

**HUBUNGAN INTERDEPENDENSI KEBIJAKAN DIVIDEN  
DAN KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN *GO PUBLIC*  
PADA SEKTOR MANUFAKTUR**

**ARTIKEL ILMIAH**



Oleh:

**SOFI HADIYANTI KARTIKA**

**NIM : 2010610866**

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS**

**SURABAYA**

**2013**

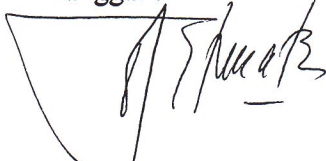
## PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Sofi Hadiyanti Kartika  
Tempat, Tanggal Lahir : Sidoarjo, 23 September 1989  
N.I.M : 2010610886  
Program Pendidikan : Pascasarjana (Magister Manajemen)  
Konsentrasi : Perbankan dan Keuangan  
Judul : Hubungan Interdependensi Kebijakan Dividen dan  
Kebijakan Hutang Perusahaan *Go Public* pada Sektor  
Manufaktur

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,

Tanggal : 25-10-2013



Dr. Dra. Ec. Rr. Iramani, M.Si

Co.Dosen Pembimbing,

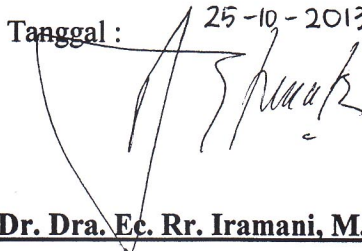
Tanggal : 25-10-2013



Melliza Silvy, SE, M.Si

Direktur Program Pascasarjana

Tanggal : 25-10-2013



Dr. Dra. Ec. Rr. Iramani, M.Si

# HUBUNGAN INTERDEPENDENSI KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN *GO PUBLIC* PADA SEKTOR MANUFAKTUR

**Sofi Hadiyanti Kartika, Rr. Iramani, Melliza Silvy**

Pascasarjana STIE Perbanas Surabaya

STIE Perbanas Surabaya

E-mail : sofihadiyanti@yahoo.com

Jalan Nginden Semolo 34-36 Surabaya 60118, Indonesia

## ABSTRACT

*This study intends to find empirical evidence on interdependence between dividend policy and debt policy as dependent variable. This study also uses firm size, profitability, liquidity, investment, and asset structure as independent variables. Samples were selected by purposive sampling in the company which payed the dividends during the years 2007-2011. There are 92 samples in the analysis of the research. Variable of debt, profitability, liquidity, and investment as a variable that affects the dividend policy. Variable of dividends, company size, liquidity, investment, and asset structure are variables that affect debt policy. The statistical methods used in this study was 2 Stage Least Square (2SLS). Statistical test results prove that there is no interdependency between dividend policy and debt policy. Simultaneously affect the dependent variable. But partially, profitability is proved to have a positive and significant impact on dividend policy. Dividends, liquidity, and asset structure are proved to be influential on debt policy.*

*Key words : Interdependency, agency problem, pecking order theory, dividend policy, debt policy*

## PENDAHULUAN

Maksimalisasi nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan karena sesuai dengan tujuan utama perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan maka pihak manajemen seharusnya melakukan tiga keputusan penting yaitu keputusan finansial, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. Untuk menjalankan itu semua, pemilik perusahaan (*principal*) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajemen (*agent*) atau pihak yang profesional dalam bidangnya. Dalam proses memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul konflik kepentingan yang disebut *agency problem*, biasanya manajer bertindak untuk kepentingan sendiri dan mengabaikan kepentingan pemegang

saham. Alternatif untuk meminimalkannya adalah dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen.

Meningkatnya nilai perusahaan dapat menarik para investor. Oleh karena itu manajer harus memutuskan apakah laba perusahaan akan dibagikan seluruhnya atau dibagikan sebagian sebagai dividen dan sisanya ditahan perusahaan (laba ditahan). Ketika perusahaan akan melakukan keputusan investasi, maka manajemen akan menggunakan kebijakan pendanaan dengan dana internal perusahaan. Namun jika tidak mencukupi, maka kebijakan hutang merupakan alternatif untuk mendapatkan dana selain menerbitkan saham.

Keputusan pendanaan berhubungan dengan bagaimana perusahaan dapat mengelola dana secara optimal untuk

mendanai segala alternatif investasi dimana pada akhirnya akan dapat meningkatkan nilai perusahaan yang terlihat pada harga saham perusahaan. Sedangkan kebijakan dividen merupakan kebijakan seberapa besar perusahaan mendapatkan laba dan akan dibagikan kepada pemegang saham agar dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham dari tahun ke tahun.

