

KEBIJAKAN HUTANG DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN PERUSAHAAN PADA BURSA EFEK INDONESIA

DEBT POLICY AND OWNERSHIP STRUCTURE OF FIRM IN INDONESIA STOCK EXCHANGE

Maximus L.Taolin

maxtaolin@yahoo.com

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Timor

Abstract

This study examines the effect of ownership structures (insiders ownership, shareholders dispersion and institutional investors) on debt policy. The variable that has a significant influence is institutional investors, while the insiders ownership variable has no significant effect but the direction of the inverse relationship with the debt ratio is in accordance with the theory. Shareholders dispersion variable does not have a significant influence and the direction of the relationship is not in accordance with the theory. These results indicate that the presence of institutional investors can reduce the role of debt in monitoring the behavior of managers, thereby reducing the total agency costs. Control variable. shows growth opportunities, firm size, asset structure and profitability affect the debt ratio and can be used as an instrument to support debt policy to minimize agency costs. Whereas dividend payments and tax rates are not. Using a sample of all companies listed on the Indonesia Stock Exchange other than insurance and financial companies with a research period between 2008 and 2011.

Keywords: *Debt Policy, (insiders ownership, shareholders dispersion and institutional investors)*

Abstrak

Penelitian ini menguji pengaruh struktur kepemilikan (*insiders ownership, shareholders dispersion* dan *institutional investors*) terhadap kebijakan hutang. Variabel yang mempunyai pengaruh signifikan adalah *institutional investors*, sedangkan variabel *insiders ownership* tidak mempunyai pengaruh signifikan tetapi arah hubungan terbalik dengan *debt ratio* sesuai dengan teori. Variabel *shareholders dispersion* tidak mempunyai pengaruh signifikan dan arah hubungan tidak sesuai dengan teori. Hasil ini menunjukkan bahwa kehadiran *institutional investors* dapat mengurangi peranan hutang dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer sehingga mengurangi total biaya keagenan. Variabel kontrol. menunjukkan *growth opportunities, firm size, asset structure* dan *profitability* berpengaruh terhadap *debt ratio* dan dapat dijadikan instrumen pendukung kebijakan hutang untuk meminimumkan biaya keagenan. Sedangkan *dividend payments* dan *tax rate* tidak. Menggunakan sampel dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selain perusahaan asuransi dan keuangan dengan periode penelitian antara tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.

Kata Kunci: *Kebijakan Hutang, (insiders ownership, shareholders dispersion dan institutional investors)*

Pendahuluan

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham yang diterjemahkan memaksimumkan harga saham. Namun kenyataannya, tidak jarang manajer memiliki tujuan yang berbeda yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Pengendalian perusahaan dewasa ini sering diserahkan kepada manajer profesional yang bukan pemilik perusahaan. Akibat keterbatasan pemilik dalam mengendalikan perusahaan yang semakin maju dan kompleks. Pemilik mengangkat manajer yang mana idealnya mereka akan bertindak *on the best of interest of stockholder*, tetapi dalam praktek sering terjadi konflik, (Jensen dan Meckling 1976).

Menurut teori keagenan (*agency theory*), adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan suatu perusahaan dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan timbul dari adanya hubungan keagenan antara principal dan agen dimana kepentingan principal dan agen tidak selalu sama. Disatu sisi agen dipekerjakan oleh principal untuk memaksimumkan kesejahteraan mereka, namun di sisi lain agen akan berusaha untuk memaksimumkan kesejahteraan mereka sendiri. Yang dimaksud dengan principal adalah pemegang saham (*shareholder*), sedangkan agen adalah manajer. Principal dalam hubungan ini menyediakan fasilitas, baik yang bersifat keuangan maupun non keuangan untuk operasionalisasi perusahaan oleh agen. Agen memiliki kewajiban untuk mengelola perusahaan sesuai dengan yang diamanatkan oleh principal. (Jensen dan Meckling 1976) memandang baik pemegang saham (*principal*) dan manajer (*agen*) merupakan pemaksimum kesejahteraan, sehingga ada kemungkinan besar bahwa manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik dari pemegang saham. Konflik ini juga tidak terlepas dari kecenderungan manajer untuk mencari keuntungan sendiri (*moral hazard*) dengan mengorbankan kepentingan pihak lain, karena walaupun manajer memperoleh kompensasi dari pekerjaannya, namun pada kenyataannya perubahan kemakmuran manajer sangat kecil dibandingkan perubahan kemakmuran pemegang saham.

Penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi *agency problem*. Penambahan hutang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas, (Twairesh 2014). Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan resiko kebangkrutan, (Miller 1991). Hutang yang terlalu besar akan menimbulkan biaya keagenan hutang dan meningkatkan keinginan untuk memilih proyek-proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh return yang lebih tinggi, (Berger et al. 2011). Apabila proyek berhasil, maka return akan meningkat dan *debtholders* hanya menerima sebesar tingkat bunga dan sisanya dinikmati oleh *shareholders*. Sebaliknya jika proyek tersebut gagal, maka mereka dapat mengalihkan penanggungan resiko pada pihak kreditur, (Berger et al. 2011).

