

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN STRUKTUR ASET TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG MASUK DALAM DAFTAR EFEK SYARIAH

Oleh:

Rifaatul Indana

UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

ABSTRAK

Dalam menentukan kebijakan utang, manajer harus mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhinya termasuk didalamnya potensi terjadinya *agency problems*, faktor-faktor tersebut diantaranya adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, dan struktur aset.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial (MOWN), kepemilikan institusional (IOWN), dividen (DPR), struktur aset (ASSET) terhadap kebijakan utang. Sumber data penelitian ini adalah data sekunder yang berupa Data Laporan Keuangan Perusahaan, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, dan *IDX Statistics* yang diperoleh melalui Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Bursa efek Indonesia (BEI) Yogyakarta. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Daftar Efek Syariah tahun 2006-2009. Alat uji yang digunakan adalah uji regresi linear berganda. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dengan tujuan agar dapat diperoleh sampel yang terwakili.

Hasil penelitian menyimpulkan bahwa variabel yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan adalah kepemilikan manajerial (MOWN) dengan *sig. t* sebesar 0.009 (*sig. t* < 0.05). Struktur aset dengan *sig. t* sebesar 0.008 (*sig. t* < 0.05). Berdasarkan hasil uji determinasi besarnya nilai *Adjusted R Square* adalah 0.192, hal ini berarti 19.2% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Kata Kunci: Kepemilikan Manajerial (MOWN), Kepemilikan Institusional (IOWN), Dividen (DPR), Struktur Aset (ASSET), dan Kebijakan Utang (DER).

A. Latar Belakang Masalah

Salah satu aktivitas yang sangat penting dalam perusahaan adalah pengelolaan keuangan, dimana kegiatan tersebut menentukan sumber pendanaan yang digunakan. Perusahaan harus menciptakan bauran atau kombinasi sumber dana sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan menyangkut tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Secara umum sumber pendanaan dapat

diperoleh dari modal internal atau modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan dan modal sendiri. Sedangkan modal eksternal diperoleh dari utang.

Kebijakan utang merupakan kebijakan yang sangat penting yang diambil manajer ketika perusahaan akan melakukan ekspansi. Utang memiliki dua keunggulan penting. Pertama, utang dapat menjadi pengurang pajak. Kedua, kreditor akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah tetap, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan sangat baik. Namun utang juga memiliki kelemahan. Pertama, semakin tinggi rasio utang maka perusahaan tersebut semakin berisiko, sehingga semakin tinggi pula biaya dari utang maupun ekuitasnya. Kedua, jika sebuah perusahaan mengalami masa-masa sulit dan laba operasi tidak cukup untuk menutupi beban bunga para pemegang sahamnya harus menutupi kekurangan tersebut. Jika mereka tidak dapat melakukannya, maka akan terjadi kebangkrutan.¹

Pengendalian perusahaan sering diserahkan kepada manajer profesional yang bukan pemilik perusahaan. Pemilik tidak mampu lagi karena keterbatasannya untuk mengendalikan perusahaan yang menjadi semakin besar dan kompleks. Dengan demikian manajemen dapat dipandang sebagai agen dari pemilik perusahaan (prinsipal) yang mempekerjakan mereka, memberikan wewenang dan kekuasaan untuk mengambil keputusan terbaik yang dapat meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan.

Penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan dalam kenyataannya sering kali menghadapi konflik dikarenakan tujuan perusahaan berbenturan dengan tujuan pribadi manajer. Dengan kewenangan yang dimiliki, manajer bisa bertindak dengan hanya menguntungkan diri sendiri dan mengorbankan kepentingan para pemegang saham. Konflik kepentingan antar agen sering disebut dengan *agency problem*.²

Agency Problem dalam suatu perusahaan dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan berbagai kepentingan pihak yang

¹ Brigham dan Houston, *Fundamentals of Financial Management*, penerjemah Ali Akbar Yulianto, Edisi 10 (Jakarta: Salemba Empat, 2006), 5

² Agus Sartono, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* (Yogyakarta: BPFE, 2001), xxi.

terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut dengan *agency cost*.³

Agency cost dapat dikurangi dengan menggunakan kebijakan utang, peningkatan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. *Debt holders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut oleh para manajemen melalui mekanisme *debt covenant* (perjanjian utang) yang ketat.⁴

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan utang antara lain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan struktur aset. Menurut Easterbrook dan Saunders *et al.*, sebagaimana dikutip oleh Erni Masdupi menyatakan bahwa jika struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse* (menghindari risiko). Dalam konteks ini dengan meningkatkan kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insiders* semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, sehingga mereka cenderung menggunakan utang yang rendah.⁵

Crutchley *et al.*, sebagaimana dikutip oleh Imanda dan M. Nasir menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan, dimana akan dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan. Adanya kontrol ini akan membuat manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan perusahaan.⁶

Kebijakan dividen juga mempengaruhi kebijakan utang, hal ini disebabkan penggunaan dividen pada tingkat tinggi menyebabkan prosentase laba ditahan menjadi

³Lukman, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta," *Wacana Ekonomika*, Vol.6 No.6 Agustus 2008

⁴Lukman, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta," *Wacana Ekonomika*, Vol.6 No.6 Agustus 2008.

⁵ Erni Masdupi, "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 20, No.1 (Januari, 2005).

⁶ Imanda Firmantyas Putri dan Mohammad Nasir, Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan, *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang (23-26 Agustus, 2006), 6.

rendah, sehingga jika perusahaan membutuhkan tambahan dana akan menggunakan sumber dana eksternal.⁷

Selanjutnya yaitu struktur aset, variabel ini berhubungan dengan jumlah kekayaan (aset) yang dapat dijadikan jaminan perusahaan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktivasinya yang tidak fleksibel. Investor akan selalu memberikan pinjaman bila ada jaminan. Myers dan Majluf sebagaimana dikutip oleh Wahidahwati menyatakan bahwa komposisi nilai jaminan aset perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan. Sebagaimana Brigham dan Gapenski dalam Wahidahwati juga menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang, akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang.⁸

Beberapa faktor internal seperti ukuran perusahaan juga dapat dijadikan kontrol untuk menentukan kebijakan utang dalam perusahaan. Sejumlah studi telah mengemukakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh pada kebijakan utang perusahaan. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Sehingga ada hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dan kebijakan utang.⁹

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah data yang digunakan sebagai sampel dan penggunaan tahun dalam menguji dampak yang ditimbulkan dan adanya pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, struktur aset terhadap kebijakan utang. Dalam hal ini penyusun mengambil sampel perusahaan manufaktur yang masuk dalam Daftar Efek Syariah tahun 2006 sampai dengan tahun 2009.