Dari uraian diatas dapat dijelaskan bahwa ternyata terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Oleh karena itu manajemen harus berhati-hati dalam memutuskan kedua kebijakan tersebut. Serta dengan memperhatikan variabel ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, investasi, dan struktur aktiva

Berdasarkan uraian tersebut dan beberapa studi lainnya, tertarik untuk melakukan melanjutkan penelitian yang sudah ada mengenai "**Hubungan Interdependensi Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Perusahaan Go Public pada Sektor Manufaktur**" dengan menggunakan variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan investasi.

## **RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS**

Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan menarik investor untuk menanamkan modalnya dengan harapan akan mendapatkan dividen yang tinggi. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, sehingga perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman. Kebijakan hutang

yang akan diambil perusahaan juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya. Kemampuan perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan para kreditur untuk meminjamkan dana kepada perusahaan. Selanjutnya, penempatan modal ke dalam suatu usaha tertentu merupakan hal terpenting untuk memperoleh keuntungan agar investor menjadi lebih kaya. Hal tersebut dikarenakan alokasi komponen aktiva yang tepat dalam penggunaan hutang. Semakin besar jumlah aktiva tetap maka perusahaan dapat menggunakan hutang dalam jumlah yang besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan.

Setiap perusahaan akan mendapatkan pendapatan dimana pendapatan tersebut akan dibagikan dalam bentuk dividen. Apabila investasi sebagian besar didanai dari modal internal maka akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Semakin besar investasi, maka akan semakin berkurang juga dividen yang dibagikan. Ketika perusahaan menggunakan hutang untuk menutupi kebutuhan dana maka di masa mendatang perusahaan harus membayar hutang beserta bunga. Bunga tersebut dapat dibayar dengan menggunakan pendapatan perusahaan pada tahun berikutnya. Sehingga dividen yang dibagikan pada tahun tersebut juga akan berkurang untuk pembayaran hutang beserta bunganya.

### **Hipotesis Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah yang dikemukakan pada penelitian ini maka terdapat hipotesis:

1. Terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang.
2. Terdapat pengaruh hutang, profitabilitas, likuiditas, dan investasi terhadap kebijakan dividen.

3. Terdapat pengaruh dividen, ukuran perusahaan, likuiditas, investasi, dan struktur aktiva terhadap kebijakan hutang.

## METODE PENELITIAN

### Rancangan Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian konklusif, karena penelitian ini membuktikan penelitian yang sudah ada sebelumnya. Jika ditinjau dari sumber data yang diambil, maka penelitian dapat dikatakan sebagai penelitian yang menggunakan sumber data sekunder. Jika ditinjau dari metode analisisnya, maka penelitian ini dapat dikatakan sebagai penelitian dengan metode kuantitatif, karena penelitian ini menggunakan logika matematika yang diukur dan disampaikan dalam bentuk skala numerik (angka) serta dengan tahapan yang jelas.

### Batasan Penelitian

Penelitian ini dibatasi pada sampel penelitian yaitu pada industri manufaktur yang masuk dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan topik kebijakan dividen dan kebijakan hutang pada periode tahun 2007-2011.

### Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah dividen, hutang, *firm size*, profitabilitas, likuiditas, investasi, dan struktur aktiva.

### Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Berikut dapat dijelaskan mengenai definisi operasional dan pengukuran variabel yang dianalisis dalam penelitian:

1. Kebijakan dividen adalah kebijakan mengenai proporsi pembagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus:

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \times 100\%$$

2. Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang digunakan perusahaan dalam pengambilan hutang dimana hutang tersebut harus dibayar kepada pihak tertentu dan dengan jangka waktu tertentu karena tindakan yang telah dilakukan sebelumnya, dapat dihitung dengan rumus:

$$DER = \frac{\text{Total kewajiban}}{\text{Total ekuitas}}$$

3. *Firm Size* adalah ukuran besar kecilnya perusahaan yang ditentukan oleh total aktiva. Ukuran perusahaan dapat diprosikan ke dalam logaritma natural dari total aktiva (Brigham and Houston, 2006).
4. Profitabilitas adalah kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba. Menurut Agus Sartono 2001, profitabilitas diukur dengan menggunakan:

