelitian .....	30
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>32</b>
6.1. Jenis dan Desain Penelitian .....	32
6.2. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel.....	32
6.3. Teknik Pengumpulan Data .....	34
6.4. Definisi Operasional Perusahaan .....	34
6.4.1. Variabel Dependen .....	34
6.4.2. Variabel Independen .....	34
6.5. Teknik Pengolahan dan Analisis Data .....	37
6.5.1. Statistik Deskriptif .....	37
6.5.2. Uji Asumsi Klasik .....	37
6.5.2.1. Uji Normalitas .....	37
6.5.2.2. Uji Multikolinieritas .....	38
6.5.2.3. Uji Heteroskedastisitas .....	39
6.5.2.4. Uji Autokorelasi .....	40
6.5.3. Uji <i>Goodness of Fit Model</i> .....	40
6.5.3.1. Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	40
6.5.3.2. Uji Statistik F .....	41
6.5.4. Uji Hipotesis .....	42
6.5.4.1. Analisis Regresi Linear Berganda .....	42
6.5.4.2. Uji Statistik Individual (Uji Statistik t) .....	43
<b>BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>45</b>
4.1. Hasil Penelitian .....	45

4.1.1. Deskriptif Objek Penelitian .....	45
4.1.2. Analisis Statistik Deskriptif .....	46
4.1.3. Uji Asumsi Klasik .....	50
4.1.3.1. Uji Normalitas .....	50
4.1.3.2. Uji Multikolinearitas .....	52
4.1.3.3. Uji Heteroskedastisitas .....	53
4.1.3.4. Uji Autokorelasi .....	54
4.1.4. Uji <i>Goodness of Fit</i> .....	56
4.1.4.1. Uji Koefisien Determinasi .....	56
4.1.4.2. Uji Statistik F .....	56
4.1.5. Uji Hipotesis .....	57
4.1.5.1. Analisis Regresi Linear Berganda .....	57
4.1.5.2. Uji Statistik T .....	58
4.2. Pembahasan .....	61
4.2.1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang .....	61
4.2.2. Pengaruh Kepemilikan Instiusional terhadap Kebijakan Hutang .....	62
4.2.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang .....	64
4.2.4. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang .....	65
<b>BAB V PENUTUP .....</b>	<b>67</b>
5.1. Simpulan .....	67
5.2. Saran .....	68
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>70</b>
<b>LAMPIRAN .....</b>	<b>74</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Rata-rata variabel .....	5
Tabel 1.2. Ringkasan <i>Research Gap</i> .....	9
Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu .....	24
Tabel 3.1. Pengambilan Sampel .....	33
Tabel 3.2. Ringkasan Variabel Penelitian .....	36
Tabel 3.3. Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi .....	40
Tabel 4.1. Daftar Sampel Perusahaan Indeks LQ45 .....	45
Tabel 4.2. Hasil Uji Statistik Deskriptif .....	47
Tabel 4.3. Hasil Uji Matrik Korelasi .....	52
Tabel 4.4. Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	53
Tabel 4.5. Hasil Prosedur <i>White Robust Standard Error</i> .....	54
Tabel 4.6. Rangkuman Hasil Autokorelasi .....	54
Tabel 4.7. Hasil Metode <i>Cochrane Orcutt</i> .....	55
Tabel 4.8. Rangkuman Hasil Uji Koefisien Determinasi .....	56
Tabel 4.9. Rangkuman Hasil Uji F .....	57
Tabel 4.10. Rangkuman Hasil Uji Regresi .....	57

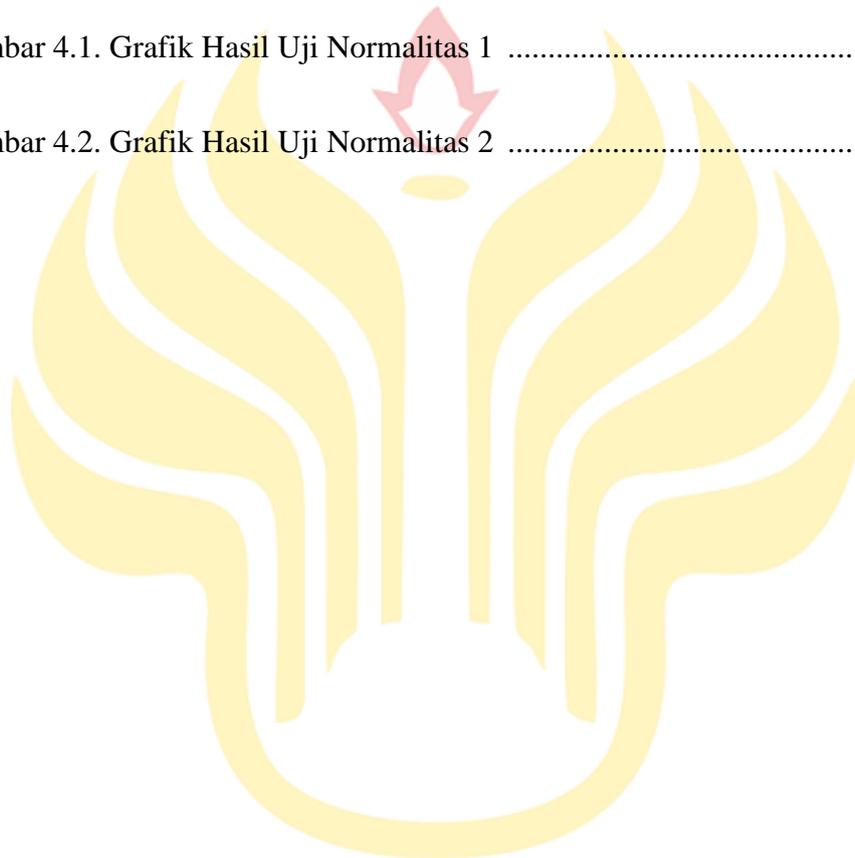
Tabel 4.11. Rangkuman Hasil Uji Statistik T .....59

Tabel 4.12. Hasil Penelitian .....61



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Kerangka Berpikir .....	30
Gambar 4.1. Grafik Hasil Uji Normalitas 1 .....	51
Gambar 4.2. Grafik Hasil Uji Normalitas 2 .....	52



**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Sampel .....	75
Lampiran 2. Data Penelitian .....	76
Lampiran 3. Data Penelitian Setelah <i>Outlier</i> .....	79
Lampiran 4. Hasil Uji Analisis Deskriptif .....	82
Lampiran 5. Hasil Uji Normalitas 1 .....	83
Lampiran 6. Hasil Uji Normalitas 2 .....	84
Lampiran 7. Hasil Uji Matrik Korelasi .....	85
Lampiran 8. Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	86
Lampiran 9. Hasil Uji Autokorelasi .....	87
Lampiran 10. Hasil Metode <i>Cochrane Orcutt</i> .....	88

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang**

Suatu perusahaan pada umumnya menjalankan kegiatan operasional dengan tujuan untuk mendapatkan laba. Surya dan Rahayuningsih (2012) kesuksesan sebuah perusahaan tercermin pada kemampuan manajer yang diberi tugas oleh pemegang saham untuk mengelola kegiatan operasional perusahaan. Manajer mempunyai peranan penting dalam mengambil keputusan yang berhubungan dengan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan (Nuraina, 2012). Keputusan dalam menentukan sumber pendanaan harus sesuai dengan tujuan utama perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan (Surya dan Rahayuningsih, 2012).

