



KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DAN KINERJA KEUANGAN SEBAGAI PENENTU STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

Ida Maftukhah ✉

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:

Diterima Oktober 2012
Disetujui Desember 2012
Dipublikasikan Maret 2013

Keywords:

Managerial ownership;
Institutional ownership;
Financial performance;
Capital structure

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan asset, ROA, DPR, *net sales*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate* terhadap DER pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2008. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sepuluh perusahaan manufaktur. Metode pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*. Data yang diteliti diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) masing-masing perusahaan. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel dummy untuk kepemilikan manajerial dan ROA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Variabel pertumbuhan asset dan DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Sedangkan *net sales*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Hasil penelitian juga menunjukkan nilai adjusted R2 sebesar 33,4%.

Abstract

The objective of this research is to analyze the influence of managerial ownership, institutional ownership, asset growth, ROA, DPR, net sales, fixed asset ratio and corporate tax rate toward stock DER manufacturing company that listed on Indonesian Stock Exchange in the period of 2004-2008. Sample of this research consists of 10 manufacturing company. Purposive sampling methods were used as samples determining method. Data were provided by Indonesian Capital Market Directory (ICMD) for each company. Analysis technique that used in this research is multiple linier regression. The result of this research shows that Managerial ownership as dummy variable and ROA have a negative and significant influence toward DER. Asset growth and DPR have a positive and significant influence toward DER. Institutional ownership have a positive and significant influence toward DER. Otherwise net sales, fixed asset ratio and corporate tax rate have a positive and not significant influence toward DER. The result of this research shows that adjusted R2 is 33,4%.

JEL Classification: M0, M5, M54

✉ Alamat korespondensi:
Gedung C6 Lantai 1 FE Unnes
Kampus Sekaran, Gunungpati, Semarang
E-mail: idafl23@yahoo.com

ISSN
2086-0668 (cetak)
2337-5434 (online)

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan pada dasarnya untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholders*) melalui keputusan atau kebijakan investasi, pendanaan, dan dividen yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Semakin tinggi harga saham berarti kesejahteraan pemilik semakin meningkat. Dalam menjalankan usaha, pemilik biasanya melimpahkan kepada pihak lain, yaitu manajer sehingga menyebabkan timbulnya hubungan keagenan. Masalah tersebut bisa terjadi antara: pemilik (*shareholders*) dengan manajer, manajer dengan *debtholders*, serta manajer dan *shareholders* dengan *debtholders* (Masdupi, 2005).

Beberapa metode yang dapat digunakan untuk mengurangi permasalahan agensi dan menurunkan biaya yang berkenaan dengan agensi (Rahayu, 2005). Metode-metode tersebut bisa dikelompokkan dalam beberapa kategori: pertama, melalui pengendalian eksternal atau mekanisme motivasional. Hal ini dilakukan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham dengan meningkatkan kepemilikan manajer pada perusahaan (Jensen et al., 1992). Kedua, institutional investor sebagai *monitoring agents*. Moh'd et al. (1998), menyatakan kepemilikan investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Ketiga, dengan meningkatkan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR yang meningkat akan menyebabkan *free cash flow* tidak tersedia cukup banyak sehingga manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley & Hansen dalam Wahidahwati, 2002). Keempat, dengan meningkatkan penggunaan pendanaan melalui hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Jensen et al., 1992).

Penelitian empiris yang meneliti tentang hubungan struktur kepemilikan terhadap hutang (*debt equity ratio*). Proporsi kepemilikan saham merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain dalam hal pembuatan keputusan pendanaan. Struktur kepemilikan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* saja, tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan investor institusional (Wahidahwati, 2002).

Selain struktur kepemilikan juga terdapat variabel-variabel lain seperti pertumbuhan asset, ROA, dividen, *net sales* yang merupakan proxy dari *size*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate*. Peningkatan pertumbuhan perusahaan akan mencerminkan adanya peningkatan peluang investasi yang cenderung untuk melakukan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2005) dan Wahidahwati (2002), menunjukkan bahwa pengaruh variabel pertumbuhan aset (*growth*) terhadap *debt ratio* adalah positif signifikan, namun negatif signifikan pada penelitian Frensidy (2007).

Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return on asset* (ROA), dimana *return on asset* (ROA) menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang didapat berdasarkan dari total asset yang dimiliki perusahaan. Pada penelitian Rahayu (2005); Ismiyanti dan Hanafi (2004); Wahidahwati (2002); Santika dan Ratnawati (2002), ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*, namun pada penelitian Frensidy (2007), ROA berpengaruh positif signifikan.

Jika suatu perusahaan memiliki aset yang dijadikan sebagai jaminan maka akan menurunkan resiko pemberi pinjaman terhadap *agency cost* dari pemberian hutang. Hal ini mengakibatkan *asset tangibility* yang lebih besar akan mendorong pemberi pinjaman untuk memberikan pinjaman, sehingga tingkat hutang akan lebih tinggi (Rajan & Zingales, 1995).

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2002), dalam penelitiannya menemukan bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuhasril (2006) dan Nurrohim (2008), yang menyebutkan bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Corporate tax rate diukur sebagai jumlah pajak yang dibayarkan oleh perusahaan pertahun (dalam %). Modigliani dan Miller (MM), mengemukakan bahwa bila ada pajak maka perubahan struktur modal menjadi relevan. Hal ini disebabkan karena bunga yang dibayarkan berfungsi sebagai *tax deductible* yaitu beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan. Hormaifer dan Benkato (1994) dan Hidayati et al. (2001), menyatakan terdapat hubungan positif antara *corporate tax rate* dengan hutang (struktur modal). Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Barclay dan Smith (1995), yang menyebutkan tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara pajak (*corporate tax*) dengan hutang (*leverage*). Data empiris mengenai *Debt to Equity Ratio* (DER), kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan aset, ROA, DPR, *net sales*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate* pada perusahaan manufaktur dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Data Rata-rata DER, Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan Aset, ROA, DPR, *Net Sales*, *Fixed Asset Ratio* dan *Corporate Tax Rate* pada Perusahaan Manufaktur 2004-2008

Variabel	Satuan	2004	2005	2006	2007	2008
DER	x	0,92	1,10	1,11	1,07	1,05
Kepemilikan Institusional	%	73,49	73,80	71,44	72,08	74,64
Pertumbuhan Aset	%	17,85	19,94	9	14,03	29,79
ROA	%	10,57	9,74	9,11	10,91	12,77
DPR	%	34,50	35,09	34,75	43,42	59,10
<i>Net Sales</i>	Juta Rupiah	4.246.314	5.011.051	5.227.659	5.943.073	7.537.778
<i>Fixed Asset Ratio</i>	%	33,28	32,80	31,94	29,67	26,78
<i>Corporate Tax Rate</i>	%	33	32,66	33,36	31,85	29,37

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2004-2008

Berdasarkan Tabel 1 terlihat bahwa rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER), kepemilikan institusional, pertumbuhan aset, ROA, DPR, *net sales*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate* pada tahun 2004-2008 menunjukkan kondisi yang fluktuatif. Tabel 1 menunjukkan besarnya kepemilikan institusional pada tahun 2005 mengalami kenaikan dari 73,49% menjadi 73,80%, kenaikan ini diikuti dengan kenaikan *Debt to Equity Ratio* (DER) pada periode tersebut. Hal ini tidak sesuai dengan teori, dimana kepemilikan institusional yang meningkat akan menurunkan *Debt to Equity Ratio* (DER). Kepemilikan saham institusi yang meningkat, maka pengawasan (*monitoring agent*) akan meningkat terhadap kinerja manajemen, sehingga akan menurunkan kebijakan hutang perusahaan yang dilakukan manajemen. Pada tahun 2006 kepemilikan institusional mengalami penurunan sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) mengalami kenaikan.