Daftar Efek Syariah merupakan kumpulan Efek yang tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal, yang ditetapkan oleh Bapepam dan LK atau Pihak lain yang diakui oleh Bapepam dan LK. Alasan perusahaan manufaktur dipilih sebagai objek dalam penelitian ini karena; (1) adanya peraturan yang mengharuskan perusahaan-perusahaan tersebut untuk memberikan informasi yang jelas

⁷ Kartika Nuringsih, "Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen dan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan," *Jurnal Ekonomi* (Vol. XI. No. 03 November, 2006) 240.

⁸ Wahidahwati, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Theory Agency*," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1 (Januari 2002), 5.

⁹ Erni Masdupi, "Analisis Dampak, 61.

dibandingkan perusahaan lain yang masuk DES, serta perusahaan tersebut melaporkan keuangannya kepada Bapepam dan dipublikasikan, (2) penelitian sebelumnya meneliti sampel keseluruhan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga diperlukan pengembangan dengan meneliti perusahaan yang sejenis, (3) jumlah perusahaan manufaktur yang ada di DES lebih banyak dibanding sektor-sektor lain, karena kemampuan analisis dalam satu sektor diharapkan dapat menghasilkan simpulan yang dapat dibandingkan antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya.

B. Pokok Masalah

Berdasarkan uraian tersebut, maka yang menjadi permasalahan dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Daftar Efek Syariah?
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan Institusional terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Daftar Efek Syariah?
3. Bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Daftar Efek Syariah?
4. Bagaimana pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang pada perusahaan

C. Landasan Teori

1. Kebijakan Utang

Modal kerja yang dibutuhkan oleh perusahaan dapat dipenuhi dari dua sumber yaitu dari sumber internal dan sumber eksternal. Sumber internal merupakan modal kerja yang dihasilkan oleh perusahaan sendiri dari aktivitas operasional sedangkan sumber eksternal dihasilkan dari luar aktivitas yang merupakan modal sendiri atau utang.¹⁰

Rasio *leverage* yaitu rasio untuk mengukur sampai seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai oleh utang. Dengan mengetahui rasio *leverage* akan dapat dinilai tentang: (a) posisi perusahaan terhadap seluruh kewajibannya kepada pihak lain, (b) kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang bersifat tetap, (c)

¹⁰ Indriyo Gitosudarmo dan Basri, *Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: BPFE, 2002) 42.

keseimbangan antara nilai aktiva tetap dengan modal.¹¹ Salah satu rasio *leverage* yang digunakan dalam penelitian ini adalah DER (*debt to equity ratio*).

Struktur modal (utang versus modal sendiri) akan ditentukan oleh beberapa faktor seperti agresivitas manajemen, tingkat pajak perusahaan, dan tingkat *leverage*. Semakin tinggi tingkat pajak yang membebani perusahaan, perusahaan akan cenderung menggunakan utang yang lebih banyak karena perusahaan bisa memanfaatkan penghematan pajak yang timbul dari bunga yang dibayarkan (bunga bisa dikurangkan dari pajak).¹² Kebijakan utang juga bisa digunakan untuk mengontrol konflik keagenan karena dengan utang manajer berhati-hati dalam mengalokasikan dana perusahaan karena harus mengembalikan utang dan membayar bunga.¹³

Disisi lain utang juga mempunyai kelemahan: (a) utang yang semakin tinggi meningkatkan risiko sehingga suku bunganya akan semakin tinggi pula, (b) bila kondisi perusahaan tidak dalam kondisi bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang.

2. Agency Theory

Perusahaan yang mempunyai aktivitas bisnis yang semakin luas dan kompleks pemisahan fungsi pemilik dan fungsi pengelola sudah menjadi suatu kebutuhan praktis, terutama bagi perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Daftar Efek Syariah. Sebagian besar perusahaan mempunyai ratusan ribu pemegang sahamnya, sehingga menyulitkan bagi para pemegang saham tersebut untuk terlibat dalam pengelolaan perusahaan. Untuk memudahkan jalannya perusahaan pemegang saham mendelegasikan wewenang dan otoritas pengambilan keputusan kepada para manajernya.¹⁴

Teori Keagenan dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. Hubungan pemilik dan pengelola ini disebut sebagai hubungan keagenan (*agency relationship*). Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak di mana satu orang atau lebih (disebut *principal*) melibatkan orang lain (disebut agen) untuk melaksanakan beberapa jasa atas nama mereka yang meliputi pendelegasian beberapa

¹¹ Munawir, *Analisa Laporan Keuangan*, edisi keempat, (Yogyakarta: Liberty, 2007), 239.

¹² Mamduh Hanafi dan Abdul Halim, *Analisis Laporan Keuangan*, edisi ketiga, (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2007), 12.

¹³ Kartika Nuringsih, "Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen dan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan," *Jurnal Ekonomi* (Vol. XI. No. 03 November, 2006), 241.

¹⁴ Lukman, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta," *Wacana Ekonomika*, Vol.6 No.6 Agustus 2008," 676.

kewenangan pengambilan keputusan kepada agen. Jadi yang disebut *principal* dalam hal ini adalah para pemegang saham dan yang disebut agen adalah para manajer yang mengelola perusahaan.¹⁵

Menurut Brigham and Houston, hubungan keagenan muncul kapan saja ketika satu atau lebih individu, disebut prinsipal, menyewa individu atau organisasi, disebut agen, untuk melakukan beberapa jasa dan menyerahkan otoritas pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan utama terjadi antara: (1) pemegang saham dan manajer dan (2) manajer dan pemilik utang.¹⁶

Tim manajemen diberi wewenang untuk mengambil keputusan terkait dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan-keputusan yang diambil akan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Harapan tim manajemen selalu mengambil keputusan yang sejalan dengan peningkatan perusahaan sering kali tidak terwujud. Manajer memiliki kepentingan (*interest*) pribadi dan sebagian besar bertentangan dengan kepentingan pemilik perusahaan, sehingga muncullah masalah yang disebut dengan masalah agensi (*agency problem*).¹⁷

Masalah keagenan terjadi dalam perusahaan di mana manajer memiliki kurang dari seratus persen saham perusahaan. Dalam perusahaan manufaktur *agency problem* sangat potensial terjadi karena proporsi kepemilikan perusahaan oleh manajer relatif kecil.

Biaya keagenan meliputi *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss*.

- a. *Monitoring cost* adalah biaya yang dikeluarkan pemegang saham (*principal*) untuk mengawasi supaya manajemen (agen) melaksanakan seluruh kegiatan sesuai kontrak yang disepakati. Misalnya, biaya audit dan biaya untuk menetapkan rencana kompensasi manajer, pembatasan anggaran dan aturan-aturan kompensasi.
- b. *Bonding cost* adalah biaya yang dikeluarkan manajemen untuk meyakinkan pemegang saham bahwa manajemen melakukan seluruh kegiatan perusahaan sesuai kontrak atau memenuhi kepentingan pemegang saham. Misalnya, ketersediaan manajer untuk menyewa auditor untuk mengaudit laporan keuangan

¹⁵ Lukman, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta," *Wacana Ekonomika*, Vol.6 No.6 Agustus 2008," 676.

