PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2013-2015

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Program Studi Akuntansi

Oleh :

JUSTICIA CAESARANY ANINDYAPUTRI

2013310268

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS

SURABAYA

2017

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

N a m a	: Justicia Caesarany Anindyaputri
Tempat, Tanggal lahir	: Tuban, 11 Februari 1995
N I M	: 2013310268
Program Studi	: Akuntansi
Program Pendidikan	: Sarjana
Konsentrasi	: Akuntansi Keuangan
J u d u l	: Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2013-2015

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen pembimbing,

Tanggal : 07 Maret 2017

(Dr. Dra. Diah Ekaningtias, AK., MM., CA)

Ketua Program Studi Sarjana Akuntansi,

Tanggal : 15 Maret 2017

(Dr. Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si., QIA., CPSAK)

THE EFFECT OF MANAGERIAL OWNERSHIP, INSTITUTIONAL OWNERSHIP AND DIVIDEND POLICY TO DEBT POLICY OF MANUFACTURING COMPANY LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE IN 2013-2015

Justicia Caesarany Anindyaputri
STIE Perbanas Surabaya
Email : **2013310268@students.perbanas.ac.id**
Jl. Wonorejo Utara 16, Rungkut, Surabaya – 60296, Indonesia

ABSTRACT

This study aims to determine how the effect of managerial ownership, institutional ownership, and dividend policy to corporate debt policy. This study uses sample of manufacturing company which listed on Indonesia Stock Exchange in 2013-2015 and selected using purposive sampling method.The sample that included criteria is 24 manufacturing company which listed in Indonesia Stock Exchange in 2013-2015.This study used the dependent variable debt policy, while the independent variables are managerial ownership, institutional ownership, and dividend policy. Data is collected by the method of documentation. Analysis technique used is multiple regression analysis. The result of research shows managerial ownership has negative influence to debt policy. Institutional ownership has negative influence to debt policy. Dividend policy has no significant influence to debt policy.

***Keyword** : Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividen Policy, Debt Policy, Pecking Order Theory*

PENDAHULUAN

Pada era globalisasi dan persaingan bisnis yang semakin ketat, industri bisnis dituntut untuk terus berkembang dan menyesuaikan diri dengan perubahan bisnis yang dinamis. Perusahaan atau industri bisnis tentu mempunyai tujuan jangka pendek maupun jangka panjang yang ingin dicapai. Tujuan jangka pendek yang ingin dicapai yaitu menghasilkan laba maksimal dengan berbagai sumber daya yang dimiliki, sedangkan tujuan jangka panjangnya adalah memaksimalkan nilai perusahaan.

Tujuan lain yang ingin dicapai adalah menjaga kelangsungan hidup perusahaan. Berkaitan dengan kelangsung-an hidup perusahaan, salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan merupakan suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi modal dan hutang. Keputusan pendanaan menyangkut aktivitas yang dilakukan untuk memperoleh atau mendapatkan dana serta menggunakan dana tersebut untuk mencapai tujuan perusahaan.

Salah satu keputusan pendanaan perusahaan adalah penggunaan dana eksternal berupa hutang. Teori yang mendukung penelitian ini adalah *Pecking Order Theory*, suatu teori yang men-jelaskan urut-urutan pendanaan untuk mendapatkan struktur modal yang optimal bagi perusahaan. *Pecking order theory* mengatakan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan (*internal financing*) daripada yang berasal dari eksternal perusahaan (*external financing*). Opsi

penggunaan sumber pendanaan dari eksternal baru akan dipilih apabila pendanaan dari sumber internal perusahaan tidak mencukupi untuk membiayai operasional perusahaan.

Terjadinya asimetri informasi dapat mempengaruhi keputusan pendanaan yang cocok bagi perusahaan. Perusahaan tidak ingin menanggung risiko yang besar, sehingga pemilik menginginkan manajer bertindak disiplin dalam memaksimalkan kemakmuran pemilik dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena pemegang saham atau pemilik perusahaan hanya peduli terhadap risiko sistematik perusahaan, karena mereka berinvestasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun, manajer lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

Selain pendanaan dari hutang, alternatif pendanaan lain yang dapat digunakan adalah peningkatan struktur kepemilikan, baik kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial memungkinkan manajer juga ikut ambil bagian dalam kepemilikan saham perusahaan. Manajer kemudian akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat menikmati sebagian keuntungan yang menjadi bagiannya. Kepemilikan institusional dapat meningkatkan kualitas dan kuantitas pengawasan manajer. Pengawasan tersebut akan mengaharuskan manajer untuk menjalankan perusahaan dengan mengarahkan pada tujuan utamanya yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Industri manufaktur di Indonesia saat ini sedang menghadapi beragai masalah, salah satu-nya terkait masalah permodalan atau pendanaan. Tumbuhnya industri manufaktur ternyata berdampak pada catatan utang luar negeri (ULN). Bank Indonesia (BI) mencatat utang luar negeri (ULN) pada sektor manufaktur naik 4,26% menjadi US$ 33,35 miliar pada bulan Juli 2014. ULN berdasarkan sektor ekonomi, sektor keuangan, manufaktur dan pertambangan merupakan tiga sektor dengan proporsi ULN terbesar, seperti yang ditunjukkan pada Gambar 1 berikut ini :