Pertumbuhan aset pada tahun 2006 mengalami penurunan dari 19,94% menjadi 9%, sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) naik dari 1,10x menjadi 1,11x. Tahun 2008 pertumbuhan aset juga mengalami kenaikan dari 14,03% menjadi 29,79%, sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) mengalami penurunan dari 1,07x menjadi 1,05x. Hal ini tidak sesuai dengan teori, jika *Debt to Equity Ratio* (DER) mengalami penurunan maka akan diikuti dengan penurunan pertumbuhan aset, begitu juga sebaliknya.

Pada tahun 2005 sampai dengan 2008, *Return On Asset* (ROA) dan *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan hasil yang berlawanan. *Return On Asset* (ROA) mengalami penurunan dari 10,57% (tahun 2004) menjadi 9,74% (tahun 2005). Sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan hasil yang sebaliknya. Tahun 2007 dan 2008 *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan penurunan, yaitu dari 1,11x menjadi 1,07x (tahun 2007) dan dari 1,07x menjadi 1,05x (tahun 2008). Sedangkan *Return on Asset* (ROA) mengalami kenaikan pada tahun 2007 dan 2008, yaitu naik dari 9,11% menjadi 10,91% (tahun 2007) dan dari 10,91% menjadi 12,77% (tahun 2008). Hal ini sesuai dengan teori, semakin besar aktiva tetap maka semakin besar aset yang dapat dijaminkan untuk memperoleh tambahan hutang.

Tahun 2007 dan 2008 *Dividen Payout Ratio* (DPR) mengalami kenaikan dari 34,75% menjadi 43,42% pada tahun 2007 dan naik kembali menjadi 59,10% pada tahun 2008, sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) mengalami penurunan dari 1,11x menjadi 1,07x pada tahun 2007 dan pada tahun 2008 turun kembali menjadi 1,05x. Hal ini tidak sesuai dengan teori, jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil. Untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak.

Corporate tax rate pada tahun 2005 mengalami penurunan. Pada tahun 2005 *corporate tax rate* turun dari 33% menjadi 32,66%. Dilain pihak, *Debt to Equity Ratio* (DER) mengalami kenaikan dari 0,92x menjadi 1,10x. Hal ini tidak sesuai dengan *trade-off theory*, dengan penerapan tarif pajak yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk melakukan penghematan pembayaran pajak yaitu salah satunya dengan jalan menambah hutang. Pada tahun 2006 sampai dengan tahun 2008, terlihat bahwa *corporate tax rate* dan *Debt to Equity Ratio* (DER) memperlihatkan keadaan yang sama.

Struktur modal menurut Riyanto (2001), adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang dengan modal sendiri, yang nantinya dalam penelitian ini menjadi proksi struktur modal. Rasio ini lebih dikenal dengan rasio DER atau *Debt to Equity ratio*. Penciptaan struktur modal dapat mempengaruhi struktur kebijakan dimana selanjutnya dapat mempengaruhi kemampuan suatu perusahaan untuk membuat berbagai pilihan strategis (Jensen, 1986). Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal.

Debt to Equity Ratio merupakan *ratio* antara total hutang (*total debts*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) dan hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar (*current assets*) maupun aktiva tetap (*fixed assets*) dan aktiva lainnya (*other assets*) (Ang, 1997). DER juga menunjukkan resiko yang dihadapi oleh perusahaan berkaitan dengan hutang yang dimilikinya. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga. Secara matematis *Debt to Equity Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah *cost* perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima.

Pemegang saham menginginkan agar *cost* tersebut dibiayai oleh hutang tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa hutang mengandung risiko yang tinggi. Perbedaan kepentingan itulah maka timbul konflik yang biasa disebut dengan konflik agensi. Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut.