¹⁶Brigham dan Houston, *Fundamentals of Financial Management* . 10th Edition (Jakarta: Salemba Empat, 2006), 26.

¹⁷ Zaenal Arifin, *Teori Keuangan*, 47-48.

perusahaannya. Atau untuk menjamin bahwa *principal* akan memberi kompensasi jika agen melaksanakan sesuai dengan kontraknya.

- c. *Residual loss* adalah biaya yang timbul dari kenyataan bahwa tindakan agen kadangkala berbeda dari tindakan yang memaksimalkan kepentingan prinsipal.

Mekanisme *monitoring* masalah agensi juga memiliki peranan penting yaitu pengawasan oleh kepemilikan institusional. Monitoring tersebut terkait dengan tindakan investor institusional untuk melindungi nilai investasi yang mereka tanamkan dalam perusahaan karena *outside equityholders* akan selalu mengawasi tindakan manajer untuk memastikan bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham.¹⁸ Selanjutnya mekanisme bonding dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dengan kepemilikan yang semakin tinggi akan mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajer, selain itu juga dapat dilakukan dengan meningkatkan utang, jika utang tinggi maka perusahaan harus beroperasi sebaik mungkin karena akan dinilai oleh *debtholders* sehingga dapat mengurangi konflik manajer dan pemegang saham.¹⁹

Menurut Rozeff dan Easterbrook sebagaimana yang dikutip oleh Wahidahwati menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru, sehingga mengurangi biaya keagenan.²⁰

3. Teori Signalling

Teori *Signalling* dikembangkan dalam ilmu ekonomi dan keuangan untuk memperhitungkan kenyataan bahwa orang dalam (manajer) perusahaan memiliki informasi yang lebih baik dan lebih cepat berkaitan dengan kondisi mutakhir dan prospek perusahaan dibandingkan dengan investor luar.²¹ Munculnya *asymmetric information* tersebut menyulitkan investor dalam menilai secara obyektif berkaitan

¹⁸Nurfauziah, D. Agus Harjito dan Hertya Dwi Ameliawati, "Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Utang dalam Perspektif Masalah Agensi Di Indonesia," *VENTURA*, Vol. 10 No. 1, (April 2007), 47.

¹⁹ Nurfauziah, D. Agus Harjito dan Hertya Dwi Ameliawati, "Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Utang dalam Perspektif Masalah Agensi Di Indonesia," *VENTURA*, Vol. 10 No. 1, (April 2007), 48.

²⁰Wahidahwati, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Theory Agency*," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1 (Januari 2002), 10.

²¹ Zaenal Arifin, *Teori Keuangan...*, 11.

dengan kualitas perusahaan. Pernyataan-pernyataan yang dibuat manajer diragukan kebenarannya karena baik perusahaan buruk maupun perusahaan bagus akan sama-sama mengklaim bahwa perusahaannya memiliki prospek yang bagus. Pembuktian benar salahnya pernyataan tersebut membutuhkan waktu, sehingga orang dalam perusahaan akan dapat mengambil keputusan atas pernyataan-pernyataannya yang tidak benar jika klaim-klaim tersebut dipercaya oleh investor luar.

Munculnya *asymetric information* ini membuat investor secara rata-rata memberikan penilaian yang rendah terhadap semua saham perusahaan. Dalam bahasa teori *signaling*, kecenderungan ini disebut *pooling equilibrium*, karena perusahaan berkualitas bagus dan perusahaan berkualitas jelek dimasukkan dalam *pool* penilaian yang sama.

Berdasarkan teori *Signalling* peningkatan dividen memberi sinyal positif mengenai peningkatan aliran kas (*Cash flow*) di masa mendatang. Informasi ini digunakan oleh pihak investor untuk membeli saham. Peningkatan permintaan saham menyebabkan harga saham mengalami peningkatan dan relatif stabil.²² Pembayaran dividen merupakan sesuatu yang memberatkan perusahaan karena akan mengurangi jumlah dana yang tersedia untuk investasi. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui utang.²³

Model *signalling* juga memprediksi bahwa perusahaan di industri yang tinggi tingkat pertumbuhannya dan lebih banyak memiliki *intangible assets* akan memakai utang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang sudah dalam tahap dewasa dan menggunakan lebih banyak *tangible assets*. Perusahaan yang pertama memiliki masalah *asymmetric information* yang lebih besar sehingga membutuhkan untuk memberi sinyal. Namun pola struktur modal yang ditemui adalah perusahaan yang memiliki lebih banyak *tangible assets* justru memiliki porsi utang yang lebih besar.²⁴

²² Fitri Ismiyanti dan Mamduh H.Hanaf, "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan," *Simposium Nasional Akuntansi VI*, (Surabaya.2003), 273.

²³ Fitri Ismiyanti dan Mamduh H.Hanaf, "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan," *Simposium Nasional Akuntansi VI*, (Surabaya.2003), 273. 263.

²⁴ Zaenal Arifin, *Teori Keuangan...*, 99

4. Mekanisme Untuk Mengurangi Konflik Keagenan

Dalam mengatasi masalah keagenan dan mengurangi biaya keagenan maka dapat dilakukan dengan beberapa cara sebagai berikut : dengan meningkatkan *insiders ownership*. Menurut pendekatan ini, *agency problems* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham maka *insiders* akan merasakan langsung akibat dari keputusan yang diambilnya sehingga tidak mungkin manajer bertindak oportunistik lagi.²⁵ Perusahaan dengan kepemilikan *insiders* tinggi akan memiliki *equity agency cost* rendah tetapi memiliki *debt agency cost* tinggi, alasannya insentif yang diberikan kepada *insiders* setara dengan pemegang saham lain daripada kreditur, selanjutnya adanya peningkatan biaya keagenan utang sehingga manajer mengurangi penggunaan utang.²⁶

Adanya kepemilikan oleh investor-investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh instansi lain dalam bentuk perusahaan-perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*. *Monitoring agents* memainkan peranan secara aktif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kesejahteraan pemegang saham.²⁷

Sedangkan untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada para pemegang saham karena peningkatan pembayaran dividen akan mengurangi aliran kas bebas yang terkontrol bagi manajemen atau agen dan oleh karena itu akan mengurangi biaya keagenan. Crutchley dan Hansen sebagaimana dikutip oleh Wahidahwati menyatakan bahwa dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, perusahaan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya.²⁸

²⁵ Erni Masdupi, "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 20, No. 1 (Januari, 2005), 59.

²⁶ Slamet Haryono, "Struktur Kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan," *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 5, No. 1, Februari 2002, 68.

²⁷ Slamet Haryono, "Struktur Kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan," *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 5, No. 1, Februari 2002, 67

²⁸ Wahidahwati, "Pengaruh Kepemilikan, 2.