Di sisi lain penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan resiko kebangkrutan (Eugene F Fama dan Jensen 1983) dan (Agrawal dan Mandelker 1987) menganjurkan pentingnya suatu mekanisme pengawasan dalam perusahaan. Menurut Eugene F Fama dan Jensen (1983) untuk mengurangi masalah keagenan tersebut, diperlukan mekanisme monitoring internal yang meliputi persaingan antar manajer dalam

perusahaan, auditor dan dewan direksi. Mekanisme monitoring eksternal meliputi pasar saham dan *takeover market*. Salah satu mekanisme pengawasan eksternal adalah dengan mengaktifkan monitoring melalui investor institusional. Kepemilikan institusional ini meliputi kepemilikan perusahaan investasi baik perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga lain. Menurut Agrawal dan Mandelker (1987) terdapat hubungan yang positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *insiders* dan *debt ratio*. Namun oleh Whiting dan Gilkison (2000), menemukan hubungan yang negatif antara saham yang dimiliki *insiders* dan *debt ratio*. Sisi lain Rustendi dan Jimmi (2008), menemukan bahwa kepemilikan saham *insiders* tidak berdampak pada struktur modal perusahaan. Ditengah-tengah ketidakpastian tersebut (Rustendi dan Jimmi 2008) mempertimbangkan aspek lain dalam kepemilikan *insiders* dan *debt ratio*. (Rustendi dan Jimmi 2008) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investors* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2001 sampai 2006. Berdasarkan pada penelitian (Rustendi dan Jimmi 2008) dan disesuaikan dengan kondisi di Indonesia.

1. Review Literatur dan Pengembangan Hypothesis

1.1 Pengaruh internal ownership berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Dalam model keagenan yang dikemukakan oleh (Jensen dan Meckling 1976), perusahaan merupakan subyek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan resiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini, manajer mempunyai kecenderungan untuk konsumtif dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka memperoleh manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut dan tidak bersedia menanggung resiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. Hal ini disebut sebagai *agency cost of equity* (Jensen dan Meckling 1976). Disamping itu, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini dapat dilihat melalui pemilihan proyek-proyek yang beresiko tinggi yang menyebabkan meningkatnya beban bunga perusahaan karena resiko kebangkrutan semakin tinggi, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi, (Jensen dan Meckling 1976). Peningkatan biaya keagenan tersebut pada gilirannya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Menurut (Jensen dan Meckling 1976), biaya keagenan tersebut dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dalam perusahaan. Dengan demikian, manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak mungkin bertindak oportunistik lagi. Dengan adanya kepemilikan saham, maka manajer (*insiders*) akan semakin berhati-hati dalam menggunakan Hutang dan berusaha meminimumkan biaya keagenan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Investasi saham manajerial merupakan salah satu penentu penting dalam struktur modal perusahaan, tetapi arah hubungannya masih belum jelas (Jensen dan Meckling 1976) Apabila kepemilikan manajerial dalam perusahaan meningkat, maka dengan meningkatnya hutang akan menjadi semakin menarik karena akan meningkatkan nilai saham perusahaan yang

tercermin dalam harga saham perusahaan. Di sisi lain, pada tingkat kepemilikan yang cukup signifikan, manajer tidak mungkin memiliki portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, dan meningkatnya hutang dapat menyebabkan biaya yang mahal dalam human capital. Dengan demikian, mereka akan mengurangi resiko perusahaan (Supramono dan Putlia 2010). Apabila resiko dikurangi dengan penggunaan hutang yang lebih rendah, maka terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan saham oleh insiders dengan hutang perusahaan. Konsisten dengan hal tersebut, Agrawal dan Mandelker (1987) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan meningkatkan resiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga *insiders* akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang. Hal ini menyebabkan rasio hutang perusahaan menurun jika tingkat kepemilikan saham manajerial meningkat. Dengan demikian, meningkatnya *insiders ownership* dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan para outside shareholders dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. Dengan kata lain, Agrawal dan Mandelker (1987) mengatakan *insiders ownership* mempunyai pengaruh yang negatif dengan kebijakan hutang perusahaan.

Menurut (Jensen dan Meckling 1976) masalah keagenan akan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari seratus persen, sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan bukan untuk memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Hal ini terjadi karena adanya pemisahan antara fungsi pengelolaan (pengambil keputusan) dengan fungsi kepemilikan (penanggung resiko). Para pengambil keputusan relatif tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh *principal* (pemilik). Akibatnya, manajemen sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan yang tidak menanggung resiko atas kesalahannya cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan mereka, seperti peningkatan gaji dan status. Penyebab lain konflik antara agent (manajemen) dengan *principal* (pemilik) adalah keputusan pendanaan. Fama (1980) menyatakan bahwa para manajer yang bertanggung jawab atas keputusan pendanaan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi pada *human capital* perusahaan. Di lain pihak, pemegang saham pada umumnya hanya mempertimbangkan resiko sistematis (*systematic risk*) atas saham perusahaan. Hal ini terjadi karena pemegang saham melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi secara baik. Sebaliknya, manajer lebih suka mempertimbangkan resiko perusahaan secara keseluruhan. Ada dua alasan mengapa manajer mempertimbangkan resiko perusahaan secara keseluruhan, yaitu: pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka berada dalam spesifik human capital perusahaan sehingga posisi mereka menjadi *non diversifiable*. Kedua, manajer akan terancam reputasinya dan juga kemampuan earning perusahaan jika perusahaan mengalami kebangkrutan (Fama 1980). Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling 1976) Pendapat lain didasarkan pada asumsi bahwa para manajer yang bertanggung jawab terhadap keputusan-keputusan keuangan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi pada human capital (Fama 1980).