Menurut Nafisa (2016) keputusan pendanaan dapat dilakukan dengan berbagai cara, salah satu cara yang sering digunakan oleh manajer untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan yaitu dengan kebijakan hutang. Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan dalam membiayai kegiatan operasionalnya merupakan suatu kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan struktur modal. Kebijakan tersebut tidak terlepas dari upaya perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik dan pemegang saham yang tercermin pada harga saham (Weston dan Copeland, 1999).

Menurut Jansen dan Meckling (1976) menggunakan hutang dapat mengurangi biaya pajak yang dikeluarkan oleh perusahaan. Hal tersebut sama dengan yang dinyatakan oleh Babu dan Jain (1998) bahwa sebagian perusahaan lebih suka menggunakan hutang daripada menerbitkan saham baru karena beberapa alasan, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga, (2) biaya transaksi hutang lebih murah dibandingkan saham baru, (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan hutang dari pada pendanaan saham, (4) kontrol manajemen lebih ketat ketika menggunakan hutang.

Peningkatan penggunaan hutang akan mengurangi konflik yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer (Yulianto, 2013). Peningkatan hutang (lebih besar daripada laba ditahan), maka rasio hutang terhadap modal sendiri akan meningkat (Indriati dan Widyarti, 2013). Selain konflik berkurang, peningkatan penggunaan hutang juga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jansen, et al, 1992; dalam Maftukhah, 2013).

Pengambilan keputusan pendanaan dalam suatu perusahaan memerlukan kesepakatan antara manajemen perusahaan dan pemegang saham. Di dalam teori keagenan, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang di peroleh akan diinvestasikan merupakan penyebab terjadinya konflik keagenan.

Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen dalam pengambilan keputusan seringkali dapat menjadi pemicu terjadinya konflik antara kedua belah pihak (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Konflik ini terjadi karena adanya asimetri informasi (*information asymmetric*) antara manajemen dan pemilik modal (Jansen dan Meckling, 1976). Konflik keagenan yang terjadi mengakibatkan timbulnya biaya yang berkenaan dengan agensi yang sering disebut *agency cost*.

*Agency cost* dapat diminimalisir melalui beberapa alternatif tindakan (Masdupi, 2005). Pertama, melalui peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajerial. Kepemilikan manajerial merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal karena manajer bertindak sebagai pemegang saham (Hidayat, 2013). Hal ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh dalam kebijakan yang diambil oleh perusahaan termasuk kebijakan hutang. Prosentase kepemilikan manajerial akan menentukan penggunaan hutang untuk membiayai operasional perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Kedua, peningkatan kepemilikan institusional sebagai pihak yang memberi kontrol terhadap manajemen dalam kebijakan keuangan perusahaan (Moh'd, et al, 1998). Kepemilikan institusional (misalnya bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain) dalam suatu perusahaan akan menyebabkan distribusi saham semakin menyebar yang

nantinya akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Ketiga, meningkatkan *Deviden Payout Ratio* (DPR). Peningkatan DPR berakibat pada berkurangnya *free cash flow* yang diterima sehingga manajemen harus mencari sumber pendanaan yang lebih relevan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan (Crutchley & Hansen, 1989; dalam Maftukhah 2013). Keempat, dengan meningkatkan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Konflik yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham akan berkurang seiring dengan meningkatnya jumlah hutang yang digunakan perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2006b) terdapat berbagai faktor yang mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan pemilihan struktur modal perusahaan, antara lain stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan agen pemberi peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan perusahaan. Struktur modal dipengaruhi oleh kelangsungan hidup jangka panjang, konservatisme manajemen, pengawasan, struktur aktiva, risiko bisnis, tingkat pertumbuhan, pajak, cadangan kapasitas, pinjaman dan profitabilitas (Atmaja, 2008).

Penelitian ini dilatarbelakangi adanya ketidaksesuaian antara data di laporan keuangan yang terdaftar di indeks LQ45 selama tahun 2012-2017

							2017
DER	x	0,76	0,83	0,86	0,91	0,87	0,92
IO	%	1,06	1,00	1,01	1,01	0,86	0,39
INST	%	62,51	62,90	62,25	62,23	61,92	60,23
SIZE	%	17,07	17,20	17,35	17,44	17,52	17,45
ROE	%	28,45	159,49	23,65	19,81	21,35	22,60

**Sumber: ICMD tahun 2012-2017 (Data diolah)**

Tabel 1.1 menunjukkan data nilai rata-rata dari variabel kebijakan hutang. Kebijakan hutang dalam penelitian ini diprosikan dengan *debt equity ratio* (Nafisa, 2016). Berdasarkan pada tabel 1.1 di atas diperoleh bahwa penggunaan hutang pada tahun 2012-2017 menunjukkan kondisi yang fluktuatif. Hal ini menunjukkan bahwa untuk membiayai operasi perusahaan proporsi hutang cenderung berubah setiap tahunnya tergantung dari keputusan manajer dan pemegang saham. Brigham dan Houston (2010) menyatakan bahwa dengan menghimpun dana melalui hutang, pemegang saham dapat mengendalikan perusahaan dengan jumlah investasi ekuitas yang terbatas.

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan salam oleh pihak manajemen. Adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat meningkatkan biaya keagenan. Hal ini terjadi karena

manajer lebih berusaha untuk meningkatkan kesejahteraan dirinya dibandingkan meningkatkan kesejahteraan pemilik modal (Jansen dan Mackling, 1976). Semakin meningkat kepemilikan manajerial, maka akan semakin optimal utang yang digunakan oleh perusahaan, karena manajer bertindak tidak hanya sebagai pengelola perusahaan, namun juga bertindak sebagai pemilik perusahaan, sehingga mereka bekerja keras untuk meningkatkan laba (Hidayat, 2013).

Tabel 1.1 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial (10) pada tahun 2012 besarnya 1,06% dan mengalami penurunan menjadi 1,00% dari tahun 2013, penurunan tersebut diikuti oleh kenaikan DER dari 0,76x menjadi 0,83x pada tahun 2013. Pada tahun 2014 mengalami kenaikan dari 1,00% menjadi 1,01%, kenaikan ini diikuti dengan kenaikan DER dari 0,83x menjadi 0,86x pada periode tersebut. Tahun 2015 besarnya IO tetap dari tahun sebelumnya sedangkan DERnya naik, hal tersebut diikuti dengan penurunan besarnya IO. Hasil tersebut tidak sesuai dengan teori, dimana meningkatnya kepemilikan manajerial akan mengurangi penggunaan hutang. Menurut Jensen dan Meckling(1976) dalam *teory agency* menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial akan memotivasi kinerja manajer untuk meningkatkan laba, sehingga hutang akan menurun.