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Total asset}} \times 100\%$$

5. Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan dalam jangka pendek perusahaan dengan menggunakan aktiva yang tersedia dan dapat diukur dengan menggunakan rumus:

$$\text{Likuiditas} = \frac{\text{Current asset-inventory}}{\text{Current Liabilities}}$$

6. Investasi secara sederhana dapat diartikan sebagai penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki perusahaan dan bisa berjangka waktu lama, dengan harapan akan mendapat keuntungan di masa mendatang. Investasi dapat diukur dengan menggunakan rumus:

$$\frac{\text{Nilai buku aktiva tetap } t - \text{nilai buku aktiva tetap } t-1}{\text{Total Aset}}$$

7. Struktur Aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva. Variabel ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Struktur aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

### Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan yang terdapat di BEI tahun 2007-2011. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdapat dalam BEI pada industri manufaktur. Teknik sampling yang digunakan adalah *non random sampling* dengan metode *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu, dengan kriteria sampel yaitu:

1. Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI dan laporan keuangan tersedia berturut-turut untuk laporan tahun 2007 – tahun 2011.
2. Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI yang membagikan dividen selama dua tahun berturut-turut pada periode penelitian 2007 – 2011.
3. Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI dengan nilai ekuitas positif selama tahun penelitian 2007 – 2011.

Berdasarkan kriteria diatas maka banyaknya observasi penelitian adalah sebagai berikut:

**Tabel 1**

#### Jumlah perusahaan observasi penelitian

Tahun	Jumlah
2007	22
2008	16
2009	23
2010	15
2011	16
Total	92

### Data dan Metode Pengumpulan Data

Data keuangan perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini merupakan data sekunder dari dokumen-dokumen yang berupa transaksi perdagangan di Bursa Efek Indonesia dan *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD). Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi, dimana data yang telah didapat dari Bursa Efek

Indonesia dan *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) dihimpun dan selanjutnya dicatat.

### Teknik Analisis Data

Untuk membuktikan adanya hubungan interdependensi kebijakan dividen dan kebijakan hutang, maka dilakukan pengujian dengan menggunakan metode two stage least square (2SLS).

**Tabel 2**

#### Matrik Persamaan Identifikasi

Persamaan	K – k	m – 1	Hasil	Keterangan
Dividen	7 – 3	2 – 1	4 > 1	<i>Overidentified</i>
Hutang	7 – 4	2 – 1	3 > 1	<i>Overidentified</i>

Untuk menguji hipotesis yang diajukan maka digunakan model persamaan sebagai berikut:

$$\text{Div} = \beta_0 + \beta_1 \text{Debt} + \beta_1 \text{Profit} + \beta_1 \text{Likuid} + \beta_1 \text{Inv} + e_1$$

$$\text{Debt} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Div} + \gamma_1 \text{Size} + \gamma_1 \text{Likuid} + \gamma_1 \text{SA} + \gamma_1 \text{Inv} + e_1$$

### Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menguji hubungan interdependensi kebijakan dividen dan kebijakan hutang perusahaan *go public* pada sektor manufaktur. Terdapat dua variabel dependen yaitu variabel dividen dan hutang dengan 5 variabel independen, yaitu *firm size*, profitabilitas, likuiditas, investasi, dan struktur aktiva. Pengujian dilakukan dengan metode two stage least square (2SLS). Adapun tahap pengujian adalah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis statistik
2. Menentukan  $\alpha=5\%$
3. Menentukan kriteria penerimaan dan penolakan H0.
4. Uji F dengan metode two stage least square (2SLS) digunakan untuk mengetahui hubungan variabel dependen dan independen secara bersama-sama dapat dilihat pada hasil signifikansi F. Bila hasil signifikansi F kurang dari 0,05 ( $\alpha=5\%$ ) maka hipotesis penelitian diterima. Sebaliknya jika hasil signifikansi F lebih dari 0,05 ( $\alpha=5\%$ ) maka hipotesis penelitian ditolak.

5. Uji t dengan metode two stage least square (2SLS) digunakan untuk mengetahui hubungan variabel dependen dan independen secara parsial dapat dilihat pada hasil signifikansi T. Bila hasil signifikansi T kurang dari 0,05 ( $\alpha=5\%$ ) maka hipotesis penelitian diterima. Sebaliknya jika hasil signifikansi T lebih dari 0,05 ( $\alpha=5\%$ ) maka hipotesis penelitian ditolak.

## ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

### Gambaran Subyek Penelitian

Subyek pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2011 dan memenuhi kriteria sampel yang digunakan. Periode pengamatan dalam penelitian ini meliputi jangka waktu lima tahun yaitu 2007, 2008, 2009, 2010, dan 2011 yang bersumber dari *Indonesian*

*Capital Market Directory (ICMD)*. Berdasarkan metode *purposive sampling*, maka jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia yang masuk dalam sampel penelitian adalah 27 perusahaan. Jumlah sampel yang telah diperoleh tersebut diperoleh setelah melalui proses pemilihan sampel yang sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya. Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini mewakili sektor industri *Chemical and Allied Products, Automotive and Allied Products*, dan *Pharmaceuticals* memiliki sampel sebanyak 4 perusahaan. *Consumer Good* memiliki 3 perusahaan sampel. *Food and Beverages, Plastic and Glass Products, Cement, Metal Allied Products* dan *Electronic and Office Equipment* masing-masing memiliki 2 perusahaan sampel. *Tobacco Manufacturers* dan *Cables* masing-masing 1 perusahaan.

**Tabel 3**  
**Kebijakan Dividen**

Variabel	Nilai Koefisien	T	Sig T
Hutang	-4,986	-1,344	0,182
Profitabilitas	0,539	2,444	0,016 *
Likuiditas	-2,310	-1,382	0,170
Investasi	7,338	0,125	0,9007
Constant = 34,292		Sig F = 0,026	
F hitung = 2,889		R <sup>2</sup> = 0,117	

\*Sig 5%

**Tabel 4**  
**Kebijakan Hutang**

Variabel	Nilai Koefisien	T	Sig T
Dividen	-0,005	-2,016	0,047 *
Ukuran Perusahaan	-0,044	-0,994	0,322
Likuiditas	-0,322	-7,951	0,000 **
Investasi	2,157	1,290	0,200
Struktur Aktiva	-0,903	-2,004	0,048 *
Constant = 2,615		Sig F = 0,000	
F hitung = 15,495		R <sup>2</sup> = 0,473	

\*Sig 5% \*\*Sig 1%

## **Analisis Data dan Pengujian Hipotesis**

### **Pengujian Hipotesis 1**

Berdasarkan ringkasan hasil pada tabel diatas, dapat dikatakan bahwa hubungan antara hutang terhadap dividen memiliki nilai T hitung  $-1,344 > -1,96$  dan signifikansi =  $0,182 > 0,05$ . Sedangkan hubungan antara dividen terhadap hutang memiliki nilai T hitung  $-2,016 < -1,96$  dan signifikansi =  $0,047 < 0,05$ . Hal ini dapat dijelaskan bahwa kebijakan hutang tidak mempengaruhi kebijakan dividen namun kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang. Oleh karena itu hipotesis 1 dalam penelitian ditolak atau dapat disimpulkan bahwa ternyata tidak terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang.

### **Pengujian Hipotesis 2**

Nilai F hitung adalah sebesar  $2,889 >$  nilai F tabel sebesar  $2,52$  dengan signifikansi  $0,026 < 0,05$ . Hal ini dapat dijelaskan bahwa H1 diterima, dengan demikian hipotesis dua dalam penelitian yang menyatakan bahwa variabel hutang, profitabilitas, likuiditas, dan investasi mempengaruhi kebijakan dividen dapat diterima.

Nilai R *square* adalah sebesar  $0,117$ . Angka ini menunjukkan bahwa  $11,7\%$  variabel perubahan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) mampu dijelaskan oleh variabel hutang, profitabilitas, likuiditas, dan investasi. Sedangkan sisanya  $88,3\%$  dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Berdasarkan nilai signifikansi T untuk masing-masing variabel dapat dilakukan analisis bahwa hanya variabel profitabilitas yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ( $\text{Sig}=0,016 < 0,05$ ), sedangkan variabel hutang, likuiditas, dan investasi mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

### **Pengujian Hipotesis 3**

Nilai F hitung adalah sebesar  $15,495 >$  nilai F tabel sebesar  $2,52$  dengan signifikansi  $0,000 < 0,05$ . Hal ini dapat dijelaskan bahwa H1 diterima, dengan demikian hipotesis tiga dalam penelitian yang menyatakan bahwa variabel dividen, ukuran perusahaan, likuiditas, investasi, dan struktur aktiva mempengaruhi kebijakan hutang dapat diterima.