Sektor	QI-2014 (USD miliar)	Proporsi (%)	QII-2014 (USD miliar)	Proporsi (%)	Agust 2014 (USD miliar)	Proporsi (%)	Pertumbuhan*
Keuangan, persewaan, & jasa perusahaan	121,80	44,1%	126,71	44,4%	132,91	45,8%	9,1%
Manufaktur	31,76	11,5%	32,75	11,5%	33,86	11,7%	6,6%
Pertambangan	26,30	9,5%	28,06	9,8%	25,84	8,9%	-1,7%
Listrik, gas, dan air bersih	21,38	7,7%	22,81	8,0%	22,65	7,8%	6,0%
Jasa-jasa	18,65	6,8%	19,04	6,7%	19,15	6,6%	2,7%
Sektor lain	15,79	5,7%	15,27	5,4%	15,07	5,2%	-4,6%
Pengangkutan & komunikasi	12,25	4,4%	12,17	4,3%	12,25	4,2%	-0,1%
Bangunan	10,69	3,9%	10,50	3,7%	10,36	3,6%	-3,1%
Pertanian, peternakan, kehutanan, & perikanan	9,13	3,3%	9,15	3,2%	9,29	3,2%	1,8%
Perdagangan, hotel, & restoran	8,60	3,1%	8,62	3,0%	8,98	3,1%	4,5%
Total	**276,35**	**100,0%**	**285,06**	**100,0%**	**290,37**	**100,0%**	**5,1%**

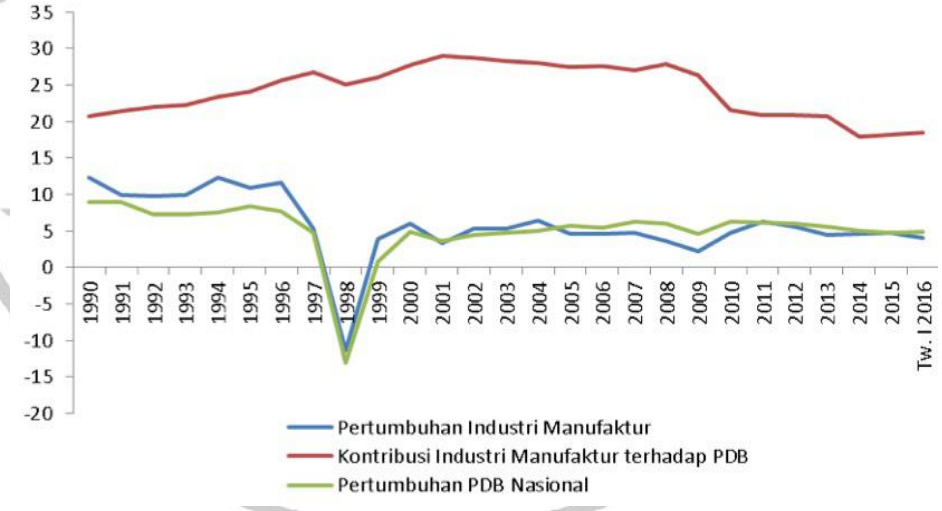
Sumber : http://www.kompasiana.com (Bank Indonesia, diolah)

Gambar 1
Porsi Utang Luar Negeri Indonesia

Pada bulan September 2015, Kementerian Keuangan merilis Peraturan Menteri Keuangan (PMK) Nomor 169/PMK.010/2015 tentang Penentuan Besarnya Perbandingan antara Utang dan Modal Perusahaan atau *Debt Equity Ratio* (DER). Peraturan ini digunakan untuk menentukan Perhitungan Pajak Penghasilan (PPh). Peraturan tersebut mengatur besarnya perbandingan antara utang dan modal ditetapkan paling tinggi sebesar empat dibanding satu (4:1) yang akan berlaku mulai tahun 2016. Apabila besar hutang perusahaan melampaui ketentuan DER 4:1, biaya pinjaman yang dapat diperhitungkan sebagai pengurang PPh hanya empat kali dari jumlah modal.

Alasan memilih perusahaan manufaktur sebagai populasi dalam penelitian adalah karena perkembangan sektor industri manufaktur di Indonesia cukup stabil. Sektor manufaktur juga menjadi sektor penopang perekonomian Indonesia di tengah ketidakpastian perekonomian dunia yang dibuktikan dengan tingkat pertumbuhan dan kontribusinya terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) sejak tahun 1999 sampai saat ini selalu positif. Bahkan krisis finansial global pada tahun 2008-2009 tidak berdampak besar bagi industri manufaktur Indonesia karena kondisinya cukup stabil dan tidak mengalami penurunan tajam seperti krisis moneter tahun 1998 (Budiyanti dalam Majalah Info Singkat Ekonomi dan Kebijakan Publik, 2016 : 14).

Gambar 2 memperlihatkan bahwa pertumbuhan industri manufaktur selalu beriringan dengan pertumbuhan PDB nasional. Hal tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan industri manufaktur selalu diikuti dengan peningkatan pertumbuhan ekonomi (Budiyanti dalam Majalah Info Singkat Ekonomi dan Kebijakan Publik, 2016 : 14).