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak instansi. Kepemilikan institusional yang tinggi akan menurunkan penggunaan hutang, karena kontrol terhadap kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan semakin ketat. Tabel 1.1 menunjukkan bahwa variabel

kepemilikan institusional mengalami kenaikan dari 62,51% menjadi 62,90% pada tahun 2013, kenaikan ini diikuti dengan kenaikan DER pada periode tersebut. Pada tahun 2017 kepemilikan institusional mengalami penurunan sedangkan DER mengalami kenaikan. Hasil ini tidak konsisten dengan *agency theory* karena kepemilikan institusional mempunyai wewenang untuk mengawasi kinerja manajer. Sehingga semakin tinggi prosentase kepemilikan institusional maka pengawasan akan semakin efektif (Jansen dan Mackling, 1976). Implikasinya adalah kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang negatif terhadap kebijakan hutang yang akan digunakan oleh perusahaan untuk operasionalnya.

Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang tercermin pada total aktiva. Menurut Gharaibeh (2015) ukuran perusahaan dapat dilihat dari besarnya total aset perusahaan. Nuraina (2012) menyatakan bahwa perusahaan besar relatif lebih mudah untuk mengakses ke pasar modal karena memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana yang lebih besar. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin mudah untuk mendapatkan laba sehingga akan menurunkan penggunaan hutang sebagai modal operasional perusahaan.

Tabel 1.1 menunjukkan bahwa dari tahun 2012 hingga tahun 2015 SIZE selalu mengalami peningkatan, begitupun dengan DER yang selalu mengalami peningkatan pada periode tersebut. Hasil tersebut tidak sejalan dengan asumsi *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan besar memiliki tingkat penjualan dan menghasilkan laba yang besar pula.

Sehingga ukuran perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan kebijakan hutang atau dapat dikatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka akan semakin sedikit hutang yang digunakan perusahaan sebagai modal (Nafisa, 2016). Namun, pada kenyataannya peningkatan ukuran perusahaan tidak diikuti dengan penurunan penggunaan hutang.

Rasio profitabilitas digunakan oleh perusahaan untuk mengetahui sejauh mana kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Rasio profitabilitas dalam penelitian ini didasarkan pada penelitian Gharaibeh (2015) dimana *Return on Equity* (ROE) merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban terhadap modal sendiri yang dimiliki (Brigham dan Houston, 2014). Perusahaan dengan laba yang tinggi akan membiayai kebutuhan operasional dengan mengutamakan pendanaan secara internal yaitu laba ditahan dibandingkan secara eksternal atau penggunaan hutang (Hidayat, 2013). Jadi, apabila ROE mengalami peningkatan, maka DER akan mengalami penurunan.

Tabel 1.1 menunjukkan bahwa ROE mengalami penurunan dari 23,65% pada tahun 2014 menjadi 19,81% pada tahun 2015. Kenaikan tersebut diikuti dengan kenaikan DER yang semula 0,86x pada tahun 2014 menjadi 0,91x pada tahun 2015. Hasil tersebut juga terjadi pada tahun 2017, dimana ROE mengalami kenaikan menjadi 22,60% dan DER juga mengalami kenaikan menjadi 0,92x pada periode tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi ketidaksesuaian antara hasil dengan teori, dimana kenaikan profitabilitas (ROE) akan menurunkan penggunaan hutang (DER). Semakin

tinggi laba yang diperoleh perusahaan maka akan semakin sedikit penggunaan hutang untuk membiayai operasional perusahaan. *Pecking order theory* menyatakan bahwa dalam memilih sumber pendanaan perusahaan akan menggunakan modal internal (laba ditahan) sebagai pilihan pertama, dan ketika membutuhkan modal dari sumber eksternal perusahaan akan memilih menggunakan hutang (Myers dan Majluf, 1984).

Selain adanya *fenomena gap*, ditemukan pula ketidakkonsistenan hasil penelitian yang dilakukan oleh para peneliti terdahulu mengenai kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang yang dapat dilihat pada tabel 1.2 dibawah ini:

**Tabel 1.2.**  
**Ringkasan *Research Gap***

<b><i>Research Gap</i></b>	<b>Isu</b>		<b>Hasil Penelitian</b>
Perbedaan pengaruh kepemilikan manajerial (IO) terhadap kebijakan hutang (DER)	<i>Agency problem</i> bisa berkurang bila manajer bertindak tidak hanya sebagai pengelola namun juga sebagai pemilik perusahaan. Jadi semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka keputusan penggunaan hutang akan semakin menurun. Sehingga kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.	Maftukhah (2013)	Negatif dan signifikan
		Gharaibeh (2015)	Negatif dan tidak signifikan
		Yulianto (2013)	Positif dan signifikan
		Iryanti dan Pangestuti (2016)	
			Negatif dan signifikan
Perbedaan pengaruh Kepemilikan	Semakin meningkatnya proporsi kepemilikan Institusional, maka <i>monitoring</i> terhadap kinerja	Maftukhah (2013)	Negatif dan tidak signifikan

<i>Research Gap</i>	<b>Isu</b>		<b>Temuan</b>
Institusional INST) terhadap Kebijakan Hutang (DER)	perusahaan semakin baik dan akan mengurangi hutang. Sehingga Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap DER	Nuraina (2012)	Positif dan signifikan
		Putri dkk (2013)	Positif dan signifikan
		Surya dan Rahayuningsih (2012)	
			Negatif dan signifikan
Perbedaan Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (DER)	Besarnya ukuran perusahaan berpengaruh pada keputusan pendanaan yang akan dipilih. Perusahaan yang besar akan semakin mudah mendapatkan laba dan hutang akan berkurang. Sehingga ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap utang.	Gharabieh (2015)	Positif dan signifikan
		Nuraina (2012)	Negatif dan signifikan
		Haryanto (2014)	Negatif dan signifikan
Perbedaan Pengaruh Profitabilitas (ROE) terhadap Kebijakan Hutang (DER)	Profitabilitas yang tinggi, perusahaan akan memilih sumber pendanaan internal untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Sehingga dana eksternal menjadi pilihan yang terakhir. Sehingga Profitabilitas berpengaruh negatif.	Nafisa dkk (2016)	Negatif dan signifikan
		Gharaibah (2015)	Positif dan signifikan
		Surya dan Rahayuningsih (2012)	Positif dan signifikan

**Sumber: Penelitian terdahulu, 2018**

Penelitian mengenai struktur kepemilikan, *firm size* dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang telah banyak dilakukan. Namun masih banyak inkonsistensi hasil dari beberapa penelitian, sehingga perlu adanya penelitian

lebih lanjut mengenai pemilihan sumber pendanaan perusahaan. Selain itu, perbedaan waktu penelitian, objek penelitian, sampel, serta kondisi suatu perusahaan memungkinkan adanya perbedaan hasil penelitian yang didapat dan dapat memperkuat hasil penelitian terdahulu. Penelitian ini, akan dilakukan pada perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI). Indeks LQ45 dipilih sebagai objek penelitian karena perusahaan yang termasuk di dalamnya merupakan perusahaan yang nilai sahamnya paling likuid dan merupakan gabungan perusahaan dari semua sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

## **1.2. Identifikasi Masalah**

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka dapat diidentifikasi permasalahan yang ditemui yaitu terjadi ketidaksesuaian pada teori yang digunakan.