Kepemilikan saham manajerial adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh eksekutif dan direktur (Faisal & Firmansyah, 2005). Prosentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya prosentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Seseorang yang memiliki saham suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai pemilik perusahaan walaupun jumlah sahamnya hanya beberapa lembar saja. Boediono (2005), mengemukakan kepemilikan manajerial diukur dengan jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan terhadap total jumlah saham yang beredar. Secara matematis kepemilikan manajerial dapat dirumuskan (Masdupi, 2005):

$$\text{Kepemilikan manajerial} = \frac{\sum \text{Saham manajerial}}{\sum \text{Saham beredar}}$$

Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Kepemilikan saham institusional ini biasanya merupakan saham yang dimiliki oleh perusahaan lain yang berada didalam maupun diluar negeri serta saham pemerintah dalam maupun luar negeri (Susiana & Herawati, 2007). Kepemilikan saham institusi akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd, 1998), selanjutnya akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan, menyebabkan nilai perusahaan (PER) akan meningkat juga. Secara matematis kepemilikan institusional dapat dirumuskan (Wahidahwati, 2002):

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\sum \text{Saham institusional}}{\sum \text{Saham beredar}}$$

Growth diukur dengan pertumbuhan aset, aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri (Ang, 1997). Secara matematis pertumbuhan aset (*growth*) dapat dirumuskan sebagai berikut (Tumirin, 2005):

$$\text{Pertumbuhan Aset} = \frac{\text{Total Aset}_t - \text{Total Aset}_{t-1}}{\text{Total Aset}_{t-1}}$$

Return On Asset (ROA) juga sering disebut *Return On Investment* (ROI) merupakan rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. ROA merupakan rasio antara pendapatan bersih sesudah pajak terhadap *total aktiva* (Ang, 1997). Dalam penelitian ini lebih memilih variabel ROA dengan alasan bahwa ROA menunjukkan rasio laba bersih setelah pajak terhadap total aset yang digunakan untuk operasional perusahaan, sedangkan ROE hanya terbatas ekuitas. Secara matematis ROA dapat diformulasikan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Profit After Tax}}{\text{Total Aktiva}} \times 100$$

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam bentuk dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham *preferent* (Jogiyanto, 1998).

Arus dividen dapat dianggap sebagai arus kas yang diterima oleh investor, dengan alasan bahwa dividen merupakan satu-satunya arus yang diterima investor. Jika dividen merupakan satu-satunya arus kas, maka model diskonto dividen dapat digunakan sebagai pengukur arus kas untuk menghitung nilai intrinsik saham. Secara sistematis DPR dapat dirumuskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$\text{DPR} = \frac{\text{Deividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total aset yang kecil (Daniati & Suhairi, 2006).

Struktur aktiva merupakan rasio antara aktiva tetap dengan total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan dengan struktur aktiva yang *fleksibel/marketable* cenderung menggunakan DER lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktivanya tidak fleksibel (Sartono, 1998). Apabila aktiva perusahaan dapat dijadikan agunan kredit, maka perusahaan tersebut akan cenderung menggunakan jumlah hutang yang lebih besar. Aset perusahaan menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan (Weston & Brigham, 1994).

Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Secara sistematis *fixed asset ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut (Ang, 1997) :

$$\text{Fixed Asset Ratio} = \frac{\text{Fixed asset}}{\text{Total asset}}$$

Pajak merupakan salah satu kewajiban perusahaan sebagai wajib pajak yang dapat dipaksakan dengan Undang-undang dan merupakan pengorbanan sumber daya ekonomis yang tidak memberikan imbalan (kontraprestasi) secara langsung bagi perusahaan. Sistem perpajakan di Indonesia menggunakan sistem "Self Assessment" khususnya pajak penghasilan dalam hal ini untuk penentuan jumlah besarnya pajak terhutang ditentukan oleh wajib pajak sendiri. Salah satu biaya yang bisa dikurangkan dalam menghitung penghasilan kena pajak (*tax deductible*) adalah biaya bunga pinjaman. Pengurangan biaya tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif tertinggi (tarif marginal), makin tinggi tarif pajak akan.