Insiders Ownership

Dalam penelitian Supramono dan Putlia (2010), konsisten dengan hasil penelitian (Shleifer dan Vishny 1986) yaitu tingkat hutang dalam struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan *insiders ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin berkurang. Hal ini konsisten dengan teori yang dikemukakan (Miller 1991) bahwa jika struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Dalam konteks ini, dengan meningkatnya kepemilikan oleh insiders akan menyebabkan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah. Hal ini dapat mengurangi *agency conflict*. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Insiders Ownership berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

1.2 Pengaruh shareholders dispersion terhadap kebijakan hutang perusahaan *Shareholders Dispersion*

(Jensen dan Meckling 1976), menyatakan jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam prosentase yang kecil. Hal ini menyebabkan power para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Untuk itu perusahaan perlu meningkatkan hutang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan. Whiting dan Gilkison (2000) menyatakan bahwa semakin besar jumlah *shareholders* maka semakin menyebar kepemilikannya sehingga jumlah *shareholders* berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Hasil studi (Rustendi dan Jimmi 2008) menemukan bahwa jumlah *shareholders dispersion* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Hal ini mendukung pernyataan bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused shareholders*) mempunyai pengaruh yang sedikit terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam penggunaan hutang (Arifin 2007). Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis:

H2: Number of Shareholders berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

1.3 Pengaruh eksternal ownership berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Peranan Institutional Investors sebagai Monitoring Agents dalam mengatasi Agency (Jensen dan Meckling 1976), menyatakan bahwa ada perubahan perilaku institutional investors dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan pengawasan (monitoring). Menurut (Jensen dan Meckling 1976), meningkatnya aktivitas para investor institusional dalam melakukan monitoring disebabkan oleh kenyataan bahwa adanya kepemilikan saham oleh investor institusional telah menghasilkan peningkatan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Pada waktu yang sama, biaya untuk keluar dari investasi yang mereka lakukan (*exit cost*) menjadi semakin mahal karena adanya resiko saham akan terjual pada harga diskon. Kondisi ini akan memotivasi institutional investors untuk lebih serius dalam mengoreksi perilaku manajemen dan memperpanjang jangka waktu investasi. (Shleifer dan Vishny 1986) , menyatakan bahwa peningkatan institutional investors didukung oleh usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab insiders. Aktivitas monitoring tersebut dilakukan dengan menempatkan para komite penasihat (*advisory committees*) yang akan bekerja untuk melindungi

kepentingan pemegang saham eksternal. Hal ini senada dengan yang dikemukakan oleh (Eugene F Fama dan Jensen 1983), yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai oleh perusahaan sehingga tidak berada di bawah pengawasan insiders. Dengan demikian dewan ahli dapat menjalankan fungsinya secara efektif untuk memonitor tindakan insiders. Kehadiran institusional investors sebagai monitoring agents sangat efektif untuk mengurangi biaya keagenan (Shleifer dan Vishny 1986). Hal ini disebabkan karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan sekaligus akan memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang yang lebih optimal. Bentuk monitoring yang lain adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi insiders dalam menjalankan usaha dan melalui rapat umum pemegang saham. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institutional investors akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer. Tindakan monitoring tersebut akan mengurangi agency cost karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Shleifer dan Vishny 1986).

Institutional investors sebagai monitoring agents. Supramono dan Putlia (2010), menyatakan bahwa bentuk distribusi saham diantara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu institutional investors dan shareholders dispersion dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menantang keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran power menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*. Hal ini senada dengan (Shleifer dan Vishny 1986), yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (institutional investors) merupakan monitoring agents penting yang memainkan peranan secara efektif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Menurut (Shleifer dan Vishny 1986) dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti institutional investors akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif sehingga akan membatasi perilaku oportunistik yang mungkin diambil insiders.