1. Ketidaksesuaian dengan teori keagenan
  - a. Kepemilikan manajerial menjadi salah satu cara untuk mengatasi masalah keagenan dalam perusahaan. Yulianto (2013) menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan saham manajer (*agent*) akan menurunkan biaya keagenan. Namun, menurut Maftukhah (2013) dan Gharaibeh (2015) bahwa kepemilikan manajerial dapat menambah biaya keagenan sehingga dapat meningkatkan besarnya hutang.
  - b. Kepemilikan institusional akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd at all, 1998), yang akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan. Menurut

Nuraina (2016) kepemilikan institusional dapat mengurangi masalah keagenan yang berdampak pada penurunan *agency cost*. Putri dkk (2013) dan Surya dan Rahayuningsih (2013) mempunyai pendapat yang berbeda bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin besar biaya keagenan yang akan dikeluarkan oleh perusahaan.

## 2. Ketidaksesuaian dengan *pecking order theory*

- a. Ukuran perusahaan yang semakin besar, maka akan semakin mudah pula dalam memperoleh laba yang diharapkan. Sehingga perusahaan akan lebih memilih laba ditahan sebagai sumber permodalan (Myers dan Majluf, 1984 ). Nuraina (2012), Gharaibeh (2015), dan Haryanto (2014) dalam penelitiannya menunjukkan hasil yang tidak sesuai dengan *pecking order theory*.
- b. Semakin tinggi tingkat profitabilitas maka semakin mudah perusahaan untuk mendanai operasionalnya (Tarazi, 2013). Menurut Garbieh (2015) dan Nafisa dkk (2016) bahwa besarnya profitabilitas tidak mempengaruhi besarnya hutang perusahaan, dan hal tersebut tidak sesuai dengan teori yang ada.

### 1.3. Cakupan Masalah

Peneliti memberikan batasan masalah untuk menghindari terlalu meluasnya permasalahan dalam penelitian ini, yaitu pada faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang berdasarkan research gap dari penelitian terdahulu yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran

perusahaan dan profitabilitas. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 tahun 2012-2017.

#### **1.4. Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang dapat dirumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial memiliki rata-rata hutang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.
2. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
3. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
4. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang?

#### **1.5. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah, maka tujuan dalam penelitian ini adalah untuk:

1. Mengetahui apakah perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial memiliki rata-rata hutang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.
2. Mengetahui apakah kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
3. Mengetahui apakah ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
4. Mengetahui apakah profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

#### **1.6. Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan beberapa manfaat.

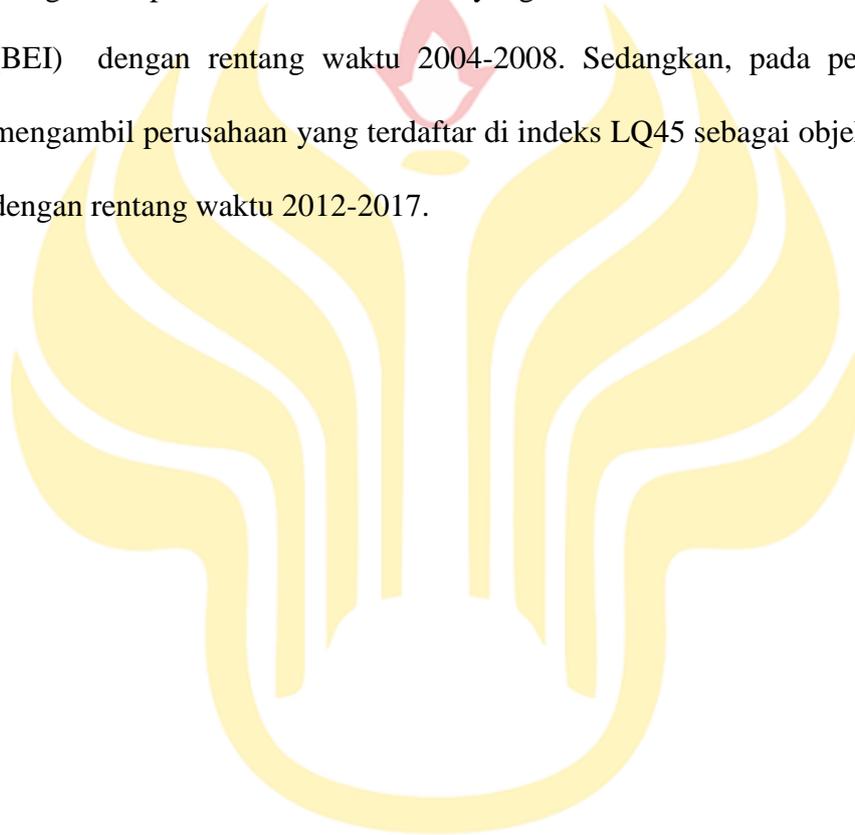
1. Manfaat secara empiris, penelitian ini akan menjawab pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang.
2. Manfaat secara praktis
  - a. Bagi perusahaan, hasil dari penelitian ini dapat dijadikan pertimbangan dalam penentuan kebijakan hutang (*debt ratio*). Perhitungan kuantitatif diharapkan dapat menunjukkan pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap kebijakan hutang sehingga manajer keuangan dapat mengambil keputusan mengenai hutang bagi perusahaan.
  - b. Bagi kreditur, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan kreditur maupun calon kreditur mengenai faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan hutang. Kreditur dapat membaca sinyal mengenai kemampuan perusahaan di masa depan dalam memenuhi kewajibannya, sehingga kreditur dapat membuat keputusan untuk menanamkan atau meminjamkan modalnya terhadap perusahaan.
  - c. Bagi peneliti selanjutnya, dapat dijadikan sebagai referensi penelitian kaitannya dengan pemilihan sumber pendanaan perusahaan.

### **1.7. Orisinalitas Penelitian**

Penelitian ini dilakukan dengan mengacu pada penelitian Gharaibeh (2015) dan Maftukhah (2013), dan melihat hasil penelitian-penelitian terdahulu yang melakukan penelitian tentang struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan terhadap struktur modal. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu terletak pada variabel yang digunakan. Pada penelitian ini

menambahkan variabel ukuran perusahaan dan profitabilitas sebagai variabel independen.