Sumber: Bank Dunia dan BPS

Gambar 2
Perkembangan Industri Manufaktur, Kontribusi terhadap PDB, dan PDB Indonesia

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang mengelola suatu perusahaan. Saat ini sangat sedikit perusahaan manufaktur di Indonesia yang memiliki kepemilikan manajerial dalam susunan pemegang sahamnya. Adanya kepemilikan saham oleh manajemen memungkinkan pembatasan keputusan yang diambil oleh manajer tentang penggunaan hutang bagi perusahaan karena secara tidak langsung manajer memiliki kekayaan atas

perusahaan walaupun dalam jumlah yang kecil.

Penelitian Murtiningtyas (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan karena rendahnya kepemilikan manajerial perusahaan manufaktur di Indonesia jika dibandingkan dengan kelompok mayoritas lain. Hasil penelitian tersebut seolah mendukung penelitian yang dilakukan oleh Daud dkk (2015), Purnianti dan Putra (2016), serta Yuniarti (2013). Hasil yang berbeda dikemukakan oleh Sheisarvian dkk (2015) dan Hasan (2014) bahwa terdapat pengaruh signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau entitas lain. Adanya kepemilikan institusional mengakibatkan pengawasan yang lebih ketat terhadap keputusan yang dibuat oleh manajer terkait keputusan pendanaan. Hal itu umum terjadi karena besarnya kepemilikan institusional dibandingkan dengan kepemilikan saham yang lain.

Penelitian Purnianti dan Putra (2016) memberikan hasil yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Penyebabnya adalah investor institusi akan lebih konservatif dalam mengambil keputusan pendanaan dari hutang. Hasil penelitian yang hampir sama diungkapkan dalam penelitian Daud dkk (2015) dan Murtiningtyas (2012) yang menye-butkan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil signifikan positif tersebut disebabkan oleh kepemilkan institusional pada perusahaan manufaktur di Indonesia sangat besar.

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang sengaja dibuat oleh manajer untuk menentukan porsi kas yang akan dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham atau *retained earnings*. Pembagian dividen pada umumnya selalu dalam jumlah yang besar. Oleh karena itu manajemen membutuhkan dana tambahan menggunakan hutang untuk membagikan dividen kepada pemegang saham.

Sheisarvian dkk (2015) menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hubungan negatif tersebut menunjukkan bahwa semakin besar kebijakan dividen maka hutang yang digunakan perusahaan semakin kecil, sebaliknya semakin rendah kebijakan dividen maka hutang perusahaan akan semakin besar. Temuan berbeda diungkapkan dalam penelitian Murtiningtyas (2012) bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh pada kebijakan hutang perusahaan.

Adanya *research gap* dari penelitian-penelitian terdahulu menjadi motivasi utama untuk melakukan penelitian yang serupa. Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka diputuskan untuk melakukan penelitian yang berjudul "**Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2013-2015"**.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Pecking Order Theory

Pecking order theory menitik-beratkan pada urut-urutan pendanaan perusahaan dari opsi yang memiliki risiko paling kecil sampai yang memiliki risiko paling tinggi dalam menentukan struktur modal yang optimal bagi perusahaan. *Pecking order theory* mengatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan (*internal financing*) yang bersumber dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi daripada yang berasal dari eksternal perusahaan (*external*

financing). Opsi penggunaan sumber pendanaan dari eksternal baru akan dipilih apabila pendanaan dari sumber internal perusahaan tidak mencukupi untuk membiayai operasional perusahaan.

Myers (1984) menyimpulkan *pecking order theory* pada beberapa poin penting, yaitu :

1. Perusahaan lebih mengutama-kan pendanaan dari sumber internal.
2. Perusahaan akan menyesuaikan target *dividend payout ratio* (DPR) terhadap peluang investasi, namun perusahaan akan menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang ketat, fluktuasi profitabilitas dan adanya peluang investasi yang tidak terduga mengakibatkan sumber dana internal melebihi dan bahkan kurang dari kebutuhan investasi. Oleh sebab itu, jika sumber dana internal lebih kecil dari kebutuhan investasi, maka perusahaan menggunakan saldo kas atau menjual portofolio surat berharga yang dimiliki.
4. Jika perusahaan memerlukan pendanaan eksternal, perusahaan akan memilih sumber dana dari hutang daripada menerbitkan saham baru. Menerbitkan ekuitas baru me-rupakan pilihan terakhir karena biaya hutang lebih kecil dibandingakan emisi saham.

Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi justru memiliki tingkat hutang yang relatif rendah. Pendanaan internal yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan lebih disukai oleh perusahaan. Pendanaan melalui hasil kegiatan operasional perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan sudah mampu mendanai operasional perusahaan dengan modal sendiri, sehingga tidak terlalu banyak menggunakan hutang. Melalui pernyataan tersebut bukan berarti perusahaan menargetkan *debt to equity ratio* yang rendah, namun karena kebutuhan perusahaan terhadap pendanaan dari pihak eksternal dalam tingkat rendah (Purnianti dan Putra, 2016).

Hutang

Hutang di dalam lingkup akuntansi disebut juga sebagai kewajiban (liabilitas). Definisi liabilitas (hutang) menurut PSAK No. 57 tahun 2012 yaitu :

"Liabilitas adalah kewajiban kini entitas, timbul dari peristiwa masa lalu yang penyelesaiannya dapar mengakibat-kan arus kas keluar sumber daya entitas yang mengandung manfaat ekonomi".

