

ANALISIS DEBT TO EQUITY RATIO (DER) PERSPEKTIF MANAGERIAL OWNERSHIP DAN FREE AGENT PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Kusmawati*)
Laila Wardani**)

Abstract

This research examine the differences of debt policy that proxed with Debt to Equity Ratio (DER) by manager who has stocks in corporation (managerial ownership) and manager who does not has stocks in corporation (free agent). The research observes 119 manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) in 2017, that classified of 25 companies were category managerial ownership and 94 companies were category free agent. Determination of the sample using purposive sampling method and data were analysed by parametric statistic that is independent sample t-test. The result of this research there is no difference in Debt to Equity Ratio (DER) by managerial ownership and free agent. This research proved that managerial ownership does not use debt lower than the free agent.

Keywords: Managerial Ownership, Free Agent, dan Debt to Equity Ratio (DER)

1. Pendahuluan

1.1. Latar Belakang

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Mardiyanto, 2009). Untuk mencapai tujuan tersebut tidak terlepas dari pihak-pihak yang mendukung perusahaan terdiri dari *principal* dan *agent*. *Principal* adalah pemegang saham sebagai pemilik perusahaan dan *agent* adalah manajemen yang yang diberi kepercayaan oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan (Wahidahwati, 2002). Walaupun tujuan dari manajer dan pemegang saham sama, yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham, akan tetapi kadangkala manajer memiliki pemikiran lain yang bertentangan dengan pencapaian tujuan tersebut. Perbedaan pemikiran tersebut diakibatkan karena adanya *assymetric information* diantara manajer dan pemegang saham (Puryandani, 2011). Manajer merasa bahwa dirinya lebih mengetahui tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya dibandingkan pemegang saham. Sehingga manajer sering kali membuat keputusan yang dianggapnya baik, tetapi kadangkala pemikiran tersebut bertentangan dengan pemikiran pemegang saham (Anom, 2002).

Manajer mempunyai kewajiban untuk memaksimumkan kesejahteraan para pemegang saham di perusahaan, tetapi di sisi lain para manajer juga mempunyai kepentingan lain untuk memaksimumkan kesejahteraan mereka sendiri. Hal ini menjadi suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer akan bertindak hanya untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* karena adanya *agency conflict* (konflik kepentingan) (Brigham dan Houston, 2011). *Agency conflict* dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. Untuk mengurangi *agency cost* terdapat beberapa alternatif, salah satunya adalah dengan cara memberikan sebagian saham perusahaan untuk dimiliki oleh manajer (Anom, 2002). Dengan meningkatkan kepemilikan

*) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Unram, Email : Kusmawati.11ok@gmail.com

***) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Unram

manajerial akan dapat menyamakan kepentingan *principal* dan *agent* untuk mengurangi *agency cost* (Dewi, 2008).

Managerial ownership (kepemilikan manajerial) merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen yaitu dewan direksi atau dewan komisaris. Dengan adanya *managerial ownership* maka diharapkan persepsi antara pemegang saham dengan manajer akan relatif sama, karena manajer memiliki dua fungsi utama sekaligus yakni sebagai pengelola perusahaan dan pemilik perusahaan. *Managerial ownership* (kepemilikan manajerial) akan mendorong pihak manajer untuk bertindak sejalan dengan keinginan pemegang saham dengan meningkatkan kinerja dan tanggung jawab dalam mencapai kemakmuran pemegang saham. Manajer akan merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambil dan juga kerugian yang timbul apabila membuat keputusan yang salah. Diharapkan manajer semakin berhati-hati dalam mengambil kebijakan yang bersifat *oportunistik* karena manajer akan ikut menanggung konsekuensi dari apa yang diputuskannya.

Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer tanpa ada kepemilikan saham perusahaan. Manajer yang memiliki saham perusahaan (*managerial ownership*) tentu akan menselaraskan kepentingannya sebagai manajer dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak memiliki saham perusahaan yang disebut dengan *free agent*, terdapat kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri (Christiawan dan Tarigan, 2007).

Beberapa kebijakan perusahaan dibidang keuangan yang dapat diputuskan oleh manajer, baik *managerial ownership* maupun *free agent* yaitu kebijakan investasi, kebijakan deviden dan kebijakan hutang (Weston dan Copeland, 1997). Kaitannya dengan kebijakan hutang, *managerial ownership* akan cenderung mengurangi penggunaan hutang. Menurut Christiawan dan Tarigan (2007), sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham, ia tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan. Kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha akan merugikan ia sebagai manajer atau sebagai pemegang saham. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan pemegang saham, akan kehilangan *return* bahkan dana yang diinvestasikan. Cara untuk menurunkan resiko ini adalah dengan menurunkan tingkat *debt* yang dimiliki perusahaan. *Debt* yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, karena perusahaan mengalami *financial distress*. Karena itulah maka manajer akan berusaha menekan jumlah *debt* serendah mungkin.

Free agent dalam kebijakan hutang dapat mengambil keputusan yang berlawanan dengan *managerial ownership* yaitu, keputusan untuk meningkatkan penggunaan hutang. Peningkatan penggunaan hutang diambil karena terdapat beberapa keuntungan yang diperoleh. Keuntungan yang pertama, biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi rendah. Kedua, dengan hutang kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, maka kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan (Kaaro, 2003).

Penelitian ini merupakan replika dari penelitian sebelumnya yaitu ingin melihat dan menganalisis bagaimana perilaku manajer dalam mengelola kebijakan keuangan perusahaan yaitu kebijakan penggunaan hutang ketika dikategorikan sebagai *free agent* atau *managerial ownership*. Penulis menggunakan objek perusahaan manufaktur yang ada di Indonesia karena perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang melakukan kegiatan operasional sendiri seperti membeli bahan baku, pengelolaan bahan hingga menjadi produk siap jual. Sehingga perusahaan manufaktur membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan salah satunya dengan berhutang.

Berdasarkan Tabel 1.1, dari 153 perusahaan yang ada di sektor manufaktur, ada 25 perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dengan rata-rata kepemilikan adalah

30,74 persen dan sisanya adalah tanpa kepemilikan manajerial atau *free agent*. Lima perusahaan kategori *managerial ownership* memiliki porsi kepemilikan di atas 50 persen, delapan perusahaan yang porsi kepemilikannya 49 sampai 25 persen dan dua belas sisanya adalah memiliki porsi kepemilikan di bawah 25 persen. Berdasarkan Tabel 1.2 rata-rata hutang kelompok perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial pada sektor manufaktur tahun 2017 adalah 1.514.920.555.828,9 rupiah, sementara hutang untuk kelompok perusahaan *free agent* (tanpa kepemilikan manajerial) adalah hampir empat kali lipat dari rata-rata hutang oleh kelompok perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yaitu sebesar Rp5.896.830.920.987,8 rupiah.

Untuk menentukan rasio hutang perusahaan, penulis menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang mencerminkan berapa besar rupiah modal sendiri yang digunakan untuk menjamin hutang perusahaan. Atau dapat juga digunakan untuk melihat bagaimana komposisi penggunaan dana yang digunakan oleh manajer untuk membiayai operasional perusahaan yang berasal dari internal atau modal sendiri dan yang berasal dari eksternal atau hutang. Para analis menilai bahwa tingkat *Debt to Equity Ratio* (DER) yang aman adalah kurang dari atau sama dengan 100 persen atau 1 kali. Sehingga semakin besar DER maka dapat dikatakan manajer dalam penggunaan dana perusahaan lebih banyak menggunakan hutang daripada modal sendiri, begitu juga sebaliknya semakin rendah DER maka perusahaan lebih mengutamakan menggunakan dana internal atau modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan.