Selain itu, dalam penelitian Maftukhah (2013) objek penelitian mengambil perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan rentang waktu 2004-2008. Sedangkan, pada penelitian ini mengambil perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 sebagai objek penelitian dengan rentang waktu 2012-2017.



**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

#### 2.1. Kajian Teori Utama (*Grand Theory*)

##### 2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jansen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa teori keagenan menggambarkan hubungan antara pemegang saham (partisipal) dan manajemen (agen) dimana keduanya mempunyai kepentingan yang berbeda. Prinsipal adalah pihak yang memberikan wewenang kepada agen (manajer) untuk bertindak atas nama prinsipal, sedangkan agen adalah pihak yang diberi wewenang oleh prinsipal untuk menjalankan perusahaan (Prabowo, 2014). Perbedaan kepentingan dalam perusahaan sering kali terjadi antara agen sebagai pengurus jalannya perusahaan dan sebagai pengambil keputusan atas nama pemilik dengan prinsipal sebagai pemilik perusahaan yang memberi kuasa kepada agen untuk mengelola perusahaan (Haryanto, 2014). Manajemen seringkali bertindak tidak seperti yang diharapkan oleh pemegang saham karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, dimana hal tersebut dapat menambah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan.

Jensen dan Meckling(1976) menyatakan bahwa teori keagenan digunakan untuk perusahaan yang mempunyai sistem kepemilikan dan pengelolaan yang terpisah, seperti pada perusahaan besar modern. Pemisahan “kepemilikan” dan

“pengelolaan” menyebabkan timbulnya masalah yang disebut dengan *agency problem* (Jansen dan Mackling, 1976). Menurut Brigham dan Houston (2006b) hubungan keagenan terjadi ketika suatu individu yang disebut sebagai *principal* menyewa individu atau organisasi lain yang disebut sebagai agen untuk melakukan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Sedangkan menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara agen dan *principal*. Pemisahan ini lah yang menyebabkan terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dengan para manajer. Menurut Yulianto (2013) masalah keagenan akan terjadi bila kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%.

Oleh karena itu, suatu mekanisme pengawasan sangat diperlukan untuk meminimumkan konflik kepentingan pada kedua pihak tersebut. Namun, kegiatan pengawasan tersebut tentunya menimbulkan biaya yang disebut dengan biaya agensi (*agency cost*) (Maftukahah, 2013). Menurut Jensen dan Mackling (1976), *agency cost* merupakan besarnya jumlah biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen. (Jansen dan Mackling, 1976). Pengawasan tersebut dapat dilakukan dengan 3 cara (Masdupi, 2005). Pertama, meningkatkan *insider ownership*. Peningkatan persentase kepemilikan menjadi motivasi bagi para agen untuk meningkatkan kinerja dan tanggung jawab dalam bekerja, sehingga dapat bertindak sesuai dengan keinginan prinsipal.

Kedua, penggunaan hutang sebagai pengawasan eksternal perusahaan. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi biaya keagenan, namun penggunaan hutang yang terlalu besar dapat menyebabkan konflik antara

*shareholder* dengan *debtholder* sehingga memunculkan biaya keagenan hutang. Ketiga, meningkatkan kepemilikan institutional yang dapat mendorong peningkatan pengawasan terhadap kinerja manajemen. Tingkat kepemilikan dalam perusahaan menjadi sebuah kekuatan untuk mendukung atau menentang kepentingan manajemen. Peningkatan pengawasan terhadap kinerja manajemen, maka konflik keagenan yang terjadi akan berkurang.

### **2.1.2. Pecking Order Theory**

Menurut Myers dan Majluf (1984) *Pecking order theory* adalah teori yang menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan-urutan referensi dalam memilih sumber pendanaan. Dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan dana yang dihasilkan oleh internal perusahaan (laba ditahan), kemudian ketika membutuhkan dana eksternal, perusahaan akan mencari dana yang diawali dengan hutang atau obligasi, dan jika masih belum terpenuhi perusahaan akan menerbitkan saham (Myers dan Majluf 1984). Sehingga, perusahaan akan memaksimalkan pembiayaan dengan sumber dana internal terlebih dahulu karena biaya untuk mendapatkannya lebih murah dibandingkan dengan dana eksternal.

*Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang profitable (menguntungkan) pada umumnya meminjam dana dalam jumlah yang sedikit (Hidayat, 2013). Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang

yang lebih besar karena alasan dana internal tidak mencukupi kebutuhan dan hutang merupakan sumber dana eksternal yang disukai. Hal tersebut karena biaya emisi hutang jangka panjang jauh lebih murah dibandingkan biaya emisi penerbitan saham baru (Hidayat, 2013). Selain itu, penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Myers (1984) menjelaskan bahwa dengan adanya asimetri informasi, menerbitkan ekuitas akan menjadi berita buruk bagi para investor. Investor beranggapan bahwa penerbitan ekuitas baru dilakukan oleh para manajer apabila saham perusahaan dinilai lebih tinggi (Sofyaningsih, 2011). Pengumuman mengenai penerbitan ekuitas baru menyebabkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham turun (Mayers, 1984).

## **2.2. Kajian Variabel Penelitian**

### **2.2.1. Kebijakan Hutang**

*Pecking order theory* oleh Myers (1984), perusahaan mengutamakan pendanaan ekuitas internal, dalam hal ini laba ditahan daripada pendanaan dengan ekuitas eksternal yaitu penerbitan saham baru. Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal maka hutang menjadi pilihan pertama. Keputusan pendanaan dengan menggunakan hutang akan berdampak pada nilai perusahaan dan struktur modal. Nafisa dkk (2016) mengemukakan bahwa kebijakan hutang merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen untuk memperoleh sumber pembiayaan yang diperuntukkan bagi aktivitas operasional perusahaan. Menurut Nuraiana (2012) kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Para pemilik perusahaan lebih

suka jika perusahaan menggunakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang adalah suatu kebijakan pendanaan yang berasal dari dana eksternal perusahaan yang diambil oleh manajer untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya.

Menurut Jansen dan Meckling (1976), penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan. Penggunaan hutang dalam pengambilan keputusan pendanaan harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang dibayarkan secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Selain itu, apabila manajer tidak mampu memenuhi kewajiban atas penggunaan hutang maka perusahaan akan berisiko bangkrut dan dapat mengancam posisi manajer (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Kemampuan perusahaan dalam mengelola hutang menjadi salah satu cara untuk menarik minat investor untuk menanamkan modalnya.

### **2.2.2. Kepemilikan Manajerial**

Menurut Jannah dan Khoiruddin (2017) *insider ownership* atau kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham di dalam suatu perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Hidayat (2013) menyatakan *insider ownership* merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan atau

dengan kata lain manajer memiliki saham perusahaan. Berdasarkan pengertian-pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial merupakan kondisi dimana manajer perusahaan merangkap jabatan sebagai majemen perusahaan sekaligus pemegang saham yang turut aktif dalam pengambilan keputusan.