Penyelesaian kewajiban masa kini tersebut biasanya mengharuskan perusahaan untuk mengorbankan sumber daya yang memiliki manfaat masa depan demi memenuhi tuntutan pihak lain (PSAK 57, 2012 : 10). Untuk menyelesaikan kewajiban tersebut, dapat dilakukan dengan berbagai cara misalnya dengan pembayaran kas, penyerahan aktiva, pemberian jasa, penggantian kewajiban dengan kewajiban yang lain atau, konversi kewajiban ekuitas.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan terkait pendanaan perusahaan yang bersumber dari luar perusahaan. Penentuan kebijakan hutang berkaitan dengan struktur modal perusahaan karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal perusahaan. Perusahaan yang baik idealnya memiliki komposisi modal sendiri yang lebih besar daripada hutang (Harahap, 2011 : 306).

Kebijakan hutang menggambarkan seberapa besar perusahaan menggantung-kan diri pada hutang dibandingkan dengan ekuitas. Besar kecilnya kebijakan hutang dapat diukur memalui *Debt to Equity Ratio* (DER). DER dapat dihitung dengan membagi total hutang dan total ekuitas (Brigham dan Houston, 2010 : 143).

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang memiliki peran yang penting dalam upaya mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (*bonding mechanism*). *Bonding mechanism* digunakan untuk menyamakan kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham dengan mengikat kekayaan pribadi manajer ke dalam kekayaan perusahaan

Pecking Order Theory menjelaskan bahwa untuk melakukan investasi dengan penggunaan dana internal, resikonya lebih kecil dibandingkan dengan menggunakan dana eksternal. Para pemegang saham yang sekaligus sebagai manajer perusahaan mungkin lebih suka menggunakan dana internal untuk membiayai investasinya.

Beberapa peneliti mengatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan karena di Indonesia, kepemilikan manajerial pada perusahaan masih rendah dibandingkan dengan kelompok lain dalam perusahaan. Oleh sebab itu, manajer perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia bukan merupakan salah satu faktor penentu dalam pengambilan kebijakan dari hutang. Namun lebih banyak peneliti yang menemukan adanya pengaruh signifikan negatif kepemilikan manajerial pada kebijakan hutang. Penyebabnya yaitu sikap hati-hati manajer dalam membuat keputusan pendanan melalui hutang karena manajer merasa memiliki sebagian kekayaan perusahaan dari saham yang dimiliki. Dengan demikian manajer yang sekaligus menjadi pemegang saham akan berusaha meminimalisir risiko hilangnya kekayaan atas investasi saham yang dimilikinya pada perusahaan yang dikelolanya sendiri. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Pemegang saham mempekerjakan manajer dengan tujuan untuk dapat menjalankan aktivitas bisnis perusahaan agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan seperti yang diharapkan pemegang saham. Adanya kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan memungkinkan adanya pengawasan dari investor institusi kepada manajer dalam penggunaan hutang supaya tidak melebihi modal sendiri serta agar manajer tidak menggunakan hutang untuk suatu hal yang tidak menguntungkan perusahaan atau bahkan untuk kepentingan pribadi manajer. Adanya pengawasan yang lebih itu menyebabkan manajer menggunakan hutang yang rendah untuk menghindari *financial distress* dan risiko kebangkrutan.

Selaras dengan *pecking order theory*, setiap perusahaan tentu akan memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan. Dengan tingginya kepemilikan institusional dalam perusahaan, maka investor institusi akan mengoptimalkan pengawasannya untuk meminimalisir risiko kegagalan akibat kebijakan hutang. Artinya, kepemilikan institusional dapat menggantikan peran hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan dan mengurangi risiko kebangkrutan dengan cara menurunkan tingkat penggunaan hutang. Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

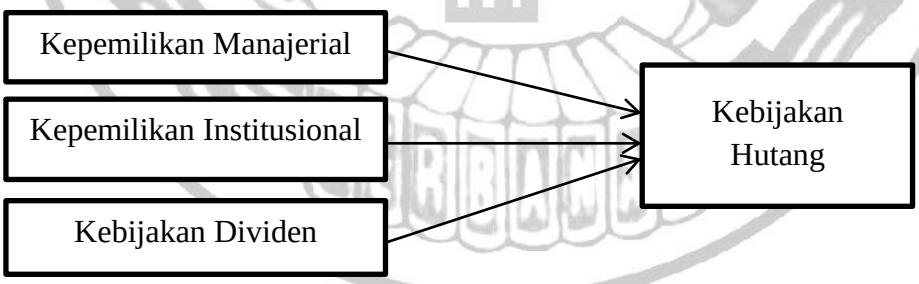
Setiap perusahaan tentu ingin memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatan kemakmuran pemegang saham melalui pembagian dividen kepada pemegang saham. Kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang perusahaan. *Pecking Order Theory* telah menjelaskan urutan alternatif pendanaan yang diambil perusahaan sehingga dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh dividen dengan hutang perusahaan dan investasi melalui ketersediaan dana internal. Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal financing* untuk membayar dividen dan meng-implementasikannya sebagai peluang pertumbuhan.