Dari uraian di atas penulis tertarik untuk meneliti bagaimana kebijakan hutang oleh seorang manajer apabila ia memiliki saham di dalam perusahaan (*managerial ownership*) dan tidak memiliki saham di dalam perusahaan (*free agent*). Proksi yang digunakan untuk mengetahui kebijakan hutang perusahaan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER) yang dapat memberikan gambaran perbandingan hutang dengan modal sendiri. Oleh karenanya judul dalam penelitian ini adalah Analisis *Debt to Equity Ratio* (DER) Perspektif *Managerial Ownership* dan *Free Agent* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian adalah apakah terdapat perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dengan *free agent*?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) antara perusahaan oleh *managerial ownership* (kepemilikan manajerial) dengan perusahaan *free agent* (tanpa kepemilikan manajerial). Selain itu, penelitian ini juga akan memberikan dasar empiris yang kuat untuk penelitian tentang penggunaan hutang oleh manajer yang memiliki saham manajerial dan yang tidak punya saham di dalam perusahaan (*free agent*).

2. Kajian Pustaka Dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini menggunakan beberapa kajian teori dan penelitian terdahulu untuk menjelaskan permasalahan yang ada pada latar belakang diantaranya sebagai berikut :

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Pengertian *Agency Theory*

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan manajer, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi

perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976).

Menurut Brigham dan Houston (2011), ada beberapa jenis konflik keagenan yang terjadi, yaitu :

1. Konflik antara pemegang saham (*stockholder*) dan manajer. Konflik ini terjadi karena manajer memiliki atau memegang kurang dari 100 persen saham perusahaan. Pada kondisi ini, manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan sudah tidak memaksimalkan nilai perusahaan (kemakmuran pemegang saham) dalam pengambilan keputusan pendanaan. Penyebab timbulnya konflik keagenan ini karena manajer adalah agen yang tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh prinsipal. Pada kondisi tersebut manajer cenderung memperbesar skala perusahaan dengan cara ekspansi atau membeli perusahaan lain daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, karena dengan semakin besarnya skala perusahaan akan dapat meningkatkan keamanan posisi manajer dari ancaman pengambilalihan.
2. Konflik antara pemegang saham (*stockholder*) dan pemegang utang atau kreditur. Konflik ini akan muncul saat pemegang saham melalui manajer mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditur. Pada saat proyek tersebut berhasil maka sebagian besar keuntungan akan menjadi hak pemegang saham sedangkan kreditur mendapatkan keuntungan dari bunga atas utang yang bersifat tetap, tetapi bila proyek gagal maka kreditur ikut menanggung kerugiannya.

Beberapa alternatif dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost*, menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam penelitiannya menyatakan untuk mengurangi *agency costs* adalah dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen maka dari itu manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

2.1.2. Asymmetric Information Theory

Asymmetric information atau ketidaksamaan informasi menurut Brigham dan Houston (2011) adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai kondisi perusahaan daripada pemegang saham. Asimetris informasi ini terjadi karena manajer mempunyai informasi yang lebih banyak dari pada pemegang saham (Husnan, 2000).

2.1.3. Pengertian Kebijakan Leverage (Hutang)

Kebijakan *leverage* (hutang) adalah segala jenis utang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan, baik utang lancar maupun utang jangka panjang (Indahningrum dan Handayani, 2009). Definisi lain kebijakan utang adalah total utang jangka panjang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai operasionalnya (Yeniatie dan Destriana, 2010). Jadi, kebijakan utang merupakan keputusan yang diambil oleh manajemen untuk menentukan besarnya utang dalam sumber pendanaannya yang berguna untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan utang merupakan proksi dari risiko yang dihadapi oleh pemegang saham dan menjadi biaya keagenan dalam konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur (Faisal, 2004).

2.1.4. Rasio Leverage

Berikut adalah beberapa jenis rasio *leverage* yang sering digunakan perusahaan, antara lain :

1. *Debt to Asset Ratio* (Debt Ratio)
Debt ratio merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan aktiva. Dengan kata lain, seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva (Kasmir, 2009:156).
2. *Debt to Equity Ratio* (DER)
Merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan equitas. Rasio ini diperoleh dengan cara membandingkan seluruh utang dengan seluruh equitas. Rasio ini berfungsi untuk melihat setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang (Kasmir, 2009:157-158).
3. *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDtER)
Merupakan rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Rasio ini berguna untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang (Kasmir, 2009:159).
4. *Times Interest Earned*
Merupakan rasio untuk mengukur sejauh mana pendapatan dapat menurun tanpa membuat perusahaan merasa malu karena tidak mampu membayar biaya bunga tahunannya (Kasmir, 2009:160).

2.1.5. Pecking Order Theory

Menurut Myers (1984) (dalam Syahyunan (2015), *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hitungannya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang melimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory* dikutip oleh Smart, Meggison dan Gitman (2004) (dalam Syahyunan (2015), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

- a. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen dan yang terakhir saham biasa.
- c. Terdapat kebijakan dividen yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

2.1.6. Trade-off Theory

Menurut *trade-off theory* yang dikemukakan oleh Myers (2001) (dalam Syahyunan (2015) bahwa perusahaan akan berutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shield*) dari tambahan utang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan *financial distress* adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) atau *reorganization* dan biaya keagenan (*agency cost*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya

kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio utangnya, sehingga tambahan utang tersebut akan mengurangi pajak.

2.1.7. Mekanisme Good Corporate Governance

Mekanisme *corporate governance* merupakan seperangkat tata cara, prosedur atau aturan main yang jelas antar berbagai pihak yang terlibat dalam pelaksanaan praktek tata kelola perusahaan (Anyta, 2011). Menurut Purwantini (2011), penelitian mengenai *Corporate Governance* menghasilkan berbagai mekanisme yang dimaksudkan untuk memastikan bahwa tindakan tim manajemen benar-benar untuk kepentingan pemegang saham. *Corporate Governance* terdiri atas dua mekanisme, yaitu mekanisme internal dan mekanisme eksternal. Walsh dan Seward (1990) (dalam Anyta (2011) menyatakan bahwa, "*internal, organizationally based mechanisms of corporate control and external, market-based control mechanisms can be employed to help align the diverse interests of managers and shareholders*".

2.1.8. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsisi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Itturiaga dan Sanz, 1998) (dalam Tarjo dan Jogyanto, 2003). Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Manajer merupakan pengelola perusahaan yang dipercayakan oleh *shareholder*. Sehubungan dengan pemilihan metode akuntansi persediaan maka antara manajer dan pemilik akan timbul konflik kepentingan (*agency theory*). Masing-masing pihak, yaitu manajer dan pemilik akan berusaha memaksimalkan kesejahteraannya masing-masing (Taqwa dkk, 2015).