Kepemilikan perusahaan digunakan oleh pengelola untuk melakukan aktifitas sesuai dengan kepentingan pemilik. Manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang dibuat dan ikut menanggung risiko yang di dapat dari keputusan tersebut. Persentase kepemilikan manajerial dalam laporan keuangan menjadi informasi yang penting bagi pengguna laporan keuangan.

### **2.2.3. Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham dari pihak eksternal yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan (perusahaan lain, bank, asuransi, dan lain sebagainya) (Shien, et.al., 2006; dalam Sabrinna 2010). Menurut Jannah dan Khoirudin (2017) kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi. Sedangkan Gedajlovic dan shapiro (2002) menyatakan bahwa kepemilikan saham institusional merupakan salah satu *monitoring agen* yang memainkan perananan penting secara aktif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang dipertaruhkan di dalam perusahaan, mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Jadi, kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham

oleh pihak eksternal yang dijadikan sebagai mekanisme *monitoring* terhadap kinerja manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Prosentase kepemilikan institusional diukur melalui perbandingan antara kepemilikan saham institusi dengan jumlah saham yang beredar (Maftukhah, 2013). Besarnya investasi yang ditanamkan dalam perusahaan sangat mempengaruhi ketatnya pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional. Bhatala et., al (1994; dalam Sabrinna 2010) mengemukakan bahwa keberadaan kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol *agency cost*. Pemegang saham institusional memiliki presentase kepemilikan saham lebih besar sehingga memungkinkan untuk mengawasi manajemen dan mempengaruhi pimpinan perusahaan (Pratiwi dan Yulianto, 2016). Semakin besar kepemilikan institusional maka akan semakin besar kekuatan institusi untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen. Adanya pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajer maka dalam pengambilan keputusan pendanaan manajer akan lebih berhati-hati.

#### **2.2.4. Ukuran Perusahaan**

Sujoko dan Soebiantoro (2007) mendefinisikan ukuran perusahaan adalah cerminan besar kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari nilai total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun. Menurut Prasetyorini (2013) ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara antara lain dengan total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain-lain. Sedangkan menurut Nuriana (2012) ukuran perusahaan

menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan rata-rata total aktiva. Jadi, ukuran perusahaan merupakan keefektifan dari sebuah perusahaan dalam menjalankan aktivitas perusahaannya yang tercermin dari total aktiva.

Perusahaan yang berukuran besar memiliki pemegang kepentingan yang lebih luas sehingga berbagai kebijakan perusahaan besar akan berdampak lebih besar terhadap kepentingan publik dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal karena memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana yang lebih besar. Adanya kemudahan tersebut, menjadi sinyal positif bagi investor bahwa *size* bisa memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

#### **2.2.5. Profitabilitas**

Menurut Brigham dan Houston (2010) profitabilitas adalah sekelompok rasio yang menunjukkan kombinasi dari pengaruh likuiditas, manajemen aset dan utang pada hasil operasi. Weston dan Copeland (1999) menyatakan bahwa rasio profitabilitas adalah mengukur efektifitas manajemen yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan investasi perusahaan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas adalah salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

Tingkat profitabilitas perusahaan merupakan salah satu informasi penting yang digunakan oleh kreditur untuk mengetahui kemampuan perusahaan menghasilkan laba terhadap kewajiban yang digunakan. Selain kreditur, tingkat

profitabilitas juga digunakan investor untuk memprediksi seberapa besar penggunaan nilai atas saham yang dimiliki perusahaan. ROE (*Return On Equity*). ROE menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan modal sendirinya sehingga besarnya ROE mengidentifikasi tingkat efisiensi perusahaan dalam mengelola modal untuk menghasilkan laba. Semakin tinggi rasio ROE menunjukkan semakin efisien menggunakan modal sendiri untuk menghasilkan laba bersih perusahaan (Brigham dan Houston, 2014).

### 2.3. Kajian Penelitian Terdahulu

Peneliti tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai keputusan perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan. Penelitian terdahulu yang menguji hubungan atau pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, profitabilitas terhadap kebijakan hutang menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Berikut ini beberapa penelitian terdahulu yang menguji tentang kebijakan hutang.

**Tabel 2.1.**

**Penelitian Terdahulu**

Peneliti		Hasil Penelitian
Iryanti dan Pangestuti (2016)	Pengaruh <i>corporate governance</i> terhadap struktur modal	Kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan terhadap DER sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap DER
	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran	Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional,

Peneliti		Hasil Penelitian
	Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, <i>Free Cash Flow</i> dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia	dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap DER.
	<i>The Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Kuwait</i>	Dalam keputusan pendanaan ukuran dan profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan, akan tetapi hubungan struktur kepemilikan dengan keputusan pendanaan adalah negatif tidak signifikan.
	Analisis Pengaruh Kepemilikan institusional, <i>Free Cash Flow</i> , <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening	Kepemilikan institusional dan profitabilitas secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
	<i>Determinan of capital structure : evidence from thailand panel data</i>	Ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh dominan terhadap keputusan pendanaan
	Keputusan struktur modal dan kebijakan dividen sebagai mekanisme mengurangi masalah keagenan	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap DER yang mengindikasikan bahwa peningkatan utang akan meningkatkan monitoring yang dilakukan oleh kreditor terhadap perilaku manajerial

Peneliti		Hasil Penelitian
Surya dan Rahayuningsih (2012)	Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Dalam Bursa Efek Indonesia	Profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh pada kebijakan hutang, namun kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang
	Pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan	Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh.
Shaheen dan Malik (2012)	<i>The Impact of Capital Intensity, Size of Firm And Profitability on Debt Financing In Textile Industry of Pakistan</i>	Ukuran dan profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif terhadap hutang.
Fahlenbrach dan Stulz (2009)	<i>Managerial ownership dynamics and firm value</i>	Peningkatan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan yang akan meningkatkan nilai perusahaan

Sumber: penelitian terdahulu, 2018

## 2.4. Kerangka Berpikir

### 2.4.1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

*Agency theory* (Jansen dan Meckling, 1976) menjelaskan tentang *agency problem* yang merupakan akibat dari adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. *Insider ownership* merupakan sistem

pengawasan untuk menyamakan kepentingan antara manager dan pemegang saham sehingga akan meminimalkan *agency problem*. Besarnya proporsi *insider ownership* bisa menyamakan kepentingan yang kemudian dapat meminimumkan *agency cost*. Jika kepemilikan saham sedikit, kemungkinan perilaku oportunistik manajemen akan semakin tinggi. Penentuan sumber pendanaan, hutang menjadi salah satu sumber dana yang tidak menarik bagi manager, sebab akan menambah risiko terhadap perusahaan dan dirinya.