D. Metodologi Penelitian

1. Jenis dan Sifat Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam jenis penelitian terapan. Penelitian terapan dilakukan dengan tujuan menerapkan, menguji dan mengevaluasi kemampuan suatu teori yang diterapkan dalam memecahkan masalah-masalah praktis.²⁹ Adapun penelitian ini bersifat kuantitatif, yaitu data yang digunakan dalam penelitian ini berupa angka-angka atau besaran tertentu yang sifatnya pasti, sehingga data seperti ini memungkinkan untuk dianalisis menggunakan pendekatan statistik.³⁰

2. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah keseluruhan dari obyek penelitian yang akan diteliti. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang masuk di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan tercatat dalam *Daftar Efek Syari'ah* (DES) selama periode waktu 2006-2009. Alasan pemilihan tahun 2006-2009 adalah ketersediaan data laporan keuangan yang telah diaudit.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang secara konsisten masuk dalam *Daftar Efek Syari'ah* (DES) periode 2006-2009. Perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel karena merupakan sektor yang terbanyak jumlahnya dibanding sektor lain yang ada di DES.

Sedangkan metode pengambilan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel atas pertimbangan tertentu.³¹

Kriteria yang ditentukan untuk pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di DES; (2) Emiten yang telah mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2006, 2007, 2008 dan 2009. (Laporan per 31 Desember merupakan laporan tahunan yang telah diaudit; (3) Laporan keuangan yang diterbitkan memuat unsur-unsur variabel yang akan digunakan dalam penelitian.

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan di atas, maka perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini adalah sebagai berikut:

²⁹ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis*, cet. XII (Bandung: Alfabeta, 2008), 8.

³⁰ Syamsul Hadi, *Metodologi Penelitian Kuantitatif untuk Akuntansi dan Keuangan*, edisi I (Yogyakarta: EKONISIA, 2006), 27.

³¹ Sugiyono, *Metode Penelitian*, 78.

Tabel 3.1
Proses Pemilihan Sampel

Kriteria	Jumlah
- Perusahaan manufaktur di DES yang konsisten dari tahun 2006-2009	188
- Perusahaan yang tidak memiliki (%) prosentase kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional	(86)
- Perusahaan yang tidak membagikan dividen	(38)
Jumlah sampel	64

3. Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang didapatkan oleh peneliti secara tidak langsung dari objek penelitian.³² Data jenis ini biasanya dikumpulkan oleh suatu lembaga tertentu dan diterbitkan secara berkala untuk kepentingan umum.³³ Data yang diperoleh dari beberapa sumber yaitu pojok Bursa Efek Indonesia UKDW, UGM, *Indonesian Capital Market Directory* (ICDM) dan Website *Indonesian Stock Exchange* www.idx.co.id.

D. Definisi Operasional Variabel

1. Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan utang. Kebijakan utang digambarkan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini menunjukkan berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang, bagi perusahaan makin besar rasio ini akan semakin menguntungkan tetapi bagi pihak bank makin besar rasio ini berarti akan semakin besar risiko yang ditanggung atas kegagalan perusahaan yang mungkin terjadi.³⁴

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

2. Variabel Independen

Variabel independen merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (terikat).

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian adalah:

³² Syamsul Hadi, *Metodologi Penelitian*, 37.

³³ Syamsul Hadi, *Metodologi Penelitian*, 41.

³⁴ Munawir, *Analisa Laporan Keuangan*, edisi keempat, (Yogyakarta: Liberty, 2007), 239.

1) Kepemilikan Manajerial/*Managerial Ownership*

Kepemilikan Manajerial yaitu pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan, yaitu para direktur dan dewan komisaris. Secara matematis kepemilikan manajerial (MOWN) dirumuskan sebagai berikut :³⁵

$$MOWN_{t-1} = \frac{\text{Jumlah Saham Dimiliki Manajer Dan Dewan Komisaris}}{\text{Jumlah Saham Beredar}} \times 100\%$$

2) Kepemilikan institusional/*Institutional Ownership*

Kepemilikan institusional menunjukkan proporsi saham yang dimiliki oleh pemilik institusi pada akhir tahun. Adapun rumusnya yaitu :

$$INSTL_{t-1} = \frac{\text{Jumlah Saham yang Dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Saham Beredar}} \times 100\%$$

3) Kebijakan dividen

Kebijakan dividen (*Dividend payout ratio*) merupakan proksi dividen yang digunakan untuk melihat bagian *earning* (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Rumus yang digunakan untuk menghitung DPR adalah:³⁶

$$DPR_{t-1} = \frac{\text{Dividen Per share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100\%$$

4) Struktur aset

Variabel ini merupakan *collateral value of asset* (nilai jaminan aset) yang menggambarkan rasio aset tetap. Variabel ini diberi simbol ASSET yang diukur dengan menggunakan hasil bagi antara *fixed asset* terhadap *total asset*.³⁷

$$ASSET_{t-1} = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$$

3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga pengaruh variabel independen terhadap devenden tidak dipengaruhi oleh faktor-faktor yang tidak diteliti.³⁸ Adapun variabel kontrol yang dipakai dalam penelitian ini yaitu ukuran perusahaan.

³⁵Erni Masdupi, "Analisis Dampak...", 62

³⁶ Mamduh M. Hanafi dan Abdul Halim, *Analisis Laporan Keuangan*, edisi ketiga (Yogyakarta: UPP STIM YKPN), 86.

³⁷ Lukman, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Dividen Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta," *Wacana Ekonomika*, Vol.6 No.6 (Agustus 2008), 681.

³⁸ Sugiyono, *Metode Penelitian*, 61

Ukuran perusahaan atau biasa disebut dengan *firm size*, dalam penelitian ini diberi simbol SIZE. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang dibutuhkan untuk menjalankan operasi perusahaan. Sumber dana tersebut bisa berasal dari modal sendiri (*equity*) atau utang. Variabel kontrol ini dihitung dengan natural log *total asset*.

$$\text{SIZE} = \text{Ln Total Asset}^{39}$$

4. Teknik Analisis Data

1. Statistik Deskriptif⁴⁰

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, *kurtosis* dan *skewness* (kemencengan distribusi), *Skewness* dan *kurtosis* merupakan ukuran untuk melihat apakah variabel terdistribusi secara normal atau tidak. *Skewness* mengukur kemencengan dari data dan *kurtosis* mengukur puncak dari distribusi data. Data yang terdistribusi secara normal mempunyai nilai *skewness* dan *kurtosis* mendekati nol.

2. Uji Asumsi Klasik

Model regresi yang diperoleh dari metode kuadrat terkecil biasa (*Ordinary Least Square/OLS*) merupakan model regresi yang menghasilkan estimator linear tidak bias yang terbaik (*Best Linear Unbias Estiator/BLUE*). Kondisi ini terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi, yang disebut asumsi klasik.⁴¹

Pengujian asumsi klasik meliputi lima tahap pengujian yaitu uji normalitas, multikolinieritas, autokorelasi, heterokedastisitas dan linieritas.