Menurut Taqwa, dkk (2015), fungsi level dari kepemilikan manajerial dalam perusahaan sebagai berikut :

1. *Low Levels of Managerial Ownership (0%-5%)*
Untuk level ini, disiplin eksternal, pengendalian internal dan insentif masih didominasi oleh tingkah laku manajemen. Manajemen dalam level ini apabila kinerja mereka baik lebih cenderung memilih paket kompensasi seperti opsi saham daripada menambah jumlah kepemilikan saham di perusahaannya sendiri.
2. *Intermediate levels of managerial ownership (5%-25%)*
Di level ini, insider mulai menunjukkan perilaku sebagai pemegang saham. Dengan bertambahnya kepemilikan maka semakin besar jumlah hak suara mereka. Di level ini manajer lebih memilih mengambil kendali perusahaan.
3. *High levels of managerial ownership (25%-50%)*
Di level ini, kepemilikan insiders tidak mempunyai otoritas penuh terhadap perusahaan dan disiplin eksternal tetap berlaku.
4. *High level of managerial ownership (greater than 50%)*
Di level ini, insiders mempunyai wewenang penuh terhadap perusahaan. Dengan demikian kepemilikan diatas 50% adanya tekanan dari disiplin eksternal (outsider shareholders) hampir tidak ada sehingga mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan.
5. *Very high levels of managerial ownership*
Di level ini perusahaan dimiliki oleh pemilik tunggal.

2.2. Pengembangan Hipotesis

Di dalam perusahaan manajer memiliki kemungkinan dua fungsi, yang pertama sebagai manajer murni sebagai pengelola tanpa ada kepemilikan saham (*free agent*) dan manajer yang sekaligus sebagai pemilik saham (*managerial ownership*). Perusahaan yang

memiliki *manajerial ownership* dengan yang memiliki *free agent* akan dibandingkan dalam kebijakan penggunaan hutang yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). DER *manajerial ownership* dan DER *free agent* adalah sama-sama variabel independent, dimana DER *manajerial ownership* dapat dikriteriakan sebagai (D1) dan DER *free agent* sebagai (D0).

2.2.1. Hubungan *Manajerial Ownership* dengan Kebijakan Hutang

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007), sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham, ia tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan. Kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha akan merugikan ia sebagai manajer atau sebagai pemegang saham. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan pemegang saham, akan kehilangan *return* bahkan dana yang diinvestasikan. Cara untuk menurunkan resiko ini adalah dengan menurunkan tingkat *debt* yang dimiliki perusahaan. *Debt* yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, karena perusahaan mengalami *finacial distress*. Karena itulah maka manajer akan berusaha menekan jumlah *debt* serendah mungkin.

Risiko yang mungkin dialami perusahaan jika menggunakan hutang relatif tinggi adalah meningkatnya beban bunga yang harus ditanggung perusahaan, sehingga perusahaan akan menghadapi risiko ketidakmampuan membayar hutang. Risiko yang kedua, penggunaan hutang lebih banyak disisi lain juga akan mempengaruhi besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan. Tingginya tingkat hutang dapat menyebabkan potensi penilaian negatif kreditor yang lebih tinggi terhadap perusahaan. Kreditor mungkin beranggapan bahwa perusahaan akan kesulitan dalam melunasi hutang karena besarnya biaya bunga yang akan ditanggungnya (Gumanti, 2007).

Pada penelitian terdahulu menemukan bahwa kepemilikan saham manajerial secara parsial dan simultan berpengaruh signifikan dan negatif dengan kebijakan hutang perusahaan (Sheisarvian dkk, 2015), sehingga dapat dikatakan semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka penggunaan hutang akan semakin rendah. Peneliti lainnya juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang (Susilawati, 2007). Artinya, semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajer akan mengurangi tingkat penggunaan hutang secara optimal. Temuan Faisal (2004) serta Herdianingsih dan Oktaviani (2012) menyatakan tingginya tingkat kepemilikan manajerial di suatu perusahaan akan menurunkan *Debt Equity Ratio* (DER) karena manajer akan berhati-hati dalam menggunakan dana yang berasal dari hutang tersebut dan manajer tidak ingin perusahaan tersebut mengalami resiko kebangkrutan karena akan mengancam dia sebagai manger sekaligus pemegang saham. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Lumapow (2018 : 54) menemukan bahwa "*manajerial ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang yang berarti perusahaan yang memiliki *manajerial ownership* cenderung menggunakan hutang lebih tinggi".

2.2.2. Hubungan *Free agent* dengan Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang perusahaan tanpa kepemilikan manajerial akan berbeda dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial. *Free agent* dalam kaitannya dengan kebijakan *leverage* (hutang) dapat mengambil keputusan yang berlawanan dengan *manajerial ownership* yaitu, keputusan untuk meningkatkan penggunaan hutang. Peningkatan penggunaan hutang diambil karena terdapat beberapa keuntungan yang diperoleh. Keuntungan yang pertama, biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi rendah. Kedua, dengan hutang kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, maka kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan (Kaaro, 2003).

Alasan lain mengapa dana eksternal (hutang) lebih menarik daripada modal sendiri yaitu, pertama adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi akan lebih murah dari biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan

menurunkan harga saham lama (Puryandani, 2011). Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham turun. Para pemodal mungkin menafsirkan bahwa harga saham saat ini sedang terlalu mahal (*over value*), sebagai akibatnya para pemodal akan menawarkan saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham (Husnan, 2000). Dari alasan tersebut maka *free agent* lebih tertarik untuk menggunakan dana eksternal yang berasal dari hutang. Kecenderungan meningkatkan hutang dilakukan oleh *free agent* juga disebabkan karena *free agent* menangkan investasi potensial yang dapat meningkatkan profit perusahaan. Gumanti (2007) menyebutkan bahwa seiring dengan semakin besarnya skala perusahaan maka penggunaan hutang akan cenderung naik, sehingga *free agent* berani mengambil risiko dengan menggunakan hutang relatif tinggi (*risk taker*).

Christiawan dan Tarigan (2007) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat perbedaan kebijakan hutang dan nilai perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Hal ini berarti bahwa seorang manajer sekaligus pemegang saham lebih berhati-hati dalam mengambil kebijakan hutang. Temuan lainnya oleh Puryandani (2011) juga dalam juga menemukan bahwa ada perbedaan kebijakan hutang antara *managerial ownership* dengan *free agent*. Perusahaan *free agent* dan *managerial ownership* sama-sama menyukai hutang untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan, tetapi perusahaan *free agent* jauh lebih berani dalam menggunakan hutang (*risk taker*) dibandingkan perusahaan *managerial ownership* yang dilihat dari penggunaan rata-rata DER.

Peneliti lainnya juga melakukan analisis *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, hasilnya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap hutang perusahaan (Tarjo dan Jogiyanto, 2003). Namun dalam usaha mengendalikan keuangan perusahaan tersebut, *free agent* dapat melakukan tindakan sebaliknya. *Free agent* akan mengambil keputusan untuk meningkatkan penggunaan hutang (*risk taker*). Hal yang berbeda ditemukan oleh Carolin (2013) dalam penelitiannya bahwa tidak ada perbedaan kepemilikan manajerial pada tingkat hutang yang tinggi atau rendah pada perusahaan disektor manufaktur tahun 2011-2012.

Berdasarkan uraian teori dan penelitian terdahulu, hipotesis penelitian yang akan diuji adalah :

H1 : *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan yang dikategorikan sebagai *free agent* lebih tinggi daripada perusahaan yang dikategorikan *managerial ownership*.

3. Metode Penelitian

3.1. Jenis Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian komparatif yaitu jenis penelitian yang digunakan untuk membandingkan antara dua kelompok atau lebih dari suatu variabel. "Penelitian komparatif adalah suatu penelitian yang membandingkan keberadaan suatu variabel atau lebih pada dua atau lebih sampel yang berbeda atau pada waktu yang berbeda" (Sugiyono, 2013 : 36). Dalam penelitian ini yang dibandingkan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang digunakan oleh manajer apabila terkategori *free agent* atau *managerial ownership* dalam suatu perusahaan.