Perusahaan dapat menggunakan dana internal dari pos laba ditahan untuk melakukan pembayaran dividen. Apabila rasio pembayaran dividen cukup tinggi dan laba ditahan tidak mencukupi, maka barulah akan digunakan pendanaan melalui hutang. Bila perusahaan meningkatkan rasio pembayaran dividen, maka dana yang ada dalam pos laba ditahan akan semakin kecil karena dana internal perusahaan terpakai untuk pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Myers (1996) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap tingkat hutang. Pengaruh ini mengindikasi-kan bahwa dividen dapat men-substitusi fungsi hutang dalam mengurangi risiko perusahaan. Penggunaan dividen dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal *(free cash flow)* pada perusahaan yang *profitable* dan *low-growth.* Dengan demikian, perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang. Dari uraian diatas, maka ditarik hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 3 : Kebijakan dividen ber-pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Kerangka pemikiran penelitian digambarkan dalam gambar berikut :



Gambar 3
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2015. Teknik atau metode pengambilan sampel penelitian menggunakan teknik *purposive sampling* dengan beberapa kriteria sebagai pertimbangan tertentu. Kriteria dalam pemilihan sampel antara lain :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) berturut-turut selama periode penelitian 2013-2015.
2. Perusahaan sampel menerbitkan laporan keuangannya dalam mata uang rupiah.
3. Perusahaan memiliki kepemilikan saham institusional dalam struktur modalnya.
4. Sebagian saham perusahaan dimiliki oleh pihak manajemen.
5. Perusahaan membagikan dividen kas berturut-turut selama tahun 2013-2015.

Data Penelitian

Metode pengumpulan data penelitian menggunakan metode dokumentasi, yaitu data laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan sampel dicari dan dikumpulkan dari catatan atau basis data yang sudah ada (Jogiyanto, 2013: 100). Data yang diperoleh adalah data sekunder yang merupakan sampel dengan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan dan menghilangkan sampel yang tidak memenuhi kriteria tersebut.

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yaitu kebijakan hutang, serta variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen.

Definisi Operasional

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan terkait pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal perusahaan. Kebijakan hutang perusahaan menggambarkan seberapa besar perusahaan menggantungkan diri pada hutang dibandingkan pada ekuitas.

Kebijakan hutang diproksikan dengan *Debt Equity Ratio* (DER). Menurut Hanafi (2005), DER dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak-pihak dalam manajemen yang secara aktif ikut serta dalam proses pengambilan keputusan (Sheisarvian dkk, 2015). Pihak-pihak tersebut antara lain dewan komisaris yang terdiri dari komisaris utama, komisaris, komisaris independen; dan dewan direksi yang terdiri dari direktur utama, wakil direktur utama dan direktur. Kepemilikan manajerial ini diukur dari jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Variabel ini diberi simbol MOWN (*Managerial Ownership*).

Kepemilikan manajerial dapat dihitung menggunakan rumus berikut (Sugiarto, 2011 dalam Purnianti dan Putra, 2016) :

$$MOWN = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham manajerial}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh investor institusional sampai akhir tahun (Daud dkk, 2015). Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih ketat oleh investor maupun pihak lain seperti bank dan lembaga asuransi. Variabel ini diberi simbol INST (*Institutional Ownership*).

Kepemilikan institusional dapat dihitung dengan rumus berikut (Sugiarto, 2011 dalam penelitian Purnianti dan Putra, 2016) :

$$INST = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah salah satu kebijakan keuangan yang dibuat manajemen dalam menentukan berapa banyak dividen yang harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditahan kembali dalam perusahaan sebagai laba ditahan (Sheisarvian dkk, 2015).

Kebijakan dividen pada penelitian ini diukur melalui *dividend payout ratio* yang dihitung dengan membandingkan besarnya dividen kas yang dibagikan perusahaan terhadap *earning after tax* (Ismiyati dan Hanafi, 2003). Rumus kebijakan dividen adalah sebagai berikut :

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

Alat Analisis

Teknik analisis data yang digunakan adalah Analisis Regresi Linear Berganda. Analisis Regresi digunakan untuk menguji ketergantungan variabel dependen dengan variabel independen dengan tujuan untuk mengestimasi dan memprediksi rata-rata dari populasi variabel dependen berdasarkan variabel independen yang diketahui.

Persamaan model regresi linear berganda yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$DER = \alpha_0 + \beta_1 MOWN + \beta_2 INST + \beta_3 DPR + \varepsilon$$

Keterangan :

Y	: Kebijakan Hutang
α_0	: Koefisien konstanta
$\beta_{1,2,3}$	: Koefisien variabel independen
MOWN	: *Managerial Owneship*
INST	: *Institutional Ownership*
DPR	: *Dividend Payout Ratio*
ε	: *Error*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk menjelaskan variabel penelitian yang diujikan dengan melihat gambaran nilai *mean*, standar deviasi, serta nilai minimum dan maksimum dari masing-masing variabel. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang, sedangkan tiga variabel independennya yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, serta kebijakan dividen.

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	56	,13754	1,12959	,5096302	,27888772
MOWN	56	,00000	,25589	,0427779	,07886238
INST	56	,32216	,99500	,6810398	,15566715
DPR	56	-,39218	2,32165	,4056469	,49368524
Valid N (listwise)	56				

Hasil pengujian statistik deskriptif menunjukan variabel MOWN mempunyai nilai minimum 0,00000, nilai maksimum 0,25589, *mean* 0,0427779, dan standar deviasi sebesar 0,7886238. Fakta penelitian menunjukkan bahwa ada peningkatan tren kepemilikan saham oleh pihak-pihak dalam jajaran manajemen perusahaan. Sehingga dapat dikatakan bahwa ada upaya penyelarasan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham melalui *bonding mechanism* telah efektif diterapkan. *Bonding mechanism* merupakan langkah yang tepat untuk menurunkan penggunaan hutang perusahaan manufaktur yang tergolong tinggi.