$$\text{Corporate Tax Rate} = \frac{\text{Tax}}{\text{EBT}}$$

METODE

Populasi adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2004 sampai 2008 yang berjumlah 165 perusahaan. Alasan pemilihan objek penelitian pada kelompok industri manufaktur adalah bahwa industri manufaktur merupakan kelompok terbesar dibandingkan dengan kelompok industri yang lain, semakin besar obyek yang diamati maka diharapkan semakin tepat hasil kajian. Selain itu, alasan lain dipilihnya perusahaan manufaktur sebagai obyek dalam penelitian ini dikarenakan industri ini merupakan industri yang sahamnya paling aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan pada industri ini juga rata-rata mempunyai total hutang yang lebih tinggi dari perusahaan industri lainnya.

Teknik pengambilan sampel dilakukan melalui metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Metode *purposive sampling* merupakan metode pengambilan sampel yang didasarkan pada beberapa pertimbangan atau kriteria tertentu. Berdasarkan pada kriteria pengambilan sampel seperti yang telah disebutkan di atas, maka jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sepuluh perusahaan manufaktur. Sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Sampel Penelitian

NO	NAMA PERUSAHAAN
1	Fastfood Indonesia
2	Mayora Indah
3	Multi Bintang Indonesia
4	Gudang Garam
5	Colorpak Indonesia
6	Sumi Indo Kabel
7	Indo Kordza (Branta Mulia)
8	Tunas Ridean
9	United Tractor
10	Merck Indonesia

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD)

Pengolahan data menggunakan metode *polling*. Jumlah data yang akan diolah adalah perkalian antara jumlah perusahaan, yaitu sepuluh dengan periode pengamatan selama lima tahun (2004-2008), jadi jumlah data dalam penelitian ini menjadi 50. Teknik analisis yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah dengan memakai teknik analisis regresi linier berganda untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel satu dengan variabel yang lain.

Analisis regresi pada dasarnya adalah studi mengenai ketergantungan variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen, dengan tujuan mengestimasi dan atau memprediksi nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui (Gujarati, 2003). Variabel dependen yang digunakan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER) dan variabel independennya kepemilikan manajerial yang dinyatakan sebagai variabel dummy, kepemilikan institusional, pertumbuhan aset, ROA, DPR, *net sales*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate*. Untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk menarik dana dari masyarakat yang kemudian disalurkan ke sektor-sektor produktif. Dengan demikian, pasar modal dapat menimbulkan *multiplier* efek yang luas terutama kepada lembaga-lembaga yang terkait. Pasar modal juga dapat dikatakan sebagai wadah monopoli kepemilikan perusahaan karena setelah perusahaan *go public* dan memanfaatkan modal kemudian pemegang surat berharga juga menjadi pemilik perusahaan sehingga menjadi milik publik.

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2004 sampai 2008. Dari 165 perusahaan yang terdaftar hanya sepuluh perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan. Dengan demikian selama lima tahun pengamatan diperoleh data sejumlah 10 x 5 data=50 pengamatan. Perusahaan-perusahaan manufaktur yang termasuk sampel penelitian ini dapat digolongkan menurut bidang usahanya yang terlihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Klasifikasi Bidang Usaha dari Sampel Perusahaan Manufaktur

No.	Nama Perusahaan	Bidang Usaha
1	Fastfood Indonesia	Food and beverages
2	Mayora Indah	Food and beverages
3	Multi Bintang Indonesia	Food and beverages
4	Gudang Garam	Tobacco Manufacturers
5	Colorpak Indonesia	Chemical and Allied Products
6	Sumi Indo Kabel	Cable
7	Indo Kordza (Branta Mulia)	Automotive and Allied Products
8	Tunas Ridean	Automotive and Allied Products
9	United Tractor	Automotive and Allied Products
10	Merck Indonesia	Pharmaceuticals

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD)

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan sebagai berikut: satu, koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel *dummy* sebesar -1,123 dengan nilai negatif, hal ini menyatakan bahwa skor *dummy* 0 nilainya lebih tinggi dari skor *dummy* 1, sedangkan

signifikan sebesar 0,042 dimana nilainya lebih kecil dari 5%. Dengan demikian, hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat didukung.