3.2. Obyek Penelitian

Obyek penelitian ini adalah pada Bursa Efek Indonesia yakni perusahaan pada sektor manufaktur tahun 2017. Alasan memilih perusahaan manufaktur sebagai obyek pada penelitian ini adalah :

1. Jumlah populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) relatif lebih besar dibandingkan dengan jenis perusahaan lain, sehingga memungkinkan perolehan jumlah sampel lebih besar pula.
2. Dasar pertimbangannya memfokuskan pada perusahaan manufaktur adalah perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang melakukan kegiatan operasional sendiri seperti membeli bahan baku, pengolahan bahan hingga menjadi produk siap jual. Sehingga perusahaan manufaktur membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan salah satunya dengan berhutang.

3.3. Sampel

Sampel adalah subyek dari populasi, terdiri dari beberapa anggota populasi (Ferdinan, 2014). "Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah *non probability sampling* dengan pendekatan *purposive sampling*, yakni peneliti memilih sampel purposif atau sampel bertujuan secara subjektif dengan kriteria tertentu" (Ferdinan, 2014 : 179). Adapun kriteria dalam pengambilan sampel adalah :

- a. Perusahaan harus memiliki laporan tahunan (*annual report*) yang telah dipublikasikan pada tahun 2017.
- b. Perusahaan yang di dalam struktur kepemilikannya terdapat *managerial ownership* dan perusahaan manufaktur yang di dalam struktur kepemilikannya tidak terdapat *managerial ownership (free agent)*.

Berdasarkan Tabel 3 dari 153 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017 ada 121 perusahaan yang mempublikasikan *annual report* (laporan tahunan) dan laporan keuangan serta memiliki data struktur kepemilikan yang terdapat pada informasi pemegang saham perusahaan. Perusahaan tergolong perusahaan *free agent* terdiri dari 96 perusahaan dan 25 perusahaan tergolong *managerial ownership* atau yang memiliki porsi kepemilikan saham manajerial.

3.4. Jenis Data

Jenis data adalah data kuantitatif yaitu data yang berbentuk bilangan, dimana harganya berubah-ubah atau bersifat variabel (Manaroinsong, 2013). Dengan kata lain jenis data yang digunakan dalam penelitian ini berupa angka-angka yaitu data *Debt to Equity Ratio* perusahaan manufaktur tahun 2017.

3.5. Sumber Data

Sumber data adalah data sekunder, data sekunder merupakan data dari pihak pertama yang telah diolah sebelum data tersebut diambil dan digunakan oleh pihak peneliti (Manaroinsong, 2013). Dengan demikian data sekunder merupakan data yang diperoleh dari hasil olahan pihak pertama yang didapatkan melalui website resmi bursa efek indonesia www.idx.co.id .

3.6. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sampel survei. Penelitian sampel survei merupakan pengumpulan data terhadap sampel, yang digunakan sebagai suatu teknik untuk menggambarkan karakteristik atas dasar variabel-variabel tertentu dari banyak kasus. Data yang diperoleh dari sampel dapat digeneralisasikan pada populasi (Purwanto dan Sulistyastuti, 2017).

3.7. Variabel Penelitian

1. *Managerial Ownership*
Managerial ownership adalah seseorang yang melakukan kegiatan manajemen perusahaan berupa proses perencanaan, pengorganisasian, pengawasan dan pengendalian kegiatan untuk mencapai tujuan perusahaan sekaligus memiliki proporsi kepemilikan saham perusahaan (Wahidahwati, 2002).
2. *Free agent* adalah manajer murni yang memiliki fungsi untuk mengelola perusahaan tanpa ada kepemilikan saham dalam setiap perusahaan. *Free agent* (manajer) adalah seseorang yang melakukan kegiatan manajemen perusahaan berupa proses perencanaan, pengorganisasian, *pengawasan* dan pengendalian kegiatan untuk mencapai tujuan perusahaan (Halim dan Hanafi, 1997).
3. *Debt to Equity Ratio* (DER) Merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan equitas. Rasio ini diperoleh dengan cara membandingkan seluruh utang dengan seluruh equitas. Rasio ini berfungsi untuk melihat setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang (Kasmir, 2009:157-158).

3.7.1. Klasifikasi Variabel Penelitian

1. Variabel Independen

Variabel independen pada penelitian ini adalah *managerial ownership* dan *free agent*.

2. Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat pada penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio* (DER).

3.7.2. Definisi Konseptual dan Operasional Variabel

Tabel 4 Definisi Konseptual dan Operasional Variabel

Variabel	Konseptual Variabel	Operasional variabel	Skala
<i>Managerial Ownership</i>	Porsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen (dewan direksi atau dewan komisaris) yang dinyatakan dalam persentasi (%). Dapat dilihat pada <i>annual report</i> atau laporan tahunan pada informasi pemegang saham perusahaan.	Dalam proses pengolahan data, perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh dewan direksi ataupun dewan komisaris, maka variabel ini diberi simbol angka 1.	Nominal
<i>Free agent</i>	Perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh pihak manajemen baik itu dewan komisaris dan dewan direksi serta para manajer. Dapat dilihat pada <i>annual report</i> atau laporan tahunan pada informasi pemegang saham perusahaan.	Dalam proses pengolahan data, perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh dewan direksi ataupun dewan komisaris, maka variabel ini diberi simbol angka 0.	Nominal
<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	Rasio yang digunakan untuk mengetahui bagaimana komposisi pendanaan antara tingkat penggunaan hutang dengan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$	Ratio

3.8. Prosedur Analisis Data

1. Mengelompokkan sampel menjadi dua kategori yaitu *managerial ownership* dan *free agent*.
2. Analisis Kuantitatif, Menghitung *Debt to Equity Ratio* (DER)
Analisis kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini yaitu mencari dan mengelompokkan nilai *Debt To Equity Ratio* (DER) dari perusahaan yang memiliki *managerial ownership* dan perusahaan yang memiliki *free agent*. *Debt to equity ratio* (DER) dihitung dengan cara :
$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

3. Uji Statistik Deskriptif
 Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi. Misalnya penyajian data dengan tabel, perhitungan modus, median, rata-rata, standar deviasi, dan regresi tanpa pengujian signifikansi (Purwanto dan Sulistyastuti, 2017). Pengujian dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS 23.
4. Uji Normalitas
 Menurut Ghozali (2011), uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel berdistribusi normal atau tidak. Dalam penelitian ini menggunakan uji *Lilliefors* dengan melihat nilai pada *Kolmogorov-Smirnov*. Data dinyatakan normal jika signifikansi lebih besar dari 0,05. Sebaliknya data tidak berdistribusi normal apabila signifikansi kurang dari 0,05. Jika data tidak berdistribusi normal, maka metode alternatif yang dapat digunakan adalah statistik non parametrik.
5. Uji Beda Menggunakan *Independent Sample t-Test*
Independent sample t-test digunakan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan rata-rata antara dua kelompok sampel yang tidak berhubungan (Santosa, 2002). Langkah-langkah pengujian sebagai berikut:
 1. Merumuskan hipotesis :
 $H_0 : \mu_1 = \mu_2$ (Tidak terdapat perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent*)
 $H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$ (Terdapat perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent*)
 2. Menentukan alat uji statistik yaitu menggunakan program SPSS 23 *for windows*
 3. Menentukan taraf signifikansi sebesar 5% atau 0,05
 4. Merumuskan kriteria pengujian:
 - a. Hipotesis nol (H_0) ditolak apabila : $t \text{ hitung} \geq t \text{ tabel}$ atau nilai signifikansi $p\text{-value} \leq$ probabilitas 0,05.
 - b. Hipotesis nol (H_0) diterima apabila: $t \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$ atau nilai signifikansi $p\text{-value} \geq$ probabilitas 0,05.
 5. Kesimpulan
 - a. Jika $t \text{ hitung} \geq t \text{ tabel}$ atau nilai signifikansi $p\text{-value} \leq$ probabilitas 0,05 , maka hipotesis penelitian diterima artinya terdapat perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent*.
 - b. Jika $t \text{ hitung} \leq t \text{ tabel}$ atau nilai signifikansi $p\text{-value} \geq$ probabilitas 0,05 , maka hipotesis penelitian ditolak artinya tidak terdapat perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent*.