Hasil pengujian statistik deskriptif menunjukan variabel INST mempunyai nilai minimum 0,32216, nilai maksimum 0,99500, *mean* 0,6810398, dan standar deviasi sebesar 0,15566715. Rata-rata kepemilikan institusional di sektor industri manufaktur cenderung turun selama periode penelitian 2013-2015. Penurunan tersebut dianggap cukup berarti karena berdasarkan data penelitian, lebih dari 50% saham perusahaan manufaktur dimiliki oleh institusi lain yang merupakan pe-megang saham mayoritas. Walaupun begitu, tingkat kepemilikan institusional di Indonesia secara umum masih tinggi. Tingginya kepemilikan institusional akan mengakibatkan penurunan tingkat hutang perusahaan.

Hasil pengujian statistik deskriptif menunjukan variabel DPR mempunyai nilai minimum -0,39218, nilai maksimum 2,32165, *mean* 0,4056469, dan standar deviasi sebesar 0,49368524. Fakta penelitian menunjukkan tren penurunan *dividend payout ratio* yang cukup signifikan. Penyebab penurunan *dividend payout ratio* selama periode penelitian adalah pemegang saham lebih menyukai *capital gain* daripada menerima dividen. Dengan demikian, perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio*. Jika perusaha-an memiliki kelebihan *free cash flow*, maka dana dapat dialokasikan pada laba ditahan dengan maksud agar investasi masa depan dapat dibiayai dana internal, sehingga hutang perusahaan akan menurun.

Hasil pengujian statistik deskriptif menunjukan variabel DER mempunyai nilai minimum 0,13754, nilai maksimum 1,12959, *mean* 0,5096302, dan standar deviasi sebesar 0,27888772. Rata-rata kebijakan hutang perusahaan manufaktur cenderung berfluktuasi. Hal ini sesuai dengan kajian atas Utang Luar Negeri (ULN) ber-dasarkan sektor industri di Indonesia yang dilakukan Kementrian Keuangan pada bulan Juli 2014. Fluktuasi *debt to equity ratio* merupakan hal yang dianggap wajar jika hutang tersebut digunakan untuk meningkatkan nilai perusahaan, melakukan kegiatan investasi, atau untuk perluasan usaha. Fokus utama dalam hal ini adalah jangan sampai hutang perusahaan lebih tinggi daripada modal sendiri.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Tabel 2
Koefisien Determinasi
Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,375[a]	,141	,091	,26584623

Tabel 3
Hasil Uji Regresi Linear Berganda
Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,977	,180		5,420	,000
	MOWN	-1,050	,492	-,297	-2,134	,038
	INST	-,653	,249	-,365	-2,624	,011
	DPR	,056	,074	,099	,756	,453

Berdasarkan hasil Analisis Regresi Linear Berganda pada Tabel 3 diperoleh persamaan regresi :

DER = 0,977– 1,050 MOWN – 0,653 INST + 0,056 DPR + ε

Tabel 4
HASIL UJI F
ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,603	3	,201	2,843	,047[b]
	Residual	3,675	52	,071		
	Total	4,278	55			

Pengujian secara parsial (Uji t) pada Tabel 4.8 memberikan hasil sebagai berikut :

a. Kepemilikan manajerial (MOWN) memiliki nilai signifikansi 0,038 dengan koefisien *unstandardized beta* -1,050 dan t hitung -2,134. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan ke arah negatif terhadap kebijakan hutang, maka H1 diterima.
b. Kepemilikan institusional (INST) memiliki nilai signifikansi 0,011 dengan koefisien *unstandardized beta* -0,653 dan t hitung -2,624. Hal ini berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan ke arah negatif terhadap kebijakan hutang, maka H2 diterima.
c. Kebijakan dividen memiliki nilai signifikan 0,453 dengan koefisien *unstandardized beta* 0,056 dan nilai t hitung 0,756. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, maka H3 ditolak.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dengan demikian hipotesis satu (H1) yang menyatakan bahwa kepemilikan

manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang diterima. Hasil ini didukung dengan *pecking order theory*.

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemamuran pemegang saham. Untuk mencapai tujuan tersebut, *stockholders* mempercayakan pengeloaan perusahaan kepada manajer. Manajer diharapkan dapat mengelola perusahaan dengan baik sekaligus memaksimalkan nilai perusahaan sehingga dapat mencapai kemakmuran pemegang saham.

Meningkatnya presentase kepemilikan dapat memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi kepemilikan saham manajerial maka tingkat hutang yang digunakan perusahaan akan semakin rendah. Tingginya persentase kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam mengguna-kan hutang karena manajemen memiliki sebagian kekayaan dan merasa memiliki perusahaan. Dengan demikian manajer harus berusaha menggunakan hutang dengan optimal. Penggunaan hutang sebagai alternatif pendanaan perusahaan akan menimbulkan risiko gagal bayar bagi perusahaan yang dikhawatirkan mengancam likuiditas serta meng-ancam posisi manajer (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Fransiska dkk, 2016).