Dua, variabel kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 0,023 dan signifikan sebesar 0,072 dimana nilainya lebih kecil dari 10%. Dengan demikian, hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak didukung.

Tiga, variabel pertumbuhan aset menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 0,020 dan signifikan sebesar 0,042 dimana nilainya lebih kecil dari 5%. Dengan demikian, hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa pertumbuhan aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat didukung.

Empat, variabel ROA menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar -0,056 dan signifikan sebesar 0,039 dimana nilainya lebih kecil dari 5%. Dengan demikian, hipotesis keempat yang menyatakan bahwa *Return On Assets* (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat didukung.

Lima, variabel DPR menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 0,021 dan signifikan sebesar 0,003 dimana nilainya lebih kecil dari 5%. Dengan demikian, hipotesis kelima yang menyatakan bahwa *Dividen Payout Ratio* (DPR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat didukung.

Enam, variabel LnNS menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 0,135 dan signifikan sebesar 0,346 dimana nilainya lebih besar dari 5%. Dengan demikian, hipotesis keenam yang menyatakan bahwa *net sales* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak didukung.

Tujuh, variabel *fixed asset ratio* (FAR) menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 0,016 dan signifikan sebesar 0,296 dimana nilainya lebih besar dari 5%. Dengan demikian, hipotesis ketujuh yang menyatakan bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak didukung.

Delapan, variabel *corporate tax rate* (CTR) menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 0,001 dan signifikan sebesar 0,977 dimana nilainya lebih besar dari 5%. Dengan demikian, hipotesis kedelapan yang menyatakan bahwa *corporate tax rate* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak didukung.

Penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2004-2008 menunjukkan hasil bahwa terdapat empat variabel yang hipotesisnya diterima, yaitu variabel kepemilikan manajerial, pertumbuhan aset, ROA dan DPR. Sedangkan empat variabel lainnya yaitu kepemilikan institusional, *net sales* (LnNS), *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate* hipotesisnya tidak diterima.

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan hutang yang kecil, hal tersebut dikarenakan manajemen ikut menanggung biaya modal yang ditanggung perusahaan sehingga manajemen dalam menjalankan aktivitas operasionalnya lebih menerapkan *minimize cost* dan *maximize value*. Teori keagenan (*agency theory*) juga menyatakan bahwa konflik dengan

suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan (Wahidahwati, 2002). Akan tetapi, munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (Jensen & Mackling, 1976 dalam Wahidahwati, 2002).

Biaya keagenan (*agency cost*) dapat dikurangi dengan memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil. Alasan kepemilikan saham manajemen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DER karena dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen terdapat kecenderungan akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang, sehingga meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang.

Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Kepemilikan institusional merupakan presentase saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional misalnya LSM, pemerintah (BUMN), maupun perusahaan swasta. (McConnell & Servaes, 1990; Bathala et al., 1994). Investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen terutama dalam pengambilan keputusan mengenai utang.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional memberi pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. 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. Pengaruh yang positif berarti semakin tinggi kepemilikan institusional maka utang juga meningkat, kemungkinan disebabkan adanya alasan tertentu sehingga harus tetap meningkatkan utang, misalnya perusahaan hendak melakukan ekspansi usaha.

Pertumbuhan aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Pertumbuhan aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena peningkatan aset perusahaan akan menarik minat kreditor untuk menanamkan dananya. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar pertumbuhan aset yang dimiliki perusahaan, akan meningkatkan hutang perusahaan. Aset perusahaan yang digunakan sesuai dengan aktivitas utama perusahaan cenderung akan menjamin pinjaman yang diterima, sehingga kreditor semakin terjaga keamanannya. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. Dan pada umumnya, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya relatif lambat. Hal ini membuktikan bahwa pertumbuhan aset memiliki pengaruh yang positif terhadap DER.