4. Hasil Penelitian Dan Pembahasan

Berikut adalah analisis hasil penelitian yang didapatkan dari hasil perhitungan statistik yang dapat memberikan penjelasan yang lebih detail berdasarkan perumusan masalah serta pengembangan hipotesis penelitian pada bagian sebelumnya.

4.1. Statistik Deskriptif

Sebelum uji hipotesis dilakukan, terlebih dahulu dilakukan analisis statistik deskriptif untuk memperoleh gambaran atau deskripsi variabel-variabel dalam penelitian. Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis karakteristik data yang dapat memberikan gambaran secara umum meliputi jumlah data yang diolah, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata serta standar deviasi. Berdasarkan data yang dikumpulkan dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan manufaktur periode

2017, diperoleh 121 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk sampel penelitian. Dari 121 sampel tersebut, sebanyak 2 sampel dibuang atau dikeluarkan untuk memenuhi asumsi klasik (normalitas) yang mendasari dalam uji beda sampel independen, sehingga jumlah sampel yang benar-benar diuji dalam penelitian ini adalah sebanyak 119 sampel.

Berikut adalah hasil pengujian yang dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS 23.

Tabel 4.1 Hasil Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER Managerial Ownership	25	,12	4,50	,8456	,90754
DER Free Agent	94	,16	7,44	1,2684	1,27642
Valid N (listwise)	25				

Sumber : Output SPSS 23

Dari 25 perusahaan kategori *managerial ownership*, ada 8 perusahaan yang memiliki DER di atas 1 atau 100 persen. Sementara 17 sisanya adalah perusahaan yang memiliki DER dibawah 1 atau 100 persen. PT.Tifico Fiber Indonesia. Tbk pada kelompok perusahaan *managerial ownership* memiliki DER terendah dari 25 perusahaan yaitu sebesar 0,12. Perusahaan ini bergerak dalam bidang industri polyester dimana produk utama yang dihasilkan berupa biji poliester (polyester chip), serat poliester (polyester staple fiber), dan benang poliester (polyester filament yarn).

DER tertinggi sebesar 4,50 dimiliki oleh PT. Saranacentral Bajatamaja, Tbk. Perusahaan ini menjalankan usaha dalam bidang industri, meliputi mendirikan pabrik besi baja beserta sarana pendukungnya, mengolah bahan setengah jadi menjadi bahan jadi. Selain itu juga perusahaan ini menjalankan perdagangan meliputi: pengadaan barang berupa (Floor Deck, Roof Deck, Pipa Baja, Pipa Baja Dilgalbani, Pelat Baja Dilgalbani); Ekspor, Import, Intersulair dan lokal dari barang tersebut diatas baik dengan perhitungan sendiri maupun pihak lain secara komisi; serta menjalankan usaha sebagai grosir, leveransir, distributor dan keagenan serta perwakilan dari perusahaanperusahaan baik dalam maupun luar negeri dari segala macam barang dagangan.

Hasil uji statistik deskriptif pada Tabel 4.3 menunjukkan hasil DER untuk kelompok sampel *managerial ownership* yang terdiri dari 25 sampel dengan DER terendah sebesar 0,12 ; DER tertinggi sebesar 4,50 ; *mean* sebesar 0,8456 dan standar deviasi sebesar 0,90754. DER terendah sebesar 0,12 artinya bahwa total hutang jangka panjang adalah sebesar 0,12 dari total ekuitas perusahaan. Begitu juga dengan DER tertinggi sebesar 4,50 artinya bahwa total hutang jangka panjang tertinggi adalah sebesar 4,50 dari total ekuitas perusahaan. Nilai *mean* sebesar 0,8456 artinya bahwa selama periode penelitian, perusahaan pada kelompok *managerial ownership* memiliki rata-rata total hutang jangka panjang adalah sebesar 0,8456 dari total ekuitasnya. Hal ini berarti perusahaan lebih banyak menggunakan ekuitasnya sendiri untuk membiayai kegiatan operasionalnya sehingga kondisi keuangan kelompok sampel *managerial ownership* tergolong baik. Standar deviasi menggambarkan besaran sebaran kelompok data terhadap rata-ratanya. Nilai standar deviasi sebesar 0,90754 menunjukkan bahwa data cukup bervariasi meskipun variasinya tidak terlalu besar karena nilai standar deviasi sebesar 0,90754 lebih besar dari nilai mean sebesar 0,8456.

Dari 96 perusahaan kategori *free agent* ada 94 perusahaan yang benar-benar dijadikan sampel penelitian setelah dilakukan penyesuaian data. Kelompok sampel yang merupakan perusahaan kategori *free agent* , ada 49 perusahaan yang memiliki DER dibawah 100 persen dan 45 perusahaan memiliki DER diatas 100 persen (Lampiran 6). Pada awalnya PT. Primarindo Asia Infrastructure, Tbk memiliki DER paling rendah dari 96 perusahaan

kategori *free agent* yaitu sebesar -2,06. DER negatif karena komponen modal sendiri (equity) bernilai negatif. PT. Primarindo Asia Infrastructure, Tbk merupakan perusahaan yang kegiatan usahanya memproduksi sepatu sport dengan tujuan ekspor, seperti Lonsdale, Dunlop, Firetrap, dan lain-lain. Selain itu juga melakukan penjualan sepatu di pasar dalam negeri dengan merk sendiri yaitu "Tomkins" yang sampai saat ini penjualan sepatu "Tomkins" telah tersebar ke seluruh Indonesia. Pada tahun 2017, perusahaan untuk sementara tidak menerima order ekspor, dan sepenuhnya memproduksi dan menjual sepatu untuk konsumsi dalam negeri. Oleh karena data yang tertera (DER negatif), maka untuk dapat memenuhi uji asumsi klasik dalam pengolahan data, sampel PT. Primarindo Asia Infrastructure, Tbk dihilangkan.

Sehingga pada data yang siap diolah PT. Indospring. Tbk memiliki DER paling rendah dari 94 perusahaan kategori *free agent* yaitu sebesar 0,16. Perusahaan ini merupakan perusahaan yang kegiatan usahanya memproduksi pegas untuk kendaraan baik berupa pegas daun maupun pegas keong yang diproduksi dengan proses dingin maupun panas yang lisensinya dari Mitsubishi Steel Manufacturing, Jepang.