Penelitian yang dilakukan oleh Putri dkk (2013) menemukan hasil kepemilikan manajerial dapat menyamakan kepentingan insider dengan pemegang saham dan akan mengurangi penggunaan hutang untuk meminimumkan *cost agency*. Menurut Surya dan Rahayuningsih (2012) dalam penelitiannya menemukan hasil bahwa semakin besar tingkat kepemilikan manajerial yang dimiliki, berdampak negatif terhadap DER. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial lebar, maka penggunaan hutang perusahaan akan semakin sedikit. Kepemilikan manajerial akan memperketat pengawasan terhadap perilaku manajer dalam mengambil keputusan pendanaan, sehingga perusahaan akan lebih sedikit menggunakan pendanaan eksternal yang berupa hutang. Maftukhah (2013) juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang negatif dengan DER. Kesimpulannya bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial rata-rata hutangnya lebih rendah.

#### **2.4.2. Pengaruh kepemilikan institutional terhadap Kebijakan Hutang**

*Agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976) menjelaskan bahwa pemegang saham (prinsipal) mempunyai kepentingan yang berbeda dengan manajemen (agen). Perbedaan kepentingan tersebut memicu terjadinya konflik keagenan yang menyebabkan timbulnya *agency cost*. Kepemilikan institusional memiliki peran dalam meminimalkan *agency cost* karena dengan kepemilikan yang besar maka tingkat pengawasan menjadi lebih ketat sehingga mampu mengendalikan perilaku opportunistik manager agar selaras dengan kepentingan principal (Yulianto, 2013). Hal ini menyebabkan manager mengurangi hutang dan membantu mengurangi *agency cost*.

Tingkat kepemilikan yang tinggi akan mengurangi peran hutang sebagai alat kontrol manajemen sehingga dapat mengurangi masalah keagenan (Masdupi, 2005). Menurut Maftukhah (2013) mengemukakan bahwa kepemilikan institusional akan cenderung mendorong peningkatan pengawasan optimal terhadap kinerja manajemen terutama pengambilan keputusan mengenai hutang. Kesimpulannya bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negative terhadap kebijakan hutang.

#### **2.4.3. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang**

Ukuran perusahaan menurut (Nuriana, 2012) menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan rata-rata total aktiva. Jadi ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki oleh perusahaan. *Pecking order theory*

dijelaskan bahwa perusahaan akan lebih memilih menggunakan sumber dana internal daripada sumber dana eksternal dalam membiayai operasional perusahaan. Perusahaan besar mempunyai aset yang lebih besar dan berpeluang untuk menghasilkan pendapatan yang lebih besar sehingga perusahaan cenderung menggunakan laba perusahaan untuk di investasikan kembali (Hidayat, 2013). Nuraina (2012) menemukan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*. Hasil tersebut mendukung penelitian Tarizi (2013) yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara *firm size* dengan *leverage*.

Ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada semakin besar perusahaan, maka tingkat pertumbuhan penjualan semakin tinggi sehingga laba perusahaan meningkat dan mengurangi penggunaan hutang (Nafisa, 2016). Ini berarti bahwa *firm size* mempunyai hubungan yang negatif dengan *debt to equity ratio*. Kesimpulannya bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

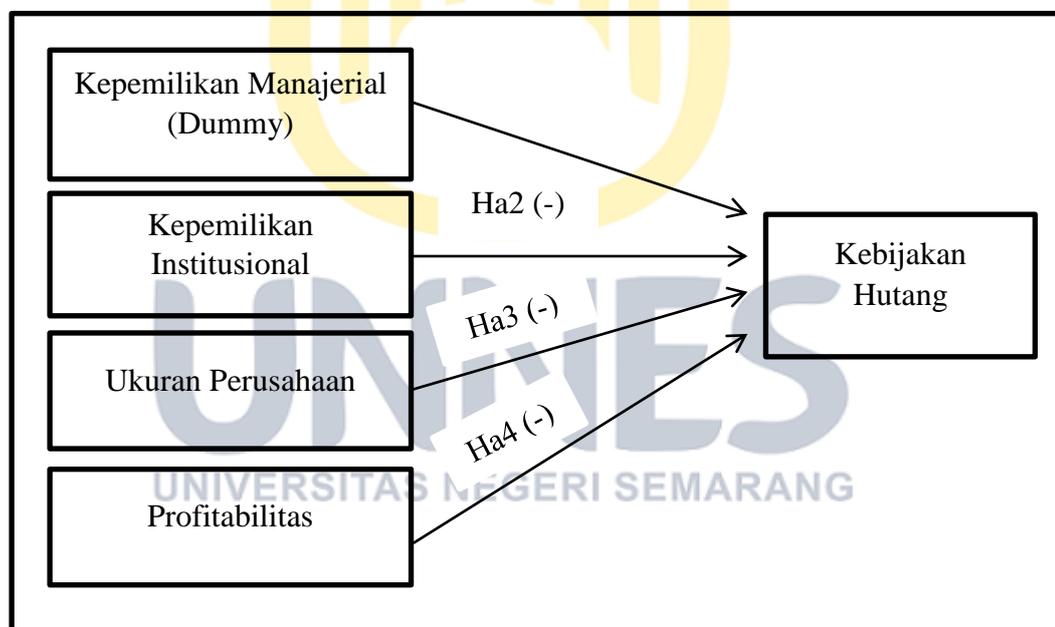
#### **2.4.4. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang**

Berdasarkan *pecking order theory*, penggunaan modal eksternal menjadi pilihan terakhir dalam penggunaan sumber pendanaan suatu perusahaan. Namun, ketika laba ditahan lebih kecil dari kewajiban dan aset membeli lebih besar dari kewajiban lancar, maka perlu pembiayaan eksternal (Yulianto, et al, 2015). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa menurut *pecking order theory* profitabilitas berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan (Zhang, 2004).

Gharaibeh (2015) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa secara statistik profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt to equity ratio*.

Rasio hutang akan turun ketika keuntungan perusahaan meningkat. penelitian tersebut didukung oleh penelitian Tarazi (2013) yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memprioritaskan penggunaan dana internal daripada hutang ketika perusahaan memiliki profitabilitas yang lebih tinggi. Dengan kata lain, perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki tingkat hutang yang rendah. Kesimpulannya bahwa pengaruh profitabilitas terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) adalah berpengaruh negatif.

Berdasarkan uraian di atas, maka kerangka berpikir pada penelitian ini digambarkan seperti gambar berikut:



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini, 2018

Gambar 2.1 Kerangka Berpikir

## 2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teori dan kerangka pemikiran, maka hipotesis yang diajukan.

Ha1: Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial memiliki rata-rata hutang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.

Ha2: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Ha3: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Ha4: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.



## **BAB V**

### **PENUTUP**

#### **5.1. Simpulan**

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan dalam indeks LQ45 pada tahun 2012-2017, maka dapat disimpulkan beberapa hal adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial memiliki rata-rata kebijakan hutang yang lebih tinggi dibanding dengan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di BEI tahun 2012-2017.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di BEI tahun 2012-2017.
3. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di BEI tahun 2012-2017.
4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di BEI tahun 2012-2017.