Nilai R *square* adalah sebesar  $0,473$ . Angka ini menunjukkan bahwa  $47,3\%$  variabel perubahan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) mampu dijelaskan oleh variabel dividen, ukuran perusahaan, likuiditas, investasi, dan struktur aktiva. Sedangkan sisanya  $52,7\%$  dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Berdasarkan nilai signifikansi T untuk masing-masing variabel dapat dilakukan analisis bahwa variabel dividen, likuiditas, dan struktur aktiva yang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan variabel ukuran perusahaan dan investasi mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

## **Pembahasan**

### **Pembahasan Hipotesis 1**

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dengan menggunakan metode *two stage least square* dapat dibuktikan bahwa tidak terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang pada sektor manufaktur selama periode 2007-2011. Hasil tersebut dapat terjadi berdasarkan hasil pengujian yang menunjukkan bahwa hutang memiliki nilai koefisien yang negatif dan tidak signifikan sehingga hutang tidak mempengaruhi dividen. Hal tersebut bisa terjadi karena kebijakan dividen di Indonesia diambil berdasarkan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) sedangkan kebijakan hutang perusahaan diputuskan sendiri oleh pihak manajemen.



Sedangkan dividen memiliki nilai koefisien negatif dan signifikan terhadap hutang. Hasil tersebut bisa terjadi karena penggunaan hutang yang tinggi pada perusahaan digunakan untuk membiayai investasi sehingga perusahaan cenderung membayar dividen yang rendah. Namun, dengan keputusan ini perusahaan masih memiliki laba ditahan yang digunakan sebagai cadangan menutup hutang. Kebijakan dividen rendah berdampak positif bagi kreditor karena kepentingan kreditor tetap diperhatikan oleh perusahaan, karena jika investasi yang dilakukan berhasil maka di masa mendatang para investor akan mendapatkan keuntungan yang berganda. Pada salah satu persamaan tersebut memiliki nilai yang tidak signifikan sehingga hipotesis pertama ditolak atau dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan pembagian dividen yang tinggi akan membuat laba ditahan perusahaan rendah sehingga perusahaan memerlukan hutang untuk membiayai segala kebutuhan investasinya. Sedangkan pada perusahaan yang membagikan dividen rendah akan membuat laba ditahan perusahaan tinggi sehingga perusahaan bisa memperkecil tingkat hutang dengan menggunakan laba ditahan untuk membiayai investasinya.

Beberapa perusahaan membiayai pengeluaran modal sebagian besar dari pinjaman, sehingga memberikan kas dividen, dalam kasus ini dividen yang tinggi adalah akibat keputusan peminjaman (*borrowing decision*). Perusahaan lainnya membayar dividen yang rendah, karena pihak manajemen optimis akan masa depan perusahaan sehingga menggunakan laba ditahan untuk ekspansi, dalam kasus ini dividen adalah akibat keputusan penganggaran modal perusahaan.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Putu Anom 2002 yang menyatakan bahwa teori keagenan

kurang mampu menjelaskan interdependensi antara kebijakan *leverage* dengan kebijakan dividen khususnya untuk kasus Indonesia. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Santosa Tri Prabawa 2011 dalam penelitiannya menghasilkan koefisien negatif dan signifikan terhadap variabel hutang. Koefisien negatif pada variabel hutang mengindikasikan bahwa perusahaan akan melakukan trade-off pembayaran dividen dengan biaya finansial tetap untuk mengurangi masalah keagenan. Wibisono Hardjopranoto 2006 menunjukkan bahwa hubungan antara hutang dan dividen positif dan tidak signifikan. Kebijakan dividen cenderung berfluktuasi, tergantung pada kebutuhan dana perusahaan untuk melakukan investasi. Investor memiliki keinginan yang berbeda terhadap dividen. Beberapa investor lebih menginginkan perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi sementara ada juga beberapa investor yang menginginkan pembayaran dividen yang rendah atau bahkan *zero dividend*. *Clientele effect* menjelaskan bahwa perusahaan akan membagikan dividennya berdasarkan keinginan investor, sehingga kebijakan hutang tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nancy Liono, Mudji Utami, dan Liliana Wijaya 2009 yang menemukan bahwa secara statistik ditemukan adanya interdependensi antara kebijakan dividen, *financial leverage*, dan investasi. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Maria Susilowati 2010 yang menemukan bahwa ada hubungan positif antara dividen dan *financial leverage*.