Pada awalnya juga PT. Panasia Indo Resources, Tbk merupakan perusahaan yang memiliki DER tertinggi yaitu sebesar 11,09 diantara 96 perusahaan kategori *free agent*. Oleh karena data yang tertera (DER terlalu ekstrim), maka untuk dapat memenuhi uji asumsi klasik dalam pengolahan data, sampel PT. Panasia Indo Resources, Tbk dihilangkan. Kegiatan utama perusahaan ini adalah menjalankan usaha dalam bidang industri tekstil dan investasi. Kegiatan usaha industri tekstil terdiri dari proses polimerisasi, pembuatan serat sintetis dan pembuatan benang yang kemudian menghasilkan produk berupa serat sintesis (Polyester Staple Fiber), benang tekstur, benang twist, benang spun dan juga benang fancy. Polyester Staple Fiber dijual untuk pasar lokal dan diserap untuk kebutuhan internal yaitu sebagai bahan baku unit Spinning yang akan menghasilkan benang spun. Selain itu PT. Panasia Indo Resources, Tbk juga mengoperasikan Pembangkit Listrik Tenaga Uap Batu Bara dan mempunyai investasi di anak perusahaan yang bergerak dalam bidang industri semen yaitu PT. Sinar Tambang Arthalestari yang memproduksi semen dengan merk dagang "Semen Bima".

Sehingga pada data yang siap diolah PT. PT Jembo Cable Comany, Tbk merupakan perusahaan yang memiliki DER tertinggi yaitu sebesar 7,44 diantara 94 perusahaan kategori *free agent*. Perusahaan ini memulai produksinya dengan Kabel Listrik Tegangan Rendah - penghantar tembaga, kemudian dilanjutkan dengan Kabel Tegangan Rendah - penghantar aluminium, lalu Kabel Tegangan Menengah, Kabel Telepon dan Kabel Serat Optik. Selain memperluas pasarnya, hingga sekarang ini perusahaan juga terus menambah varietas produk kabelnya seperti Kabel Tahan Bakar, Kabel Instrumen, Kabel Marine dan juga Kabel dengan lapisan metal bergelombang.

DER untuk kelompok sampel *free agent* terdiri dari 94 sampel dengan DER terendah sebesar 0,16 ; DER tertinggi sebesar 7,44 ; *mean* sebesar 1,2684 dan standar deviasi sebesar 1,27642. DER terendah sebesar 0,16 artinya bahwa total hutang jangka panjang terendah adalah sebesar 0,16 dari total ekuitas perusahaan. Begitu juga dengan DER tertinggi sebesar 7,44 artinya bahwa total hutang jangka panjang tertinggi adalah sebesar 7,44 dari total ekuitas perusahaan. Nilai *mean* sebesar 1,2684 artinya bahwa selama periode penelitian, perusahaan pada kelompok *free agent* memiliki rata-rata total hutang jangka panjang adalah sebesar 1,2684 dari total ekuitasnya. Hal ini berarti perusahaan lebih banyak menggunakan hutang jangka panjang yang berasal dari kreditur untuk membiayai kegiatan operasionalnya sehingga kondisi keuangan kelompok sampel *free agent* tergolong kurang baik. Standar deviasi menggambarkan besaran sebaran kelompok data terhadap rata-ratanya. Nilai standar deviasi sebesar 1,27642 menunjukkan bahwa data cukup bervariasi meskipun variasinya tidak terlalu jauh karena nilai standar deviasi sebesar 1,27642 lebih besar dari nilai mean sebesar 1,2684.

4.2. Uji Normalitas

Uji normalitas yang digunakan pada penelitian ini adalah uji *Lilliefors* dengan melihat nilai pada Kolmogrov-Smirnov. Data berdistribusi normal apabila nilai signifikansi atau *p-value* lebih besar dari 0,05 dan sebaliknya data dinyatakan berdistribusi tidak normal apabila nilai signifikansi kurang dari 0,05.

Tabel 4.2 Hasil Uji Normalitas

	Tests of Normality					
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
FA	,155	25	,126	,899	25	,017
MOWN	,212	25	,055	,690	25	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber : Output SPSS 23

Berdasarkan Tabel 4.4 pada *Test of Normality*, variabel *managerial ownership* memiliki nilai signifikansi atau *p-value* 0,055 lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan data berdistribusi normal. Begitu juga dengan variabel *free agent* nilai signifikansi atau *p-value* 0,126 lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan data berdistribusi normal. Oleh karena kedua variabel berdistribusi normal maka untuk pengujian hipotesis penelitian selanjutnya dapat menggunakan perhitungan statistik menggunakan *Independent Sample t-Test*.

4.3. Uji beda menggunakan *Independent Sample t-Test*

Pengujian hipotesis menggunakan uji t untuk dua sample independen (*independent sample t test*), dengan tingkat signifikansi sebesar 5% atau 0,05. Keputusan untuk menerima H_0 dilakukan jika nilai signifikansi atau *p-value* > 0,05, dan sebaliknya H_0 akan ditolak jika nilai signifikansi atau *p-value* < 0,05. Keputusannya apabila H_0 diterima berarti tidak terdapat perbedaan signifikan rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent*. Sedangkan H_0 ditolak berarti terdapat perbedaan rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent*.

Berikut adalah hasil pengujian hipotesis menggunakan program SPSS for windows 23 untuk uji *Independent Sample t-Test*.

Tabel 4.3 Hasil *Independent Samples t-Test*

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means							
	F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
								Lower	Upper	
DER	1,245	,267	1,553	117	,123	,42280	,27228	-,11642	,96203	
			1,886	52,169	,065	,42280	,22423	-,02710	,87271	

Sumber : Output SPSS 23

Berdasarkan Tabel 4.5 terlihat bahwa nilai Sig. (2-tailed) pada kolom *t-test for Equality of Means* adalah 0,123 yang berarti nilai signifikansi atau *p-value* > 0,05. Oleh karena itu dapat ditarik kesimpulan bahwa "**Ho gagal ditolak yang berarti bahwa H1 ditolak**" yang artinya tidak terdapat perbedaan signifikan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent*.

Hasil pengolahan data pada penelitian ini membuktikan bahwa hipotesis terdapat perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent* tidak terbukti. Rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent* adalah sama atau tidak ada perbedaan yang signifikan meskipun dilihat dari tabel 4.6 Hasil Group Statistik, rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) *managerial ownership* dan *free agent* memiliki nilai yang berbeda, akan tetapi perbedaan tersebut tidak terlalu besar.

Tabel 4. 4 Hasil Group Statistik

Group Statistics					
	Kepemilikan	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DER	Free Agent	94	1,2684	1,27642	,13165
	Managerial Ownership	25	,8456	,90754	,18151

Sumber : Output SPSS 23

Kepemilikan seorang manajer atas perusahaan sebagai pemegang saham (*managerial ownership*) tidak cukup mampu membuat perbedaan dalam penggunaan hutang dibanding dengan manajer murni sebagai tenaga profesional yang digaji perusahaan (*free agent*). Seorang manajer sekaligus pemegang saham tidak terbukti lebih berhati-hati dalam mengambil kebijakan hutang dibandingkan dengan manajer murni (*free agent*). Hal tersebut dimungkinkan kepemilikan manajerial bukan faktor utama penentu dalam pengambilan keputusan terutama kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan penelitian Bahri (2017) , Nurmasari (2015) , Sheisarvian dkk (2015), Clarashinta (2014), Murtiningtyas (2012), Yenziatie dan Destriana (2010), Susilawati (2007) serta Anom (2002) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Begitu juga dengan manajer murni (*free agent*) tidak terbukti dalam mengambil kebijakan hutang ia menggunakan hutang lebih tinggi dibandingkan dengan manajer yang memiliki saham di dalam perusahaan (*managerial ownership*). Temuan ini sejalan dengan Pithaloka (2009), yang menyatakan bahwa ada atau tidaknya kepemilikan manajerial, manajer tetap konsisten dengan kewajibannya yaitu memakmurkan para pemegang saham dan tidak mempunyai hak kendali dalam keputusan hutang karena banyak dikendalikan oleh pemilik saham mayoritas seperti pihak institusional. Hasil penelitian ini juga memperkuat temuan peneliti sebelumnya yaitu Carolin (2013) yang menemukan tidak ada perbedaan kepemilikan manajerial pada tingkat hutang yang tinggi atau rendah pada perusahaan disektor manufaktur tahun 2011-2012. Hal ini disebabkan karena adanya porsi kepemilikan manajerial yang masih sedikit sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan dalam kebijakan hutang berdasarkan atas keinginannya sendiri.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian oleh Sheisarvian, dkk (2015), Susilawati (2007) , Wahidahwati (2002) yang menjelaskan bahwa variabel kepemilikan manajerial merupakan faktor penentu yang mempengaruhi kebijakan hutang (struktur modal). Hasil penelitian ini juga tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Puryandani (2011) serta Christiawan dan Tarigan (2007) yang di dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat perbedaan kebijakan hutang perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial.