Hasil penelitian juga didukung oleh *bonding mechanism*, dimana kepemilikan manajerial berperan dalam mengendalikan kebijakan keuangan atau pendanaan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham. *Bonding mechanism* merupakan upaya untuk menyetarakan kepentingan pemengang saham dan kepentingan manajemen dengan cara mengikat kekayaan manajer ke dalam kekayaan perusahaan (Yuniarti, 2013). Ketika kepemilikan manajerial meningkat, maka manajemen yang saat itu memiliki sebagian kekayaan perusahaan akan berusaha mengurangi *financial risk* dengan dengan menurunkan tingkat hutang.

Dapat disimpulkan bahwa *debt to equity ratio* akan menurun karena meningkatnya kepemilikan manajerial. Hal tersebut menunjuk-kan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Sheisarvian dkk (2015), Daud dkk (2015), Fransiska dkk (2016) dan Yuniarti (2013).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Oleh karena itu, hipotesis dua (H2) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang juga diterima.

Secara umum, porsi kepemilikan institusional pada perusahaan manufaktur di Indonesia sangat tinggi. Dengan persentase yang tinggi, investor institusi dalam suatu perusahaan mampu menjadi *controller* atas penggunaan hutang perusahaan (Fransiskan dkk, 2016). Dengan tingginya porsi tersebut, investor institusi berhadapan dengan risiko tinggi atas kehilangan kekayaan apabila perusahaan mengalami kebangkrutan.

Investor institusional sebagai pemegang saham mayoritas tentu akan lebih konservatif untuk membuat keputusan pendanaan melalui hutang (Purnianti dan Putra, 2016). Untuk menghindari risiko kebangkrutan dan sesuai dengan *pecking order theory*, maka investor institusi mengharapkan agar perusa-haan menggunakan pendanaan yang bersumber dari internal (*internal financing*). Menurut Myers dan Brealey (2001 : 462), apabila perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, maka

perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman dengan urutan : penerbitan hutang, *convertible bond*, dan alternatif terakhir adalah penerbitan saham.

Peningkatan kepemilikan institusional akan diikuti pula dengan peningkatan monitoring oleh investor institusi atau *debt-holders* kepada manajemen. Dalam mekanisme monitoring tersebut, manajemen dituntut untuk meningkatkan kinerjanya dan menjamin kemakmuran pemegang saham. Menurut Mursalim (2009) dalam Murtingngtyas (2012), agar setiap keputusan manajer tetap dapat dikontrol serta mencegah manajer bertindak *opportunistic*, diperlukan mekanisme pengawasan oleh pemegang saham kepada manajemen.

Tingginya persentase ke-pemilikan institusional membuat investor institusi memiliki kontrol yang lebih besar atas perusahaan daripada manajer, termasuk salah satunya untuk mengontrol tingkat hutang yang sesuai dengan keadaan perusahaan. Tingginya kepemilikan institusional dalam perusahaan mendorong investor institusional untuk melakukan pengawasan terhadap kerja manajer sehingga tingkat penggunaan hutang akan berangsur menurun. Artinya kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Purnianti dan Putra (2016) serta Fransiskan dkk (2016).

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang.

Hasil penelitian membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan, sehingga hipotesis tiga (H3) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang ditolak.

Pecking order theory menetapkan beberapa asumsi yang digunakan salah satunya kebijakan dividen yang ketat. Kebijakan dividen yang ketat berarti manajemen menetapkan target *dividend payout ratio* (DPR) dan jumlah pembayaran dividen yang konstan selama beberapa periode, sehingga rasio pembayaran dividen tidak akan berubah meskipun perusahaan dalam keadaan merugi. Kebijakan dividen diterapkan untuk memaksimalkan nilai perusahaan di mata investor. Pembagian dividen konsisten dilakukan supaya memberikan citra yang baik terhadap perusahaan.

Myers (1984) dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* (DPR) terhadap peluang investasi namun menghindari perubahan yang drastis pada kebijakan dividen. Dalam situasi tertentu, manajer bisa saja menetapkan kebijakan dividen yang rendah, tetapi akan memperbesar laba ditahan. Keputusan tersebut disebabkan manajer berharap apabila investasi yang dilakukan dimasa yang akan datang dapat dibiayai dari sumber internal, bukan dari sumber eksternal (Roseff, 1982 dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006). Hal itu ditandai dengan memperbesar pos laba ditahan.

Mugiharta (2007) dalam penelitiannya mengatakan bahwa dividen yang dibagikan perusahaan tidak menarik minat pihak eksternal, baik institusi atau kreditur untuk menanamkan dananya dalam aktivitas investasi. Dari hasil pengumpulan data penelitian, tercatat bahwa dari 138 perusahaan manufaktur di Indonesia yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015, hanya 24 perusahaan yang membagikan dividen berturut-turut selama periode penelitian. Hal ini menunjukkan bahwa investor dan kreditur lebih memperhatikan tingkat keuntungan yang dihasilkan perusahaan dari harga saham perusahaan dari pada keputusan pembagian dividen. Faktanya, investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen karena pajak *capital gain* lebih

kecil dari pada pajak dividen (Sukirni, 2012).

Dari uraian diatas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan walaupun menunjukkan arah hubungan positif. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Indahnigrum dan Handayani (2009).

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Hasil pengujian hipotesis menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang, namun kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Nilai F hitung adalah 2,843 dengan nilai probabilitas signifikansi 0,047 (0,047 < 0,05). Maka dapat dikatakan bahwa model penelitian fit. Artinya ketiga variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen memiliki pengaruh bersama-sama pada kebijakan hutang.