Meningkatnya kepemilikan saham oleh institutional investors dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang dan *managerial ownership*. Dengan demikian, kehadiran institutional investors di dalam perusahaan akan berhubungan negatif dengan hutang perusahaan. Pendekatan lainnya adalah melalui *labor market controls*, *capital market controls* dan *ancaman takeover* (Miller 1991). Dalam *labor market controls*, maka pemberian kompensasi kepada insiders dikaitkan dengan kinerja dan nilai saham perusahaan. Manajer yang mempunyai kinerja yang baik akan mendapatkan kompensasi yang lebih baik dan lebih mudah mendapatkan pekerjaan yang lain jika keluar dari perusahaan tersebut. Sebaliknya manajer dengan kinerja buruk akan kesulitan mendapatkan pekerjaan, khususnya jika perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Hal

tersebut juga dikemukakan oleh (Berger et al. 2011) bahwa pemberian kompensasi seperti *executive option plan* dapat memotivasi para manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Pendekatan *capital market control* dilakukan melalui rapat umum pemegang saham. Pengawasan melalui ancaman takeover akan mendisiplinkan manajer dalam bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Sebagai konsekuensinya, manajer yang kinerjanya buruk akan tersingkir jika *takeover* terjadi. Rustendi dan Jimmi (2008) menemukan bahwa *institutional shareholding* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha monitoring yang lebih besar oleh institutional investors sehingga dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer. Dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi *agency cost* sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien yang negatif dengan rasio hutang. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, Rumusan Hipotesis:

H3: Institutional Investors berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

1.4 Beberapa Variabel Kontrol yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Dalam penelitian ini *debt ratio* adalah variabel dependen dan struktur kepemilikan sebagai variabel independen. Sedang variabel kontrol yang digunakan adalah *dividend payments, firm growth, firm size, asset structure, firm profitability* dan *tax rate*.

Dividend Payments.

Dividend Payments mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan terhadap *debt ratio* (Miller 1991). Perusahaan akan mengurangi pembayaran dividen karena sebagian besar keuntungannya digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. (Miller 1991). menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari monitoring perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika insiders memiliki proporsi saham yang lebih rendah. (Miller 1991). menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber yang dikendalikan manajer sehingga akan mengurangi kekuasaan manajer (*manager's power*) dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring *capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Aymanns dan Farmer (2015), menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Dalam konteks ini perusahaan yang mempunyai *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri sehingga mengurangi biaya keagenan hutang.

Growth Opportunities.

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Biasanya biaya emisi saham akan lebih besar daripada penerbitan surat hutang. Dengan demikian, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang sehingga ada hubungan yang positif antara *growth rate* dengan *debt ratio*, (Brigham dan Ehrhardt 2011). Sedangkan Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008) menemukan bahwa *growth rate* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*.

Firm Size

Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan menyatakan ada hubungan positif antara ukuran perusahaan (*size*) dengan *debt ratio*. Semakin besar perusahaan, maka semakin banyak

dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada hutang. Hasil studi Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008) menemukan bahwa *firm size* mempunyai hubungan positif dan berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*.

Asset Structure.

Li dan Tang (2016), menyatakan bahwa komposisi atau jaminan nilai asset akan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi nilai jaminan asset, maka perusahaan akan semakin mudah untuk mendapatkan pinjaman dari kreditur. Dalam buku Brigham dan Ehrhardt (2011) secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang yang lebih besar. Hasil studi Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008) menemukan bahwa *asset structure* mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan kebijakan hutang.

Firm Profitability.

Profitabilitas menggambarkan *earning* untuk pendanaan investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Miller (1991) menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order* untuk keputusan pendanaan. *Pecking order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai pilihan pertama, kemudian diikuti oleh hutang (*debt financing*) dan equity. Semakin besar laba maka semakin besar laba ditahan yang digunakan untuk membiayai investasi dan hutang akan berkurang penggunaannya. Dengan demikian terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan *debt ratio*. Hasil studi Miller (1991), Rustendi dan Jimmi (2008) juga menemukan adanya hubungan yang negatif antara profitabilitas perusahaan dengan kebijakan hutang.

Tax Rate.

Perusahaan dengan tingkat pajak hutang yang tinggi diharapkan menggunakan hutang dengan jumlah yang lebih besar untuk memperoleh keuntungan penghematan pajak, (Yanga et al. 2016) Hasil studi Rustendi dan Jimmi (2008), juga menemukan adanya hubungan yang positif antara *tax rate* dengan *debt ratio*.

1.5 Operasional Variabel Penelitian

Variabel penelitian adalah suatu atribut atau sifat atau nilai dari orang, objek atau kegiatan yang mempunyai variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan.

1. Variabel *independent* atau variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependent (terikat). *Insiders Ownership, Number of Shareholders, Institutional Investors*, Variabel independent dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan saham yang dikelompokkan dalam dua bagian yaitu proporsi saham yang dimiliki oleh para manajer (*insiders ownership*) dan proporsi saham yang dimiliki oleh *outside stockholder* (*shareholders dispersion* dan *institutional investors*).

Insiders Ownership diberi simbol **INSDR**, adalah prosentase saham yang dimiliki oleh insiders dengan proksi prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris. *Shareholders dispersion* diberi simbol **SDP**, didefinisikan sebagai standar deviasi dari penyebaran pemegang saham. Semakin kecil standar deviasi maka semakin tersebar

kepemilikan saham, yang berarti hak suara akan menjadi kecil terhadap manajer yang konservatif dalam menggunakan hutang sehingga hutang akan semakin lebih kecil. $SDP = 1$ Sdit SD = Standar deviasi penyebaran pemegang saham i pada tahun t .