E. Analisis Data dan Pembahasan

1. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan pada populasi yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Daftar Efek Syariah*

³⁹ Erni Masdupi, "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Utang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 20, No. 1 (Januari: 2005), 62.

⁴⁰ Imam Ghazali, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, cet. IV (Semarang: Badan Penerbit UNDIP, 2009), 19-21.

⁴¹ Algifari, *Analisis Regresi Teori, Kasus, dan Solusi* (Yogyakarta: BPFE, 2000), 83.

selama tahun 2006 sampai dengan 2009. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, maka pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 17 perusahaan.

Tabel 4.1
Hasil Analisis Statistik Deskriptif
(Jumlah Sampel, Range, Minimum, Maximum, dan Sum)

Variabel	N	Minimum	Maximum	Range	Mean	Std. Deviation
DER	64	0.08	1.62	1.54	0.5944	0.36797
MOWN	64	0.00	29.1229	29.1229	2.5881	6.16320
IOWN	64	1.4184	99.3338	97.9154	68.3966	19.79872
DPR	64	-33.33	204.08	237.41	45.4177	41.17657
ASSET	64	0.0445	0.8801	0.8356	0.3534	0.20701
LnSize	64	18.98	29.50	10.52	26.4639	2.75228
Valid N (listwise)	64					

Sumber: Data diolah.

2. Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik ini dimaksudkan agar variable *managerial ownership*, *institutional ownership*, *dividend payout ratio*, *asset structure* dan *firm size* menjadi estimator atas variabel dependen kebijakan utang tidak bias. Variabel tersebut dinyatakan tidak bias apabila tidak ada gejala asumsi klasik yaitu normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi dan linieritas. Dalam pengujian hipotesis dengan model yang digunakan, maka diharapkan dapat menghasilkan suatu model yang baik sehingga hasil analisisnya juga baik dan tidak bias.

a. Uji Normalitas⁴²

Regresi yang baik adalah regresi yang memiliki data yang berdistribusi normal. Hasil uji normalitas (uji *Kolmogorov-Smirnov*) dapat dilihat pada tabel 4.2 di bawah ini:

Tabel 4.2
Hasil Uji Normalitas
(Uji Kolmogorov-Smirnov)

Sampel	K-S Z	Signifikansi	Simpulan
64	0.905	0.387	H0 diterima

Sumber: Data diolah

⁴² Algifari, *Analisis Regresi Teori, Kasus, dan Solusi*, 147-152.

b. Uji Multikolinieritas⁴³

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel saling berhubungan secara linier. Hasil uji multikolinieritas (uji VIF) dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.3
Hasil Uji Multikolinieritas
(Uji VIF)

Variabel	Tolerance	VIF
MOWN	0.715	1.398
IOWN	0.928	1.077
DPR	0.926	1.080
ASSET	0.888	1.126
LnSize	0.733	1.364

Sumber: Data diolah

c. Uji Heteroskedastisitas⁴⁴

Model regresi yang baik adalah varian residualnya bersifat homoskedastisitas atau tidak terjadi gejala heteroskedastisitas. Metode yang digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini dengan menggunakan uji *Glejser*. Hasil uji heteroskedastisitas (uji *Glejser*) dapat dilihat pada tabel 4.4 di bawah ini:

Tabel 4.4
Hasil Uji Heteroskedastisitas
(Uji *Glejser*)

Sampel	Variabel	Signifikansi
64	MOWN	0.523
	IOWN	0.073
	DPR	0.998
	ASSET	0.400
	LnSize	0.319

Sumber: Data diolah

d. Uji Autokorelasi⁴⁵

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya (t-1). Konsekuensi dari adanya autokorelasi adalah peluang keyakinan menjadi besar serta varian dan nilai kesalahan standar akan ditaksir terlalu rendah. Salah satu cara untuk melihat adanya autokorelasi

⁴³ Algifari, *Analisis Regresi Teori, Kasus, dan Solusi*, 95-97.

⁴⁴ Algifari, *Analisis Regresi Teori, Kasus, dan Solusi*, 125-127.

⁴⁵ Algifari, *Analisis Regresi Teori, Kasus, dan Solusi*, 99-100.

adalah dengan uji statistik *run test*. *Run test* sebagai bagian dari statistik non-parametrik dapat pula digunakan untuk menguji apakah antar residual terdapat korelasi yang tinggi. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah acak random. *Run test* digunakan untuk melihat apakah data residual terjadi secara random atau tidak.

H0 : Residual (res_1) random (acak)

HA : Residual (res_1) tidak random

Dasar pengambilan keputusannya adalah jika probabilitas > 0,05 maka H0 diterima, residual random. Jika probabilitas < 0,05 maka H0 ditolak, residual tidak random.

Hasil uji autokorelasi dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.5
Hasil Uji Autokorelasi

Sampel	Tes Value	Asymp Sig.	Simpulan
64	-1.512	0.131	H0 diterima

Sumber: Data diolah

Hasil uji autokorelasi (*Run Test*) pada tabel di atas menunjukkan bahwa nilai tes -1.512 dengan probabilitas 0.131 signifikan pada 5 % (0.05) yang berarti hipotesis nol diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual yang berarti bahwa residual random dan tidak ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya (t-1).

e. Uji Linearitas

Uji linieritas digunakan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak. Dengan uji ini akan diperoleh informasi apakah model empiris sebaiknya linier, kuadrat atau kubik.⁴⁶ Untuk melihat kelinieran digunakan uji LM (uji *lagrange multiplier*) dengan mengkuadratkan variabel independennya untuk mendapatkan nilai c^2 hitung atau $(n \times R^2)$.

Adapun pengambilan keputusannya yaitu jika nilai c^2 hitung < c^2 tabel, maka disimpulkan spesifikasi model yang digunakan sudah benar (memenuhi asumsi linieritas).

⁴⁶ Imam Ghozali, *Aplikasi Analisis*, 152.

Adapun hasil uji linieritas (uji *lagrange Multiplier*) dapat dilihat pada tabel 4.6 di bawah ini :

Tabel 4.6
Hasil Uji Linieritas
(Uji *Lagrange Multiplier*)

Sampel	R Square	Hasil	Simpulan
64	0.000	0.000<chi square	Model regresi dalam bentuk linier

Sumber: Data diolah

Hasil uji linearitas (uji *Lagrange Multiplier*) pada tabel 4.6 di atas menunjukkan bahwa nilai R^2 sebesar 0.000 dengan jumlah n observasi 64, maka besarnya c^2 hitung adalah $64 \times 0.000 = 0.00$. Nilai c^2 tabel dari $df = 60$ dengan tingkat kepercayaan sebesar 0,05 adalah sebesar 79.08. Oleh karena nilai c^2 hitung lebih kecil dari c^2 tabel, $0.000 < 79.08$, maka dapat disimpulkan bahwa spesifikasi model regresi adalah dalam bentuk linear yang berarti model yang digunakan sudah benar.