Ada beberapa faktor yang bisa diduga sebagai penyebab tidak adanya perbedaan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* dan *free agent*, antara lain:

- a. Porsi kepemilikan saham oleh manajer untuk perusahaan manufaktur yang masih sedikit. Dilihat dari rata-rata porsi kepemilikan saham manajerial untuk 25 sampel perusahaan adalah sebesar 30,74 persen. Hanya 5 perusahaan yang memiliki porsi kepemilikan diatas 50 persen serta tidak ada satupun perusahaan yang memiliki porsi kepemilikan 100 persen. Porsi kepemilikan yang relatif sedikit mengakibatkan suara manajer kurang berpengaruh dalam Rapat Umum Pemegang Saham.

- b. Porsi kepemilikan saham yang masih sedikit membuat kendali manajer tidak terlalu besar terhadap apapun kebijakan perusahaan. Hal ini sesuai dengan pendapat Taqwa dkk (2015) yaitu pada level porsi kepemilikan saham antara 25 - 50 persen mengindikasikan kepemilikan *insiders* (pihak dalam perusahaan) tidak mempunyai otoritas penuh terhadap perusahaan dan disiplin eksternal tetap berlaku yang berarti keputusan final dalam pengambilan kebijakan perusahaan masih menjadi kendali pemilik saham eksternal.
- c. Kondisi perusahaan di Pasar Modal Indonesia secara umum masih terkonsentrasi pada kepemilikan instansi tertentu dan kepemilikan keluarga, oleh karenanya hanya beberapa perusahaan saja yang memiliki kepemilikan manajerial.
- d. Rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) yang tidak berbeda signifikan oleh *managerial ownership* sebesar 0,8456 dan untuk *free agent* sebesar 1,2684 mengindikasikan bahwa masing-masing manajer sama-sama menggunakan hutang yang tidak tinggi dan lebih mengoptimalkan ekuitasnya untuk pembiayaan operasional perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan manufaktur pada tahun 2017 mengalami pertumbuhan produksi yang sangat bagus dan terjadi peningkatan nilai ekspor yang cukup tinggi. Pertumbuhan produksi yang bagus yakni pada Industri Makanan; Industri Kulit, Barang dari Kulit dan Alas Kaki; Industri Bahan Kimia dan Barang dari Bahan Kimia; Industri Karet, Barang dari Karet dan Plastik; serta Industri Farmasi, Produk Obat Kimia dan Obat Tradisional. Sementara peningkatan nilai ekspor terbesar ada pada Industri Makanan; Industri Bahan Kimia dan Barang dari Bahan Kimia; Industri Karet, Barang dari Karet dan Plastik; Industri Logam Dasar; Industri Bahan Kimia dan Barang dari Bahan Kimia. Pertumbuhan produksi dan kenaikan nilai ekspor adalah hal yang menguntungkan bagi perusahaan karena dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan. Kenaikan profitabilitas inilah yang mengakibatkan perusahaan lebih banyak menggunakan pendanaan dari internal perusahaan (modal sendiri). Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang melimpah dan lebih memanfaatkan sumber dana internal untuk membiayai operasional perusahaan.

5. Penutup

5.1. Simpulan

Penelitian ini menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *Debt to Equity Ratio* (DER) oleh *managerial ownership* (perusahaan yang dewan direksi dan dewan komisarisnya memiliki saham di perusahaan) dan *free agent* (perusahaan yang mana manajernya murni sebagai pengelola perusahaan tanpa ada kepemilikan saham dalam perusahaan). Rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) yang cenderung sama tidak dapat membuktikan *free agent* menggunakan hutang lebih tinggi dari *managerial ownership*. Hal ini disebabkan karena proporsi kepemilikan saham oleh dewan direksi dan dewan komisaris yang masih rendah di dalam perusahaan sehingga manajer tidak memiliki otoritas penuh dalam penetapan kebijakan keuangan perusahaan yang salah satunya dalam menggunakan hutang yang lebih rendah.

Kecenderungan penggunaan hutang yang sama-sama tidak terlalu tinggi antara *free agent* dan *managerial ownership* merupakan indikasi dari pertumbuhan produksi dan peningkatan nilai ekspor yang menguntungkan bagi perusahaan sehingga dapat meningkatkan profitabilitasnya. Profitabilitas yang tinggi membuat perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal (modal sendiri) untuk membiayai operasional perusahaan oleh karenanya dapat menekan penggunaan hutang perusahaan.

5.2. Saran

Bagi perusahaan yang kategori *managerial ownership* dalam penggunaan hutang hendaknya lebih berhati-hati. Penggunaan hutang yang rendah sebaiknya dilakukan untuk meminimalisir resiko *financial distress* yang dapat menimbulkan resiko kebangkrutan. Resiko kebangkrutan tidak hanya merugikan dirinya sebagai pengelola tetapi juga para pemilik perusahaan akan menanggung resiko yang lebih tinggi yakni akan kehilangan investasi. Penggunaan hutang yang rendah mengakibatkan beban perusahaan untuk membayar hutang akan relatif kecil sehingga kelebihan laba yang diperoleh perusahaan relatif lebih besar digunakan untuk dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk deviden. Untuk menekan hutang dapat dilakukan dengan meningkatkan ekuitas baik salah satunya dengan meningkatkan laba perusahaan sehingga komponen laba ditahan lebih banyak.

Bagi perusahaan *free agent* dalam penggunaan hutang hendaknya tetap memperhatikan kebijakan struktur modal yang optimal dengan senantiasa mempertimbangkan biaya dan manfaat dari penggunaan hutang. Kebijakan hutang pada batas tertentu boleh digunakan jika dapat membantu meningkatkan profitabilitas perusahaan yang disesuaikan dengan kemampuan perusahaan. Hutang juga perlu dibatasi apabila digunakan untuk membeli aset dalam bentuk sarana dan prasarana yang hanya dapat dinikmati oleh manajer sementara kurang menguntungkan bagi pemilik perusahaan atau pemegang saham.