Institutional Investors diberi simbol **INST** merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional ownership* pada akhir tahun. Data untuk variabel ini bersumber dari Indonesian Capital Market Directory dari tahun 2002 sampai dengan 2007.

Variabel kontrol seperti *dividend payments*, (**DPR**) pembayaran dividen didefinisikan sebagai *dividend payout ratio*. *Firm growth*, adalah *Growth opportunities* diberi simbol **GROWTH**. Variabel ini didefinisikan dengan natural logaritma dari rasio total asset dengan total asset tahun sebelumnya *firm size*, diberi simbol **SIZE**. Variabel ini diukur dengan natural logaritma dari penjualan/ *sales*. *Asset structure*, (**ASSET**) didefinisikan sebagai rasio *fixed asset* terhadap *total asset*. *firm profitability*, (**PROF**) didefinisikan sebagai *rasio operating profit* dengan *total asset tax rate*. (**TAX**) didefinisikan sebagai rasio pajak yang dibayarkan terhadap laba sebelum pajak (*ratio of taxes paid pre-tax income*).

2. Variabel *dependent* atau variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Variabel dependent didalam penelitian ini adalah kebijakan hutang (*debt ratio*).

Debt Ratio (**DR**) merupakan rasio hutang perusahaan yang dihitung dari *total debt* dibagi *total asset* pada tahun t . Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 2008 sampai 2011 pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis, *debt ratio* diformulasikan sebagai berikut: $DR = \text{Total Debt} / \text{Total Asset}$

Metode

Jenis penelitian yang digunakan di dalam penelitian ini adalah penelitian kausalitas dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian kausalitas adalah desain penelitian yang disusun untuk meneliti kemungkinan adanya sebab akibat antar variabel yang diteliti. Didalam penelitian ini, umumnya hubungan sebab akibat tersebut sudah dapat diprediksi oleh peneliti, sehingga peneliti dapat menyatakan klasifikasi variabel penyebab, variabel antara dan variabel terikat. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria yang digunakan sebagai bedengan kriteria yang digunakan sebagai berikut:

1. Perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2008-2011.
2. Laporan keuangan perusahaan tersedia lengkap pada tahun pengamatan tersebut.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan data dengan teknik dokumentasi. Data yang digunakan berupa dokumen laporan keuangan perusahaan selama 5 tahun terakhir yang diperoleh lewat unduhan pada *web Indonesia Stock Exchange (IDX)*. Alat analisis data menggunakan perangkat lunak *Statistic Package for Social Sciences (SPSS)* versi 21.

Analisis Deskriptif

Ilmu statistik yang menjelaskan tentang bagaimana data akan dikumpulkan dan selanjutnya diringkas dalam unit analisis penting yang meliputi frekuensi, nilai rata-rata (mean), nilai tengah (median), modus dan range serta variasi lain (Ghozali. 2005).

1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah populasi data berdistribusi normal atau tidak. (Ghozali. 2005)

1.2 Uji Multikolonieritas

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik multikolinearitas yaitu adanya hubungan linear antara variabel independent dalam model regresi. Dengan menganalisis nilai *Tolerance* dan *Variance Influence Factor* (VIF).

1.3 Uji heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah keadaan dimana terjadi ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi Uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan yang pada model regresi. Heteroskedastisitas adalah variabel pengganggu (ϵ) memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama. Heteroskedastisitas sering terjadi pada data *cross-section* karena data tersebut terdiri dari bagian-bagian yang memiliki ukuran yang berbeda. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Setelah mendapatkan nilai residual dari regresi, Glejser menyarankan meregresi nilai absolut dari residual terhadap variabel-variabel independen.

1.4 Uji autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar anggota serangkaian data yang diobservasi dan dianalisis menurut ruang atau waktu, *cross section* atau *time series*. Uji ini bertujuan untuk melihat ada tidaknya korelasi antara residual pada suatu pengamatan dengan pengamatan yang lain pada model. Dalam pengujian ini menggunakan metode Durbin -Watson. Kesimpulan ada atau tidaknya autokorelasi didasarkan pada: jika nilai Durbin-Watson berada pada *range* nilai dU hingga (4-dU) maka ditarik kesimpulan bahwa model tidak terdapat autokorelasi. Nilai kritis yang digunakan adalah default SPSS = 5%. Cara yang lain adalah dengan menilai tingkat profitabilitas, jika $> 0,05$ berarti tidak terjadi autokorelasi dan sebaliknya

1.5 Uji Pengaruh

Analisis regresi linier berganda merupakan hubungan secara linear antara dua atau lebih variabel independent ($X_1, X_2, \dots, X_n$) dengan variabel dependent (Y). Analisis ini untuk memprediksikan nilai dari variabel dependent apabila nilai variabel independent mengalami kenaikan atau penurunan dan untuk mengetahui arah hubungan antara variabel *independent* dengan variabel *dependent* apakah setiap variabel independent berhubungan positif atau negatif (Ghozali. 2005).