Jadi secara keseluruhan dari hasil uji asumsi klasik yang digunakan, dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini memenuhi semua persyaratan uji asumsi klasik.

3. Analisis Regresi Berganda

Analisis pengaruh MOWN, IOWN, DPR, ASSET, SIZE terhadap kebijakan utang pada perusahaan perdagangan di Daftar Efek Syariah dapat dilihat dari analisis regresi berganda yang lengkapnya dapat dilihat pada lampiran dan terangkum pada tabel 4.7 dibawah ini:

Tabel 4.7
Hasil Uji Analisis Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2.189	0.521		4.200	0.000
MOWN	-0.022	0.008	-0.361	-2.698	0.009
IOWN	-0.002	0.002	-0.126	-1.068	0.290
DPR	0.001	0.001	0.025	0.213	0.832
ASSET	0.591	0.214	0.333	2.766	0.008
LnSize	-0.060	0.018	-0.452	-3.416	0.001

Sumber : data diolah

Berdasarkan hasil analisis regresi seperti tertera pada ringkasan tabel 4.7 di atas diperoleh persamaan model regresi yaitu:

$$\text{Kebijakan Utang} = 2.189 - 0.022 \text{ MOWN} - 0.002 \text{ IOWN} + 0.001 \text{ DPR} + 0.591 \text{ ASSET} - 0.060 \text{ Ln size} + e$$

4. Uji Persamaan Regresi

a. Uji Determinasi

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Namun penggunaan koefisien determinasi R^2 memiliki kelemahan, yaitu bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel maka R^2 meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen atau tidak. Oleh karena itu, koefisien determinasi dalam penelitian ini menggunakan nilai *Adjusted R²*.

Hasil uji determinasi dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 4.8
Hasil Uji Determinasi

R	R Square	Adjusted R Square
0.506(a)	0.256	0.192

Sumber: Data diolah

Berdasarkan hasil perhitungan uji determinasi yang tampak pada tabel 4.8 di atas, besarnya koefisien determinasi atau *adjusted R²* adalah 0.192 hal ini berarti 19.2% variasi kebijakan utang dapat dijelaskan oleh variasi dari lima variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan sisanya (100% - 19.2% = 80.8%) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model persamaan tersebut di atas.

b. Uji Hipotesis Secara Simultan

Pengujian hipotesis yang menyatakan ada pengaruh secara simultan MOWN, IOWN, DPR, ASSET dan SIZE terhadap kebijakan utang dapat dilihat dari hasil uji F. Kriteria pengujiannya apabila nilai p value < 0,05, dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima. Hasil uji F dapat dilihat pada Tabel 4.9 di bawah ini:

Tabel 4.9
Hasil Uji Simultan
ANOVA(b)

Sampel	F	Sig.	Simpulan
64	3.987	0.004(a)	Model regresi dapat digunakan

Sumber: Data diolah

Hasil uji F pada Tabel diperoleh F hitung = 3.987 dengan nilai p value= 0.004 < 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_a diterima, Yang berarti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan utang perusahaan.

c. Uji Hipotesis Secara Parsial

Pengujian hipotesis yang menyatakan ada pengaruh secara parsial MOWN, IOWN, DPR, ASSET dan SIZE terhadap kebijakan utang dapat dilihat dari hasil uji t. Kriteria pengujiannya apabila nilai p value < 0,05, dapat disimpulkan bahwa H_a diterima. Hasil uji t dapat dilihat pada Tabel

Tabel 4.10
Hasil Uji Parsial

Variabel	Prediksi	koefisien	Sig.	Ha
(Constant)		0.145	0.000	
MOWN	-	-0.022	0.009*	Diterima
IOWN	-	-0.002	0.290	Ditolak
DPR	+	0.001	0.832	Ditolak
ASSET	+	0.591	0.008*	Diterima
LnSIZE	+	-0.060	0.001*	Ditolak

Variabel dependen: Kebijakan Utang (DER)
*Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Sumber: Data diolah

1) Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

H_1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan

Berdasarkan hasil regresi diperoleh koefisien regresi kepemilikan manajerial sebesar -0.022 dan signifikansi t kepemilikan manajerial sebesar 0.009. Pada taraf signifikansi 5% (0.05), signifikansi t sebesar 0.009 lebih kecil dari 0.05 (0.009 < 0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Dengan demikian, H_1 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial sesuai dengan

hipotesis yang diajukan yaitu berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan arah yang negatif yakni menurunkan kebijakan utang perusahaan.

2) Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap kebijakan utang

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan

Berdasarkan hasil regresi diperoleh koefisien regresi kepemilikan institusional sebesar -0.002 dan signifikansi t kepemilikan institusional sebesar 0.290. Pada taraf signifikansi 5% (0.05), signifikansi t sebesar 0.290 lebih besar dari 0.05 ($0.290 > 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan namun mempunyai arah negatif terhadap kebijakan utang. Dengan demikian, H₂ yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

3) Pengaruh kebijakan dividen (DPR) terhadap Kebijakan Utang

H3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan

Berdasarkan hasil regresi diperoleh koefisien regresi kebijakan dividen sebesar 0.00 dan signifikansi t sebesar 0.832. Pada taraf signifikansi 5% (0.05), signifikansi t sebesar 0.832 lebih besar dari 0.05 ($0.832 > 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa DPR tidak berpengaruh secara signifikan namun memiliki arah yang positif terhadap kebijakan utang. Dengan demikian, H₃ yang menyatakan bahwa DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa DPR tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

4) Pengaruh struktur aset terhadap kebijakan utang

H4 : Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan

Berdasarkan hasil regresi diperoleh koefisien regresi struktur aset sebesar 0.591 dan signifikansi t sebesar 0.008. Pada taraf signifikansi 5% (0.05), signifikansi t sebesar 0.008 lebih kecil dari 0.05 ($0.008 < 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur aset berpengaruh secara signifikan dan memiliki arah yang positif terhadap kebijakan utang. Dengan demikian, H₄ yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang diterima. Hal ini menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

5. Pembahasan

Hasil uji statistik F menunjukkan nilai signifikansi F sebesar 0.004 lebih kecil dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan utang perusahaan. Berdasarkan hasil analisis regresi diperoleh *R-square* sebesar 0.256 yang berarti bahwa kontribusi MOWN, IOWN, DPR, ASSET dan satu variabel kontrol yaitu SIZE secara simultan berpengaruh terhadap Kebijakan Utang sebesar 0.26%. Dari tabel tersebut juga dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R square* sebesar 0.192. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 19.20%. Sedangkan sisanya 80.8% dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model regresi linear yang digunakan.

a. Variabel Utama

Variabel independen dari penelitian ini terdiri atas kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen dan struktur aset. Variabel ini akan dibahas satu persatu untuk mengetahui bagaimana pengaruhnya terhadap kebijakan utang (*debt to equity ratio*) perusahaan.