Hasil Uji Koefisisen Determinasi memperoleh nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,091. Hal ini berarti bahwa 9,1% kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variasi dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor atau variabel lain diluar model penelitian.

Penelitian ini tentu masih memiliki beberapa keterbatasan, diataranya : (1) penelitian ini dianggap kurang mewakili penelitian tentang kebijakan hutang pada sektor industri yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI). (2) Karena penelitian hanya menggunakan tiga variabel independen saja, maka hasil pengujian statistik memberikan hasil nilai *Adjusted R Square* yang sangat kecil, sehingga kurang memberikan hasil yang maksimal.

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan penelitian yang telah dijelaskan diatas, ada beberapa saran untuk peneliti selanjutnya yaitu : (1) Peneliti selanjutnya perlu memper-luas lingkup penelitian sehingga dapat menganalisis atau menguji permasalahan kebijakan hutang perusahaan di Indonesia, terutama industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (2) Peneliti selanjutnya disarankan menambah-kan variabel-variabel lain supaya dapat memperbaiki nilai *adjuste*d R^2, sehingga diperoleh nilai prediksi yang lebih baik.

DAFTAR RUJUKAN

Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan.* Edisi kesepuluh. Jakarta : Salemba Empat.

Destriana, N. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, *12*(1), 1-16.

Daud, A. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Manufaktur di BEI. *Jurnall Berkala Ilmiah Efisiensi*, *15*(5), 690-702.

Eka Budiyanti. (2016). Penguatan Kembali Industri Manufaktur Indonesia. *Majalah Info Singkat Ekonomi dan Kebijakan Publik*, 8(12), 13-16.

Farida, Y. N., Prasetyo, Y., & Herwiyanti, E. (2010).Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, *12*(2), 81-96.

Fransiska, Y., Susilawati, R. A. E., & Purwanto, N. (2016). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, *4*(1), 1-15.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The economics of information and uncertainty* (pp. 107-140). University of Chicago Press.

Hasan, M. A. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Free Cash Flow dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang (Studi pada Perusahaan-Perusahaan Industri Dasar dan Kimia yang terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi (Media Riset Akuntansi & Keuangan)*, *3*(1), 90-100.

Ikatan Akuntan Indonesia. 2012. Standar Akuntansi Keuangan. Jakarta : Salemba Empat.

Imam Ghozali. 2013. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Indahningrum, R. P., & Handayani, R. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, *11*(3), 189-207.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, *3*(4), 305-360.

Jogiyanto. 2013. Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta.

Larasati, E. (2011). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, *16*(2), 103-107.

Mirza, S. A., & Javed, A. (2013). Determinants of financial performance of a firm: Case of Pakistani stock market. *Journal of economics and International Finance*, *5*(2), 1-18.

Mugiharta, M. (2007). *Analisis Kepemilikan Saham Manajemen Dan Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Debt To Equity Ratio Di Bursa Efek Jakarta* (Doctoral dissertation, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro).

Murtiningtyas, A. I. (2012). Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, *1*(2), 1-6.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, And TheValuation Of Shares. *The Journal Of Business*, *34*(4), 411-433.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance,39* (3), 574-592.

Myers dan Brealey. (2001). *Principle of Corporate Finance.* Mcgraw-Hill College.

Narita, R. M. (2012). Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, *1*(2), 1-6.

Purnianti, N. K. A., & Putra, I. W. (2016). Analisis Faktor-faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Non Keuangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, *14*(1), 91-117.

Rudianto. 2012. Pengantar Akuntansi Adopsi IFRS. Jakarta : Erlangga.

Sheisarvian, R. M. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis*, *22*(1), 1-9.

Sofyan Syafri Harahap. 2011. Analisis Kritis atas Laporan Keuangan. Jakarta : Rajawali Pers.

Sugiyono. 2013. Metode Penelitian Pendidikan. Bandung : CV Alfabeta.

Listyani, T. T. (2002). *Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)* (Doctoral dissertation, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro).

Wahyudi, U., & Pawestri, H. P. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi*, *9*, 1-25.

Yuniarti, A. M. D. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Dividen, Profitabilitas dan Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, *2*(4),447-454.

http://nasional.kontan.co.id/news/utang-luar-negeri-sektor-manufaktur-naik-426

http://www.kompasiana.com/rushandie/potret-utang-luar-negeri-indonesia_54f95091a333115f378b4fe1

http://industri.bisnis.com/read/20160915/257/583962/pembiayaan-buat-industri-manufaktur-kurang-lincah

http://regional.kompas.com/read/2015/03/10/1129393/Pabrik.Jamu.Nyonya.Meneer.Terancam.Pailit.karena.Utang.Rp.110.Miliar

http://economy.okezone.com/read/2016/06/16/320/1416817/nyonya-meneer-terancam-pailit

http://nasional.kontan.co.id/news/pemerintah-rilis-aturan-rasio-utang-perusahaan-41

http://www.cnnindonesia.com/ekonomi/201509171416608-78-79372/setelah-31-tahun-menkeu-batasi-utang-perusahaan-pengurang-pph/

http://www.kompasiana.com/boby-hernawan/corporate-governance-dua-makna-konsep-separation-of-ownership-and-control_552fef086ea834b36b8b45cd