1.6 Uji t

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel independent ($X_1, X_2, \dots, X_n$) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependent (Y). Rumus t-hitung pada analisis regresi adalah:

$$t = \frac{B}{std\ error}$$

1.7 Uji F

Uji F atau uji simultan merupakan pengujian yang digunakan untuk mengetahui apakah variabel independent atau variabel bebas ($X_1, X_2, \dots, X_n$) secara bersama sama atau simultan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependent atau variabel terikat (Y). F hitung dapat dicari dengan rumus sebagai berikut:

$$F\ Hitung = \frac{R^2/k}{(1-R^2)/(n-k-1)}$$

1.8 Uji Koefisien Determinasi

Uji R^2 atau uji determinasi merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi, karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi, atau dengan kata lain angka tersebut dapat mengukur seberapa dekatkah garis regresi yang terestimasi dengan data sesungguhnya. Pengujian ini digunakan untuk mengetahui persentasi sumbangan pengaruh variabel independent ($X_1, X_2, \dots, X_n$) secara serentak terhadap variabel *dependent* (Y). Koefisien ini menunjukkan seberapa besar persentase variasi variabel independent yang digunakan dalam model mampu menjelaskan variasi variabel *dependent*. R^2 sama dengan 0 maka tidak ada sedikit pun persentase sumbangan atau pengaruh yang diberikan variabel *independent*/bebas terhadap variabel *dependent*/terikat, atau variasi variabel *independent* yang digunakan dalam model tidak menjelaskan sedikit pun variasi variabel *dependent*, sebaliknya R^2 sama dengan 1, maka persentase sumbangan pengaruh yang diberikan variabel *independent* terhadap variabel *dependent* adalah sempurna atau variasi variabel independent yang digunakan didalam model menjelaskan 100% variasi variabel *dependent* atau variabel terikat. Rumus didalam mencari koefisien determinasi (R^2) dengan dua variabel *independent* adalah sebagai berikut:

$$R^2 = \frac{(ryx_1)^2 + (ryx_2)^2 + \dots (ryx_n)^2 - n.(ryx_1).(ryx_2) \dots (ryx_n)(rx_1rx_2rx_n)}{1 - (rx_1rx_2rx_n)^2}$$

Pembahasan

Tabel 3. Hasil Analisis Pooled Regresi

Variabel	Koefisien	t-statistik P value
Konstanta	-0,105	-0,628 (0,5310)
INSD	-0,01914	-0,274 (0,785)
SDP	0,01700	0,058 (0,953)
INST	-0,272	-2,573 (0,011)**
DPR	-0,03371	-0,918 (0,360)
GROWT	-0,176	-1,743 (0,083)

Variabel	Koefisien	t-statistik P value
SIZE	0,05940	5,519 (0,000)*
ASET	0,270	2,887 (0,004)*
PROF	-0,471	-2,398 (0,018)**
TAX	-0,003721	-0,047 (0,963)
F.statistik	3,546 (0,001)*	
R²	0,127	

*Signifikan pada level 0,01 (uji satu sisi)

**Signifikan pada level 0,05 (uji satu sisi)

Pembahasan difokuskan pada variabel-variabel independen yaitu struktur kepemilikan (*insiders ownership, shareholders dispersion dan institutional investors*), dengan variabel-variabel kontrol yang meliputi *dividend payments, growth opportunities, firm size, asset structure, firm profitability dan tax rate*. Kemudian dilakukan uji statistik secara parsial (uji t). Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara individual mampu menjelaskan variabel dependen.

Variabel Struktur Kepemilikan

Variabel struktur kepemilikan terdiri atas *insiders ownership, shareholders dispersion dan institutional investors*. Variabel ini akan dibahas satu persatu untuk mengetahui bagaimana pengaruhnya terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*).

1. Uji Hipotesis Pertama

Insiders ownership berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hipotesis pertama menguji seberapa signifikan pengaruh variabel *insiders ownership* terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel hasil regresi, diperoleh nilai t-hitung sebesar -0,274 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,785. Karena t-tabel sebesar 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05, maka tingkat signifikansi 0,785 lebih besar daripada 0,05, sehingga H_a ditolak dan H_o diterima. Artinya, variabel *insiders ownership* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan oleh masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insiders* dibandingkan kelompok lainnya dalam perusahaan. Berdasarkan statistik deskriptif menunjukkan bahwa nilai mean untuk variabel *insiders ownership* adalah sebesar 19,02%, yang lebih rendah jika dibandingkan dengan *institutional ownership* sebesar 63,62%. Arah hubungan antara *insiders ownership* dengan *debt ratio* yang negatif ini sesuai dengan teori dan hasil penelitian Supramono dan Putlia (2010), (Shleifer dan Vishny 1986). Dengan demikian, meskipun hasil penelitian untuk variabel *insiders ownership* belum dapat digeneralisasi untuk Bursa Efek Indonesia, karena tingkat kesalahan prediksinya sebesar 0,785 lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat signifikansinya, namun arah hubungan yang terbalik antara *insiders ownership* dengan *debt ratio* mengindikasikan adanya kecenderungan untuk meminimumkan biaya keagenan.