Return On Assets (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan rasio ROA, mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap hutang. Pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya, pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan hutang rendah. Perusahaan yang *profitable* akan mempunyai banyak dana yang tersedia untuk investasinya, sehingga akan menurunkan penggunaan dana lewat hutang. Pada saat menghadapi profitabilitas rendah, perusahaan menggunakan hutang tinggi sebagai mekanisme transfer kekayaan antara kreditor kepada prinsipal.

Dividen Payout Ratio (DPR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini sesuai teori *Pecking Order* yang menyatakan bahwa aktivitas pendanaan perusahaan diprioritaskan pada laba ditahan, sehingga laba ditahan yang besar maka DPR menjadi kecil dan DER menjadi kecil. Adanya pembayaran dividen yang tetap menyebabkan timbulnya suatu kebutuhan dana yang tetap setiap tahunnya sehingga

kebutuhan dana perusahaan akan meningkat. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang secara searah (Emery & Finerty dalam Ismiyati & Hanafi, 2004).

Net sales berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). *Net sales* mempunyai pengaruh yang positif dan tidak signifikan terhadap DER (ditunjukkan dengan koefisien regresi positif), berarti kenaikan penjualan bersih perusahaan akan diikuti dengan kenaikan tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitian yang menunjukkan hasil tidak signifikan ini mengindikasikan bahwa besarnya suatu perusahaan yang diukur dengan penjualan bersih (*net sales*) tidak mempengaruhi besarnya hutang perusahaan, karena dalam mengambil kebijakan pendanaan, manajer perusahaan lebih melihat kinerja perusahaan yang tercermin melalui pertumbuhan asetnya.

Fixed asset ratio berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). *Fixed asset ratio* mempunyai pengaruh yang positif terhadap struktur modal (hutang), berarti kenaikan *fixed asset ratio* (struktur aktiva) perusahaan akan diikuti dengan peningkatan hutang (DER). *Fixed asset ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal ini bertentangan dengan teori yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena dari skalanya perusahaan akan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan perusahaan kecil, sehingga semakin tinggi *fixed asset ratio* maka semakin tinggi struktur modalnya, begitu juga sebaliknya.

Corporate tax rate berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). *Corporate tax rate* dalam penelitian ini menunjukkan hasil berpengaruh positif dan tidak signifikan. Pengaruh positif disini berarti bahwa *corporate tax rate* atau beban hutang yang tinggi akan menaikkan penggunaan hutang. Pengaruh tarif pajak penghasilan dengan utang, dapat dijelaskan bahwa penerapan tarif pajak yang tinggi akan mendorong perusahaan untuk melakukan penghematan pembayaran pajak, yaitu salah satunya dengan jalan menambah utang, karena bunga utang adalah beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan (*tax deductible*).

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini mencoba untuk meneliti pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan aset, ROA, DPR, *net sales*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate* terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi berganda dengan kedelapan variabel independen menunjukkan, bahwa variabel kepemilikan manajerial menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,042. Variabel kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,10 yaitu sebesar 0,072. Variabel pertumbuhan aset menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,042.

Variabel ROA menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,039. Variabel DPR menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,003. Variabel *net sales* menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,346. Variabel *fixed asset ratio* menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan

dengan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,296. Variabel *corporate tax ratio* menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DER. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,296.