1) Pengaruh Kepemilikan Manajerial (MOWN) terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan atas saham perusahaan yang dimiliki pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Dengan adanya kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai utang. Dengan demikian manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak mungkin bertindak opportunistik lagi dan akan semakin hati-hati dalam menggunakan utang dan berusaha meminimumkan biaya keagenan.⁴⁷

Pada tabel 4.10 di atas nilai koefisien regresi $b_1 = -0.022$ menunjukkan bahwa setiap kenaikan MOWN sebesar 1%, maka nilai DER akan mengalami penurunan sebesar 0.022%, dengan asumsi variabel yang lain konstan. Signifikansi t sebesar 0.009 lebih kecil dari 0.05 ($0.009 < 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa MOWN berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.

⁴⁷ Isrina Damayanti, "Analisa Pengaruh, 10.

Hal ini membuktikan bahwa proporsi kepemilikan saham oleh manajemen mempengaruhi kebijakan utang perusahaan. Hasil yang signifikan dari penelitian ini mendukung hipotesis yang diajukan sebelumnya yaitu MOWN berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Imanda Firmantyas Putri dan Mohammad Nasir, Erni Masdupi, Kartika Nuringsih maupun Taswan yang menyatakan bahwa kepemilikan ekuitas oleh manajerial dapat mensejajarkan kepentingan manajerial dengan pemegang saham eksternal. Semakin tinggi prosentase kepemilikan manajerial akan mampu mengurangi peranan utang sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi konflik agensi.⁴⁸

2) Pengaruh Kepemilikan Institusional (IOWN) terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan atas saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain). Peningkatan kepemilikan institusi diyakini dapat mengurangi masalah agensi antara pemilik perusahaan dengan manajer dan meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusi yang tinggi dapat mengontrol kinerja manajemen secara efektif sehingga dapat mengurangi kecurangan-kecurangan yang dilakukan manajer dan mengurangi masalah keagenan.

Pada tabel 4.10, nilai koefisien regresi $b_2 = -0.020$ menunjukkan bahwa setiap kenaikan IOWN sebesar 1%, maka nilai DER akan mengalami penurunan sebesar 0.020%, dengan asumsi variabel yang lain konstan. Signifikansi t sebesar 0.290 lebih besar dari 0.05 ($0.290 > 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa IOWN tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini berarti bahwa investor institusional sebagai pihak yang memonitor agen hanya sebatas mengawasi tindakan manajemen dan tidak berperan secara aktif dalam pengambilan keputusan mengenai utang. Hal ini bertentangan dengan *agency theory* yang mengemukakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan pendapat Shleifer dan Vishny sebagaimana dikutip oleh Isrina Damayanti menyatakan bahwa dengan adanya konsentrasi kepemilikan maka pemegang saham besar seperti institusional investor akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif sehingga akan membatasi perilaku

⁴⁸ Erni masdupi, "Analisis Dampak...", 64.

opportunistik yang mungkin akan diambil manajer. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan utang oleh manajer. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadi *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Hal ini juga bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fitri dan Mamduh bahwa variabel kepemilikan institusional (INST) mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

3) Pengaruh Kebijakan Dividen (DPR) terhadap Kebijakan Utang

Kebijakan dividen merupakan persentase dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih setelah pajak. *Dividen payout ratio* dihitung dengan cara membandingkan antara dividen yang dibagi dengan *earning per share*.

Hasil pengujian dari penelitian ini menunjukkan bahwa DPR mempunyai arah koefisien regresi yang positif dengan DER yaitu $b_3 = 0.001$ yang berarti ketika prosentase rasio pembayaran dividen sebesar 1%, maka terjadi kenaikan maka nilai DER sebesar 0.001% dengan asumsi variabel independen lain konstan. Sementara itu signifikansi t sebesar 0.832 lebih besar dari 0.05 ($0.832 > 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian ini berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Dividen dapat menjadi sinyal yang baik bagi investor, namun peningkatan dividen tidak dilihat sebagai sesuatu yang dapat meningkatkan utang perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Bambang Sugeng yang berpendapat bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari utang tersebut.⁴⁹

Fitri dan Mamduh dalam penelitiannya juga berpendapat bahwa penggunaan dividen dalam mengurangi *agency cost* bisa 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

⁴⁹ Bambang Sugeng, "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen di Indonesia," <http://fe.um.ac.id/wp.content/uploads/2010/01> diakses tanggal 07 Oktober 2010

dari utang (*debt financing*). Perusahaan memandang besar kecilnya dividen tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.⁵⁰

4) Pengaruh Struktur Aset (ASSET) terhadap Kebijakan Utang

Perusahaan yang mempunyai aset dalam jumlah yang besar dan lebih fleksibel akan lebih mudah mendapatkan pinjaman kepada perusahaan yang disertai dengan jaminan aset yang lebih besar.⁵¹ Hasil pengujian dalam penelitian ini yang ditunjukkan pada tabel tersebut dengan nilai koefisien regresi 0.591 menunjukkan bahwa setiap kenaikan ASSET sebesar 1%, maka nilai DER akan mengalami kenaikan sebesar 0.591%, dengan asumsi variabel yang lain konstan. Signifikansi t sebesar 0.008 lebih kecil dari 0.05 ($0.008 < 0.05$) maka struktur aset mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio utang perusahaan.

Tanda positif ini menunjukkan bahwa semakin besar rasio aktiva tetap dalam struktur aset suatu perusahaan akan semakin tinggi kepercayaan para pemberi pinjaman atau kreditor terhadap perusahaan yang terdaftar di Daftar Efek Syariah. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil studi empiris sebelumnya yang dilakukan Wahidahwati dan juga Lukman yang menemukan struktur aset mempunyai hubungan positif signifikan terhadap kebijakan utang.

b. Variabel Kontrol

1. Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap Kebijakan Utang

Perusahaan besar yang sudah *well established* akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibanding dengan perusahaan kecil. Kemudahan akses yang diberikan perusahaan besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar pula. Bukti empirik menyatakan bahwa skala perusahaan berhubungan positif dengan rasio utang nilai buku ekuitas (*debt to book value of equity ratio*).⁵² Semakin besar perusahaan, maka akan semakin besar nilai buku pada rasio ekuitas perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan utang.