2. Uji Hipotesis Kedua

Shareholders Dispersion berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Variabel *shareholders dispersion* memiliki t-hitung sebesar 0,058, sedangkan nilai t-tabel adalah 1,645 dan tingkat signifikansi sebesar 0,953 lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a ditolak dan H_o diterima. Hal ini berarti bahwa *shareholders dispersion* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Variabel *shareholders dispersion* tidak signifikan disebabkan jumlah pemegang saham di Bursa Efek Indonesia terkonsentrasi pada beberapa kelompok pemegang saham (tidak menyebar). Dalam hal ini, kelompok mayoritas adalah institusi dengan kepemilikan 63,62% dan kepemilikan insiders sebesar 19,02%. Sebagai sisanya terkonsentrasi dalam kelompok publik yang merupakan kumpulan dari individual investor yang masing-masing memiliki kepemilikan yang rendah (Rustendi dan Jimmi 2008). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penyebaran pemegang saham pada perusahaan selain keuangan dan asuransi di Bursa Efek Indonesia tidak cukup signifikan untuk mempengaruhi *debt ratio*.

3. Uji Hipotesis Ketiga :

Institutional Investors berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Variabel *institutional investors* memiliki t-hitung sebesar -2,573 yang lebih besar dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,011 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a diterima dan H_o ditolak. Hal ini berarti bahwa *institutional investors* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kehadiran *institutional investors* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* pada perusahaan selain keuangan dan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian Rustendi dan Jimmi (2008). Kehadiran *institutional investors* dapat digunakan sebagai alat monitoring dalam rangka meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*agency cost of debt*).

4. Variabel Kontrol:

Dividend Payments

Variabel *dividend payments* memiliki t-hitung sebesar -0,918 yang lebih kecil dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,360 lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a ditolak dan H_o diterima. Hal ini berarti bahwa *dividend payments* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan hasil penelitian Rustendi dan Jimmi (2008), yang menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang dalam struktur modal. Selain itu, pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring *capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru sehingga mengurangi biaya keagenan.

Growth Opportunities

Variabel *growth* memiliki t-hitung sebesar -1,743 dimana nilai ini lebih besar dibanding t-tabel 1,645. Nilai signifikansi sebesar 0,083 lebih kecil pada tingkat signifikansi 10%. Dengan demikian variabel *growth* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Koefisien regresi *growth* yang negatif konsisten dengan penelitian Rustendi dan

Jimmi (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai investasi yang lebih besar di dalam *intangible asset* cenderung menggunakan sedikit hutang di dalam struktur modal mereka untuk mengurangi *agency cost* yang berhubungan dengan resiko hutang.

Firm Size

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa variabel *firm size* memiliki thitung sebesar 5,159 yang lebih besar dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a diterima dan H_o ditolak. Hal ini berarti bahwa *firm size* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Koefisien regresi *firm size* positif konsisten dengan penelitian Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya seiring dengan perkembangan perusahaan. Perusahaan yang besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan ini disebabkan perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana.

Asset Structure

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa variabel *asset structure* memiliki t hitung sebesar 2,887 yang lebih besar dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,004 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a diterima dan H_o ditolak. Hal ini berarti bahwa *aseet structure* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rustendi dan Jimmi (2008), yang menyatakan bahwa struktur asset akan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *debt ratio*. Hal ini berarti bahwa kreditur akan lebih mudah memberikan pinjaman jika perusahaan mempunyai jaminan yang dapat berupa aktiva tetap yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang mempunyai struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang struktur aktivanya tidak fleksibel.

Firm Profitability

Variabel *firm profitability* memiliki t-hitung sebesar -2,398 yang lebih besar dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,018 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a diterima dan H_o ditolak. Hal ini berarti bahwa *firm profitability* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian yang dilakukan oleh Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008), yang menyatakan bahwa manajer mempunyai pecking order di dalam menahan laba Sebagai pilihan utama yang diikuti oleh pembiayaan dengan hutang dan *equity* sebagai pilihan terakhir. Dengan memprioritaskan penggunaan dana yang bersumber dari laba ditahan yaitu modal sendiri maka dapat mengurangi penggunaan dana dari sumber ekstern yang biasanya lebih menyukai hutang sehingga akan menurunkan biaya keagenan hutang.

Tax Rate

Variabel *tax rate* memiliki t-hitung sebesar -0,047 dimana nilai ini lebih kecil dibanding t-tabel 1,645. Nilai signifikansi sebesar 0,963 lebih besar pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian variabel *tax rate* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian

yang dilakukan oleh Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008), yang menyatakan bahwa *tax rate* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio*. Dengan demikian, perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini belum memanfaatkan penghematan pajak dari penggunaan hutang.