## 5.2. Saran

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari penelitian ini, maka saran yang dapat diberikan yaitu:

1. Bagi perusahaan, sebagai dasar pertimbangan dalam mengambil keputusan mengenai pemilihan sumber pendanaan yang berasal dari dana eksternal yaitu hutang. Manajemen sebaiknya mengurangi proporsi penggunaan hutang dalam pelaksanaan operasi sehingga dapat mengurangi terjadinya *financial distress*. Penggunaan hutang yang tinggi juga mempunyai dampak yang baik bagi perusahaan yaitu dapat mengurangi besarnya pajak yang dibayarkan. Akan tetapi, apabila perusahaan sedang berada pada masa sulit dan laba operasi tidak mencukupi untuk membayar beban bunga, maka pemegang saham harus menutup kekurangannya tersebut. Peneliti juga menyarankan perlunya perluasan kepemilikan saham sebagai pengontrol kegiatan manajemen perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang pada akhirnya dapat mengurangi praktik-praktik yang tidak sehat yang dapat merugikan pemegang saham.
2. Bagi kreditur dan calon kreditur, sebagai pertimbangan untuk memberikan pinjaman (hutang). Berdasarkan hasil penelitian, ukuran perusahaan dan profitabilitas menjadi aspek yang harus dipertimbangkan dalam memberikan pinjaman berupa hutang. Ukuran perusahaan yang semakin besar maka kreditur akan semakin mudah mendapatkan informasi mengenai perusahaan, dan semakin tinggi profitabilitas

menunjukkan kemampuan perusahaan semakin baik dalam mendapatkan laba dan akan semakin baik pula dalam memenuhi kewajibannya.

3. peneliti selanjutnya, dapat dijadikan referensi penelitian kaitannya dengan keputusan pendanaan yang berasal dari sumber eksternal perusahaan yaitu kebijakan hutang. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini di masa mendatang dengan menguji kembali konsistensi hasil penelitian ini dengan mengembangkan variabel lain, seperti risiko keuangan, *free cash flow*, dan faktor-faktor lain yang mempengaruhi struktur pendanaan perusahaan. Penelitian lebih lanjut diharapkan dapat menggunakan sampel dari sektor selain indeks LQ45 sehingga diperoleh perbandingan hasil penelitian, serta penambahan jumlah periode penelitian.

## DAFTAR PUSTAKA

- Atmaja, L. S. (2008). *Teori & Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- 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.
- Brigham, Eugene F., dan Joel F. Houston. (2006a). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan Ali Akbar Yulianto. Edisi 10. Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- (2006b). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan Ali Akbar Yulianto. Edisi 10. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan Ali Akbar Yulianto. Edisi 11. Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Cahyaningdyah, D. Dan Ressany, Y. D. (2012). Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 3 ,No. 1,pp. 20-28.
- Fahlenbrach, Rudiger., Stulz, Rene, M. (2009). Managerial Ownership Dynamics and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, No. 3, pp: 342-361
- Gedajlovic, Eric dan Daniel M Shappiro, (2002), Ownership Structure and Firm Profitability in Japan, *Academy of Management Journal*, Vol. 45, No. 3, pp: 565-575.
- Gharaibeh, Ahmad Mohammad Obeid. (2015). The Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Kuwait. *European Journal of Business*. Vol. 3, No. 6, pp: 1-25.

- Ghozali, Imam, dan Dwi Ratmono. (2013). *Analisis Multivariate dan Ekonometrika (Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8)*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23 (Edisi 8)*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hardiningsih, Pancawati dan R. M. Oktaviani. (2012). Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan*. Vol. 1, No. 1, Hal.11-24.
- Hidayat, Muhammad. S. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Manajemen*, Vol. 1, No. 1, pp: 12-25.
- ICMD.2017. *Indonesia Capital Market Director.2017*
- Indriani, Astiwi., dan Widyarti, Endang Tri. (2013). Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan yang Sahamnya Masuk Jakarta Islamic Index. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4, No. 1, pp: 59-68.
- Iryanti, Ika., dan Pangestuti, Irine R.D. (2016). Pengaruh Corporate Governance terhadap Struktur Modal. *Tesis*. Semarang: FE UNDIP.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, May 1986, Vol.76, No. 2, pp. 323-329.
- 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.
- Kesuma, Ali. (2009). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public

di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 11, No. 1, pp: 38-45

Maftukhah, Ida. (2013). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4, No. 1, pp. 69-81.

Masdupi, E. (2005). Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 20, No. 1.

Moh'd, M. A., Perry, L. G & Rimbey, J. N. (1998). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review Social Science Research Network*, Agustus. Vol. 33, Issue 3, pp: 85-98.

Murhadi, W. R. (2013). *Analisis Laporan Keuangan Proyeksi dan Valuasi Saham*. Jakarta: Salemba Empat

Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal Of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 575-592.

Myers, Stewart C., dan N.S. Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, pp. 187-221.

Nafisa, Adita., Dzajuli, Atim., dan Djumahir. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Vol. 21, No. 2, pp: 122-135

Nuraina, Elva. (2012). Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansii*, Vol. 4, No. 1, pp. 51-70.

- Oktavilia, Shanty. Fafurida, & Khoruddin, Moh. (2017). Mapping Industry as the Strategy for Enhancing Competitiveness of Industry in Semarang Regency. *Advanced Science Letters*. Vol. 23 No. 8. Hal. 7131-7134.
- Prawibowo, Teguh. (2014). Analisis Pengaruh Persaingan terhadap Agency Cost. *Disertasi*. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Putri, Ginza, A.P., dan Chabachib, Mohammad. (2013). Analisis Pengaruh Kepemilikan institusional, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *Journal of Manajement*, Vol. 2, No. 2, pp. 1-15.
- Sanusi, Anwar. (2014). *Metodelogi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- 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.
- Sofyaningsih, Sri. (2011). Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. 3, No. 1, pp: 68-87.
- 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.
- Tarazi, Ramzi, E. N.(2013). Determinants of Capital Structure: Evidence from Thailand Panel Data. *Journal of Financial and Economics*, pp: 1-9
- Weston J. Fred dan Thomas E. Copeland.(1999). *Manajemen Keuangan Edisi Kedelapan Jilid 1*. Erlangga: Jakarta

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

Yulianto, Arief. (2013). Keputusan Struktur Modal dan Kebijakan Dividen sebagai Mekanisme Mengurangi Masalah Keagenan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 4(2). 161-179.

Yulianto, A. Suseno, D. A., & Widiyanto. (2015). Testing Pecking Order Theory and Trade Off Theory Models in Public Companies in Indonesia. *Handbook on Business Strategy and Social Sciences*, 3(4). 13-18.

Zhang, Y., Donald R. Deis, P. Huang, and J.S. Moffitt.(2004). Earnings Smoothing Choice, Firm Value and Corporate Monitoring. *Working Paper*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=591282](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=591282), September, p 1-40.