Pada tabel 4.10 di atas, nilai koefisien regresi -0.060 menunjukkan bahwa setiap kenaikan ukuran perusahaan sebesar 1%, maka nilai DER akan mengalami penurunan sebesar 0.060%, dengan asumsi variabel yang lain konstan. Signifikansi t sebesar 0.001 lebih kecil dari 0.05 ($0.001 < 0.05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran

⁵⁰ Fitri Ismiyanti dan Mamduh M.Hanafi, "Kepemilikan Manajerial...", 272

⁵¹ Lukman, "Pengaruh Kepemilikan...", 679

⁵² Agus Sartono, *Manajemen Keuangan...*, 249

perusahaan ada kecenderungan negatif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Karena variabel ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang dan menunjukkan arah yang negatif, maka hasil ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Erni Masdupi bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang.

Teori yang menyatakan bahwa besarnya ukuran perusahaan disebabkan penggunaan jumlah utang yang besar tidak terbukti. Dimana perusahaan yang masuk dalam DES meningkatkan ukuran perusahaan (jumlah aset) tidak hanya menggunakan jumlah utang yang besar melainkan juga menggunakan dana internal (modal sendiri). Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa semakin besar perusahaan maka kecenderungan menggunakan pendanaan eksternal juga semakin kecil, artinya perusahaan yang besar cenderung sedikit menggunakan utang. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar mempunyai risiko kebangkrutan yang tinggi maka dari itu perusahaan besar lebih menyukai mendanai perusahaannya berusaha untuk menggunakan pendanaan internal dan berhati-hati dalam menggunakan utang.⁵³

F. Penutup

1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil uji statistik F dapat disimpulkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan utang perusahaan.

- a. Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan arah yang negatif. Dengan demikian, H_1 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan diterima. Semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial akan menurunkan kebijakan utang.
- b. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, H_2 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan ditolak. Peningkatan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap penurunan kebijakan utang.

⁵³ Nina Diah Pitaloka, "Pengaruh Faktor-faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Dengan Pendekatan *Pecking Order Theory*," *Skripsi*, Universitas Lampung, (2009).

- c. Kebijakan dividen tidak berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, H_3 yang menyatakan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak. Peningkatan kebijakan dividen dianggap memberikan sinyal positif bagi investor, namun tidak dilihat sebagai sesuatu yang dapat menaikkan kebijakan utang perusahaan.
- d. Struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Dengan demikian, H_4 yang menyatakan Struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan diterima.
- e. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Dengan demikian, H_5 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak. Perusahaan yang besar cenderung sedikit menggunakan utang. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar mempunyai risiko kebangkrutan yang tinggi maka dari itu perusahaan lebih menyukai pendanaan dari internal dan berhati-hati menggunakan utang.

2. Saran

- a. Bagi penelitian berikutnya sampel yang digunakan lebih digeneralisir lagi dengan menggunakan perusahaan yang masuk dalam daftar efek syariah baik perusahaan keuangan maupun non keuangan lainnya.
- b. Penelitian selanjutnya sebaiknya menambah jumlah sampel perusahaan yang akan diteliti dan memperpanjang waktu penelitian agar hasil yang didapat lebih akurat dan bervariasi.
- c. Penelitian selanjutnya disarankan menambah variabel independen atau mengganti variabel independen yang tidak signifikan dari penelitian ini dengan variabel lain yang disinyalir dapat mempengaruhi kebijakan utang perusahaan. Dengan demikian, hasil yang akan didapat diharapkan lebih akurat.

3. Keterbatasan

- a. Penelitian ini membuktikan pengaruh MOWN, IOWN, DPR, ASSET, SIZE terhadap kebijakan utang hanya terbatas pada perusahaan manufaktur saja.

- b. Pemilihan sampel yang digunakan adalah secara "*purposive sampling*" hanya 17 dari 60 perusahaan manufaktur yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah saja, serta menggunakan kurun waktu yang pendek yaitu hanya 4 tahun dari tahun 2006-2009. Dengan demikian, dimungkinkan muncul beberapa masalah dalam ketidakcukupan statistik dan mengakibatkan hasil penelitian ini tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi
- c. Melihat hasil dari *Adjusted R Square* dalam penelitian ini yang hanya sebesar 0.192 atau 19.2% mempengaruhi kebijakan utang perusahaan, maka masih banyak variabel lain yang disinyalir dapat mempengaruhi besarnya kebijakan utang perusahaan, namun tidak dimasukkan ke dalam model regresi.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari, *Analisis Regresi Teori, Kasus, dan Solusi* Yogyakarta: BPFE, 2000
- Brigham dan Houston, *Fundamentals of Financial Management*, penerjemah Ali Akbar Yulianto, Edisi 10, Jakarta: Salemba Empat, 2006
- Ghazali, Imam, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, cet. IV, Semarang: Badan Penerbit UNDIP, 2009.
- Gitosudarmo, Indriyo dan Basri, *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPFE, 2002
- Hadi, Syamsul, *Metodologi Penelitian Kuantitatif untuk Akuntansi dan Keuangan*, edisi I Yogyakarta: EKONISIA, 2006
- Hanafi, Mamduh dan Abdul Halim, *Analisis Laporan Keuangan*, edisi ketiga, Yogyakarta: UPP
- Haryono, Slamet, "Struktur Kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan," *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 5, No. 1, (Februari 2002).
- Ismiyanti, Fitri dan Mamduh H.Hanafi, "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan," *Simposium Nasional Akuntansi VI*, (Surabaya.2003)
- Lukman, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta," *Wacana Ekonomika*, Vol.6 No.6 (Agustus 2008)
- Masdupi, Erni, "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 20, No.1, (Januari, 2005).
- Munawir, *Analisa Laporan Keuangan*, edisi keempat, Yogyakarta: Liberty, 2007
- Munawir, *Analisa Laporan Keuangan*, edisi keempat, Yogyakarta: Liberty, 2007
- Nurfauziah, D.Agus Harjito dan Hertya Dwi Ameliawati, "Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Utang dalam Perspektif Masalah Agensi Di Indonesia," *VENTURA*, Vol. 10 No. 1, (April 2007)
- Nuringsih, Kartika, "Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen dan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan," *Jurnal Ekonomi*, Vol. XI. No. 03 (November, 2006)
- Pitaloka, Nina Diah "Pengaruh Faktor-faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang Dengan Pendekatan *Pecking Order Theory*," *Skripsi*, Universitas Lampung, (2009).
- Putri, Imanda Firmantyas dan Mohammad Nasir, Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan, *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang (23-26 Agustus, 2006)
- Sartono, Agus, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Yogyakarta: BPFE, 2001

Sugeng, Bambang “Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen di Indonesia,” <http://fe.um.ac.id/wp.content/uploads/2010/01> diakses tanggal 07 Oktober 2010

Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis*, cet. XII, Bandung: Alfabeta, 2008

Syukron, Ali. "Good Corporate Governance di Bank Syariah." *Economic: Jurnal Ekonomi dan Hukum Islam* 3.1 (2013): 60-83.

Wahidahwati, “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Theory Agency*,” *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1 (Januari 2002)