5.3. Keterbatasan dan Arah Penelitian Kedepan

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan dan saran untuk arah penelitian kedepannya, antara lain :

1. Variabel *managerial ownership* yang digunakan dalam penelitian ini tidak memperhatikan prosentase jumlah kepemilikan saham perusahaan atau dengan kata lain semua perusahaan yang dikategorikan *managerial ownership* digunakan sebagai sampel, sehingga kemungkinan hasil penelitian ini tidak sama jika dibandingkan dengan penelitian yang menggunakan variabel *managerial ownership* yang memperhatikan prosentase jumlah kepemilikan saham. Pada penelitian selanjutnya dapat menggunakan sampel *managerial ownership* yang prosentasi kepemilikannya diatas 50 persen untuk mendapatkan hasil yang lebih baik.
2. Pada penelitian ini hanya membandingkan aspek penggunaan hutang yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) pada beberapa kelompok manajer berdasarkan struktur kepemilikannya yaitu *managerial ownership* dan *free agent*. Untuk penelitian selanjutnya dapat pula membandingkan aspek profitabilitas dan liquiditas untuk mendapatkan gambaran yang lebih detail mengenai kebijakan keuangan perusahaan oleh kedua kelompok manajer tersebut.

Daftar Pustaka

Buku, Jurnal, Skripsi dan Tesis

- Anom, Putu. 2002. Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*, Vol.2, No.2. Hal. 201-220.
- Anyta. 2011. *Analisis Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Voluntary Corporate Governance Disclosure*. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Diakses melalui <http://eprints.undip.ac.id/26929/1/SKRIPSI-ANYTAr> pada tanggal 23 September 2018.
- Bahri, Syaiful. 2017. Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Arus Kas Bebas (Free Cash Flow) Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal PETA Vol. 2 No. 2*. Hal. 1-21.

- Brigham dan Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1. Edisi 11. Jakarta : Salemba Empat.
- Carolin. 2013. *Kebijakan Hutang Ditinjau Dari Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional*. Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Satya Wacana.
- Clarashinta, Dyah Ayu. 2004. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013). Skripsi. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Cristiawan, Yulius dan Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajeral: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusaha. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1. Hal.1-8.
- Danim, Sudarwan. 2002. *Menjadi Peneliti Kualitatif*. Bandung : Pustaka Setia
- Dewi, Sisca Christianty. 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 10, No. 1. Hal: 47-58.
- Faisal, M. 2004. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Ferdinand, Augusty. 2014. *Metode Penelitian Manajemen*. Edisi V. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19 (edisi kelima)*. Semarang: Universitas Diponegoro
- Gumanti, Tatang Ari. 2007. Bauran Pendanaan, Prinsip Keuangan dan Siklus Kehidupan Perusahaan. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*. Hal. 41-48.
- Halim dan Hanafi. 1997. *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: AMP YKPN
- Hardiningsih, P. dan Oktaviani, R. M. 2012. Derteminan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Packing Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1. Hal. 11-24.
- Husnan, Suad. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Yogyakarta : BPFE.
- Imanta, Dea dan Satwiko Rutji. 2011. Faktor-Faktor Yang Mmpengaruhi Kepemilikan Manajerial. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.13, No.1. Hal. 67-80.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3. Hal. 189-207.
- Jensen dan Meckling. 1976. The Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Stucture. *Journal of Financial and Economics*. No. 3. Hal. 305-360.
- Juniarti. 2009. Pengaruh Good Corporate Governance , Voluntary Disclosure Terhadap Biaya Hutang (Cost of Debt). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.11, No.2. Hal.88-100.
- Kaaro, Heirmendito. 2003. Prediksi Kinerja Keuangan Berbasis IOS dan Rasio Keuangan Tertimban. *Jurnal Bisnis dn Akuntansi*.
- Kasmir. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada
- Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. 2017. *Analisis Perkembangan Industri*. Edisi Juli 2017. Jakarta : Pusdatin Kemenperin Komindo
- Lumapow, Lihard Stevanus. 2018. The Influence of Managerial Ownership and Firm Size On Debt Policy. *International Journal of Applied Business & International Management*. Vol.3 No. 1. Hal. 47-56.
- Mahmudah, Siti. 2013. Pengaruh Kepemilikan Saham, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang

- Masuk Dalam Daftar Efek Syariah 2010-2013. Skripsi. Fakultas Syariah dan Hukum. Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.
- Manaroinsong, J. 2013. *Metode Penelitian (Terapan Bidang Ekonomi dan Bisnis)*. Surabaya: CV. R.A.De.Rozarie.
- Mardiyanto H. 2009. *Inti Sari Manajemen Keuangan*. Jakarta (ID): PT Gramedia Widiasarana.
- Masdupi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 1, No. 2. Hal. 57-69.
- Murtiningtyas, A. I. 2012. Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*. Vol.2. Hal 1-6. Universitas Negeri Semarang.
- Nurmasari, Nuraini Desty. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Skripsi. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Pithaloka, N. D. 2009. Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang: dengan Pendekatan Pecking Order Theory. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Lampung. Diakses melalui <http://feakuntansi.unila.ac.id/skripsi/0511031013/NINA%20DIAH%20PITHALOKA>, pada 2 Oktober 2018.
- Purwantini, V. T. 2011. Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan dan Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). STIE AUB Surakarta. Diakses melalui <http://ejournal.stie-aub.ac.id/ejournal/index.php/probank/article/view/69> pada 2 Oktober 2018.
- Purwanto, E. A., & Sulistyastuti, D. R. 2017. *Metode Penelitian Kuantitatif*.
- Purwasih, Dewi., Restu Agusti dan Al Azhar L. 2014. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2012. *JOM FEKON*. Vol. 1. No. 2. Oktober. Hal. 1-15.
- Puryandani, Siti. 2011. Perbedaan Kebijakan Hutang dari Sudut Pandang Managerial Ownership dan *Free agent*. *Dinamika Sosial Ekonomi*, Vol. 7, No.2. Hal. 164-180.
- Santosa, Singgih. 2002. *Statistik Multivariat dengan SPSS*. Jakarta : ElexMedia
- Sheisarvian dan Sudjana dan Saifi. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat di BEI Tahun 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, Vol. 22 No. 1. Hal. 1-9.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung : Alfabeta
- Susilawati, Christine Dwi Karya, Lidya Agustina dan Se Tin. 2012. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 16, No. 2 Mei 2012, hlm.178-187.
- Susilawati, Endang. 2007. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Modernisasi*, Vol.3, No.2. Hal 86-102.
- Syahyunan.2015. *Manajemen Keuangan I*. Edisi Ketiga. Medan : USU Press
- Syamsuddin, L. 2002. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada
- Taqwa, Alvionita dan Salma. 2015. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Good Corporate Governance Terhadap Tingkat Kepatuhan Mandatory Disclosure". *Seminar*

Nasional Ekonomi Manajemen dan Akuntansi (SNEMA). Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang.

Tarjo dan Jogiyanto, H.M., (2003), *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia, Makalah Seminar, Simposium Nasio-nal Akuntansi VI, Ikatan Akuntan Indo-nesia*. Hal. 278-293.

Utomo, Bambang Sakti Aji Budi. 2009. *Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Investasi, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2003-2007*. Surakarta : Skripsi Fakultas Ekonomi-Non Reguler Universitas Sebelas Maret.

Wahidahwati. 2002. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency*. *Simposium Akuntansi Nasional IV*.

Weston, J. Fred. dan Thomas E Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*. Edisi Sembilan. Jakarta : Penerbit Bina Rupa Aksara.

Yeniati dan Nicken Destriana. 2010. *Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 12. No. 1. Hlm. 1-16. Yogyakarta: Penerbit Gava Media.

Website

www.google scholar.co.id, di akses pada 23 September sampai 2 Oktober 2018.

www.idx.co.id, di akses pada 13 Oktober 2018.

www.pusdatinkemenperin.go.id, di akses pada 2 Oktober 2018.

www.sahamok.co.id, di akses pada 28 September 2018.