Simpulan

1. Pengujian menunjukkan bahwa tidak semua variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Variabel yang mempunyai pengaruh signifikan adalah *institutional investors*, sedangkan variabel *insiders ownership* tidak mempunyai pengaruh signifikan tetapi arah hubungan terbalik dengan *debt ratio* sesuai dengan teori. Variabel *shareholders dispersion* tidak mempunyai pengaruh signifikan dan arah hubungan tidak sesuai dengan teori. Hasil ini menunjukkan bahwa kehadiran *institutional investors* dapat mengurangi peranan hutang dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer sehingga mengurangi total biaya keagenan.
2. Pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa dari enam variabel kontrol hanya empat yang berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio* yaitu *growth opportunities*, *firm size*, *asset structure* dan *profitability*. Sedangkan *dividend payments* dan *tax rate* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio* dan arah hubungan *tax rate* juga tidak sesuai dengan teori. Dari hal tersebut, maka dari enam variabel kontrol hanya empat variabel yang dapat dijadikan instrumen pendukung kebijakan hutang untuk meminimumkan biaya keagenan.
3. Variabel *dividend payments* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel penelitian ini belum menggunakan pembayaran dividen sebagai alat untuk mengendalikan masalah keagenan.
4. Variabel *growth opportunities* memiliki pengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai investasi yang lebih besar di dalam *intangible asset* dan menggunakan sedikit hutang di dalam struktur modal mereka untuk mengurangi *agency cost*.
5. Variabel *firm size* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa seiring dengan perkembangan usahanya, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang.
6. Variabel *asset structure* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang yang berupa aktiva tetap berwujud lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan.
7. Variabel *firm profitability* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*. Hasil ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa manajer menggunakan pecking order untuk keputusan pendanaan, dimana menahan laba sebagai pilihan pertama, kemudian diikuti oleh hutang (*debt financing*) dan *equity*.
8. Variabel *tax rate* tidak mempunyai pengaruh signifikan dan arah hubungan negatif tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa *tax rate* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio*. Dengan demikian, perusahaan

yang menjadi sampel dalam penelitian ini belum memanfaatkan penghematan pajak dari penggunaan hutang.

Daftar Pustaka

- Agrawal, Anup, dan Gershon N. Mandelker. 1987. "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision." *The Journal of Finance* no. XLII (4):823-836.
- Arifin, Zaenal. 2007. *Teori keuangan dan pasar Modal*. Yogyakarta: Ekonesia Kampus Fakultas Ekonomi UII.
- Aymanns, Christoph, dan J. Doyne Farmer. 2015. "The dynamics of the leverage cycle." *Journal of Economic Dynamics & Control* (50):155–179. doi: 10.1016/j.jedc.2014.09.015.
- Berger, Allen N., et al. 2011. "Does debtor protection really protect debtors? Evidence from the small business credit market." *Journal of Banking & Finance* no. 35:1843–1857.
- Brigham, Eugene F, dan Michael C Ehrhardt. 2011. *Financial Management: Theory and Practice* Vol. 13a, e: Shouth Westren.
- Eugene F Fama, dan Michael C Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* no. XXVI (june).
- Fama, Eugene F. 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm." *THEORY OF THE FIRM*:289-305.
- Ferdinand, Augusty. 2014. *Metode penelitian Manajemen (pedoman Peneltian untuk penulisan Skripsi Thesis dan disertasi Ilmu manajemen*. Vol. edidi Kelima. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Ghozali., Imam. 2005. *Model Persamaan Struktural, Konsep dan Aplikasi dengan Program Amos Ver.5.0:* . Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In *Journal of Financial Economics*.
- Li, Jay Yin, dan Dragon Yongjun Tang. 2016. "The leverage externalities of credit default swaps □." *Journal of Financial Economics* (120): 491–513. doi: 10.1016/j.jfineco.2016.02.005.
- Miller, Merton H. 1991. "Leverage." *The Journal of Finance* no. 46 (2):479-488.
- Rustendi, Tedi, dan Farid Jimmi. 2008. "Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur (Survey Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia)." *Jurnal Akuntansi FE Unsil*, no. 3 (1).
- Shleifer, Andrei, dan Robert W Vhisny. 1986. "Large shareholder and coorporate control." *Journal of Political economy* no. 94 (3):461-488.
- Supramono, dan Nancy Putlia. 2010. "Persepsi Dan Faktor Psikologis Dalam Pengambilan Keputusan Hutang." *Jurnal Keuangan dan Perbankan* no. 14 (1):24-35.
- Twairesh, Abdullah Ewayed M. 2014. "The Impact of Capital Structure on Firm's Performance Evidence from Saudi Arabia." *Journal of Applied Finance & Banking*, no. 4 (2):183-193.
- Whiting, Rosalind H., dan Simon J. Gilkison. 2000. "Financial Leverage and Firm Response to Poor Performance." *Pacific Accounting Review* no. 12 (2).
- Yanga, Ruili, et al. 2016. "Venture capital, financial leverage and enterprise performance." *Procedia Computer Science* no. 91:114 – 121. doi: 10.1016/j.procs.2016.07.048.