Saran untuk penelitian yang akan datang, terdapat beberapa hal yang perlu diperhatikan, diantara yaitu dengan kecilnya pengaruh kedelapan variabel independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan aset, ROA, DPR, *net sales*, *fixed asset ratio* dan *corporate tax rate*) mampu menjelaskan variabel DER maka perlu menambahkan variabel-variabel lain seperti *bussiness risk*, *operating leverage (DOL)*, *non-debt tax shield*, tingkat inflasi, suku tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing dan kondisi ekonomi lainnya. Menambahkan jumlah sampel dalam waktu pengamatan yang lebih lama sehingga nantinya diharapkan hasil yang diperoleh akan lebih dapat digeneralisasikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang. R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft.
- Ariyanto, T. 2002. Pengaruh Struktur Pemegang Saham terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Manajemen Indonesia*. Vol. 1, No. 1, pp: 64-71.
- Barclay, J. M & Smith, C. W. Jr. 1995. The Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*. Vol. L, No. 2.
- Bathala, C. T., Moon, K. R & Rao, R. P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holding; An Agency Perspective. *Financial Manajemen*. Vol. 23, pp: 38-50.
- Boediono, G. 2005. Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Jalur. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII*. Solo.
- Brigham, E. F & Weston, J. F. 1994. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jilid 2, Edisi kesembilan. Jakarta: Erlangga.
- Daniati, N & Suhairi. 2006. Pengaruh Kandungan Informasi Komponen Laporan Arus Kas, Laba Kotor, dan Size Perusahaan Terhadap Expected Return Saham (Survey Pada Industri Textile dan Automotive yang Terdaftar Di BEJ). *Simposium Nasional Akuntansi 9*. Padang.
- Faisal & Firmansyah. 2005. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Komposisi Dewan Direksi: Analisis Persamaan Simultan. *Media Ekonomi dan Bisnis*. Vol. XVI, No. 2, Desember.
- Frensidy, B., Setyawan, I & Roni. 2007. The Effect of Management Ownership Structure, Bussiness Risk and Firm Growth toward The Capital Structure. *Usahawan*. No. 07, Th. XXXVI, Juli.
- Gujarati, D. 2003. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Hidayati, L. 2001, Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. 7, No. 5.
- Homaifar, Z & Benkato. 1994. An empirical Model Of Capital Structure; Some New Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 21, No. 1.
- Ismiyanti, F & Hanafi, M. M. 2004. Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 19, No. 2.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate finance, and Take Over. *American Economic Review*. Vol. 76, No. 2, pp: 323-329.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P & Zorn, T. S. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership Dept, and Dividends Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21, pp: 247-263.
- Jogiyanto, H. M. 1998. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi, Edisi 2*. Yogyakarta: BPFE.
- Masdupi, E. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 20, No. 1.
- Mc. Connell, J. J & Servaes, H. 1990. Additional Evidience on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*. Vol. 27, pp: 595-612.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G & Rimbey, J. N. 1998, The Impact of Ownership Structure on Corporate debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review Social Science Research Network, Agustus*. Vol. 33, Issue 3, pp: 85-98.
- Nurrohimi, H. 2008. *Pengaruh Profitabilitas Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan, dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Publick di Bursa Efek Indonesia*. Yogyakarta: Sinergi.

- Rahayu, D. S. 2005. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Institusional Pada Struktur Modal perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*. Vol. 01, No. 02.
- Rajan, R. G & Zingales, L. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*. Vol. 5, pp: 1421-1460.
- Riyanto, B. 2001. *Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan. Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Santika, I. B. M & Ratnawati, K. 2002. Pengaruh Struktur Modal, Faktor Internal, dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan Industri yang Masuk Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. 10.
- Sartono, R. A. 1998. *Manajemen Keuangan Teori dan Implikasi, Edisi Keempat*. Yogyakarta: BPFE.
- Susiana & Herawati, A. 2007. Analisis Pengaruh Independensi Mekanisme Corporate Governance dan Kualitas Audit terhadap Integritas Laporan Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi X 26-28 Juli 2007*.
- Tumirin. 2005. Analisis Variabel Akuntansi Kuartalan, Variabel Pasar, dan Arus Kas Operasi Yang Mempengaruhi Bid-Ask Spread. *JAAI*. Vol. 9, No. 1, pp: 61-75.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No. 1.
- Yuhartil. 2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Farmasi yang Telah Go Publik di Bursa Efek Jakarta. *BULLETIN Penelitian*. No. 09.