## **Pembahasan Hipotesis 2**

Secara simultan variabel hutang, profitabilitas, likuiditas, dan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Namun, dari keempat variabel tersebut hanya variabel profitabilitas yang memiliki

pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel sisanya, yaitu hutang, likuiditas, dan investasi tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Semakin tinggi keuntungan yang diperoleh perusahaan maka akan semakin besar dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Dengan kata lain, besarnya keuntungan perusahaan akan meningkatkan jumlah laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Pada kondisi tertentu profitabilitas berpengaruh positif terhadap dividen. Hal ini terjadi bila perusahaan yakin memiliki kepastian bahwa *earning* di masa mendatang terprediksi dengan jelas (Kartika Nuringsih 2005). Perusahaan dengan profit yang tinggi juga akan memberikan dividen yang tinggi karena pemegang saham membutuhkan *return* yang tinggi atas investasi yang telah dilakukan melalui pembayaran dividen. *Agency theory* menjelaskan bahwa meningkatnya profit berarti juga meningkatnya arus kas, sehingga juga meningkatkan kemampuan manajemen untuk mendapatkan penghasilan tambahan. Oleh karena itu pemegang saham akan membuat perjanjian melalui peningkatan dividen (Wibisono 2006). Imanda Firmantyas dan Muhamad Nasir (2006) menyatakan bahwa semakin besar profitabilitas suatu perusahaan maka akan semakin kecil dividen yang dibagikan. Hal tersebut dilakukan oleh perusahaan karena perusahaan akan menahan laba yang akan digunakan sebagai investasi di masa mendatang.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Mehdi Moradi, Mahdi Salehi, dan Shahnaz Honarmand (2010) yang menyatakan bahwa adanya hubungan langsung dan signifikan antara rasio profitabilitas dan dividen. Wibisono Hardjopranoto 2006 juga menyimpulkan bahwa profitabilitas berhubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Nancy Liono

dkk (2009) menyimpulkan bahwa hubungan profitabilitas dengan kebijakan dividen adalah positif dan tidak signifikan. Semakin tinggi profit suatu perusahaan maka nilai dividen yang dibagikan kepada pemegang saham juga akan semakin meningkat. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat *return* yang semakin besar. Tetapi perusahaan akan membayar dividen berdasarkan keinginan investor dan sesuai dengan seberapa besar investasi yang telah mereka lakukan, sehingga profitabilitas tidak mempengaruhi kebijakan dividen.

### **Pembahasan Hipotesis 3**

Secara simultan variabel dividen, ukuran perusahaan, likuiditas, investasi, dan struktur aktiva berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun dari kelima variabel tersebut, variabel dividen, likuiditas, dan struktur aktiva yang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel ukuran perusahaan dan investasi terbukti tidak mempengaruhi kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dapat terlihat bahwa nilai dividen terhadap kebijakan hutang adalah negatif dan signifikan. Ini berarti bahwa jika dividen mengalami peningkatan maka hutang perusahaan akan menurun. Serta dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Ini dapat terjadi karena perusahaan menggunakan laba ditahan pada tahun sebelumnya untuk pembagian dividen atau perusahaan memiliki posisi kas yang besar. Selain itu, perusahaan juga merupakan perusahaan yang sudah cukup besar sehingga tidak membutuhkan modal untuk ekspansi lagi selama beberapa waktu ke depan. Yuniningsih (2002) mengatakan bahwa *financial leverage* tinggi disebabkan karena dana baik laba ditahan yang digunakan untuk mendanai investasi atau dana untuk kegiatan operasional perusahaan adalah lebih kecil

dibandingkan kebutuhan dana yang ada. Perusahaan menggunakan utang untuk melakukan investasi bukan untuk membayar dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa dividen mempunyai pengaruh negative terhadap *financial leverage*. Menurut Putu Anom (2002) semakin terkonsentrasi kepemilikan maka semakin banyak hutang yang diperlukan dan dapat ditoleransi. Manajer perusahaan yang mempunyai kepemilikan dalam perusahaan, akan cenderung memilih pembiayaan dengan hutang untuk mengurangi dilusi kepemilikan pada saham mereka (*agency problem*). Sehingga semakin banyak perusahaan melakukan hutang akan semakin besar risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Semakin tinggi proporsi hutang maka biaya kebangkrutan akan meningkat sehingga *bondholders* memerlukan tambahan *return* untuk menutupi tambahan resiko yang terjadi. Untuk menutupi resiko tersebut perusahaan akan membagikan dividen dengan nilai yang kecil.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nancy Liono, Mudji Utami, dan Liliana (2009) yang berpendapat bahwa adanya pengaruh antara kebijakan dividen dengan *financial leverage*. Maria Susilowati (2010) juga menemukan pendapat yang sama yaitu ada pengaruh antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Namun penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Putu Anom (2002) yang menyebutkan bahwa dividen berhubungan positif dengan *leverage*. Dividen yang tinggi, berarti perusahaan manufaktur Indonesia akan meningkatkan *leverage*-nya untuk membiayai investasi karena sebagian besar *earnings* digunakan untuk membayar dividen. Hal ini berarti perusahaan manufaktur di Indonesia selalu menjaga struktur modalnya relatif optimal (*unique solution*).

Sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan, variabel likuiditas memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. ini membuktikan bahwa semakin likuid suatu perusahaan maka perusahaan juga akan semakin kecil dalam menggunakan hutang. Selain itu, likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Ketika suatu perusahaan memiliki likuiditas yang cukup tinggi, berarti ketersediaan kas yang dimiliki oleh perusahaan juga besar sehingga perusahaan tidak memerlukan lagi modal untuk membayar dividen ataupun kegiatan operasional perusahaan. Oleh karena itu semakin likuid suatu perusahaan maka akan menekan tingkat hutang yang digunakan perusahaan. Nancy Liono dkk (2009) menyebutkan bahwa perusahaan untuk membayar dividen memerlukan arus kas keluar sehingga harus tersedia likuiditas yang cukup. Semakin tinggi likuiditas yang dimiliki perusahaan, semakin mampu perusahaan membayar dividen sehingga perusahaan tidak membutuhkan dana eksternal. Namun apabila ketersediaan kas tidak mencukupi maka perusahaan akan mengambil alternatif dengan melakukan hutang. Sehingga dapat diketahui bahwa likuiditas akan mempengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wibisono (2006) yang membuktikan bahwa "*Liquid assets affect leverage with a positive and significant relationship. Higher liquid assets lead to higher leverage level*". Dimana aset yang likuid berhubungan positif dan signifikan dengan hutang. Semakin tinggi aset likuid maka semakin tinggi pula tingkat hutang perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian ini maka dapat disimpulkan bahwa struktur aktiva memiliki nilai yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Maksudnya adalah jika struktur aktiva perusahaan meningkat maka hutang perusahaan akan

turun dan struktur aktiva juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Perusahaan dengan struktur aktiva yang bagus biasanya dapat menggunakan aktivanya sebagai jaminan hutang, sehingga investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai jaminan yang ada. Namun, pada penelitian ini sampel perusahaan merupakan perusahaan yang sudah memiliki ketersediaan kas yang cukup sehingga perusahaan tidak memerlukan lagi hutang untuk menutup tagihannya ataupun untuk membayar dividen. Selain itu, perusahaan sampel pada penelitian ini juga merupakan perusahaan yang tergolong memiliki usia yang sudah lama dan sudah maju atau dalam *product life cycle* sudah pada tahap *maturity* sehingga tidak memerlukan banyak hutang untuk membiayai investasi maupun untuk melakukan ekspansi usaha. Riyanto (2001) menyatakan bahwa struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena struktur modal akan berpengaruh langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Penentuan komposisi struktur modal suatu perusahaan berkaitan dengan keputusan pendanaan yang dilakukannya. Dasar keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana dan penggunaan dana yang diperoleh. Pemilihan sumber dana bisa berasal dari pihak eksternal maupun internal. Sedangkan penggunaan dana bisa untuk investasi, pembelian aktiva untuk mendukung aktivitas operasi perusahaan dan lainnya.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wibisono (2006) yang berpendapat bahwa struktur aktiva berhubungan positif dan signifikan terhadap hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tinggi akan menggunakan hutang yang tinggi pula. Pendapat ini menunjukkan bahwa aktiva dapat digunakan sebagai jaminan untuk membayar hutang perusahaan. Jaminan ini dihubungkan dengan kemampuan manajemen memanfaatkan aktivanya.

*Agency theory* menyebutkan bahwa menggunakan hutang akan menurunkan penghasilan manajemen sehingga aktiva dan hutang memiliki hubungan yang positif.

## **KESIMPULAN, IMPLIKASI, SARAN, DAN KETERBATASAN**

### **Kesimpulan**

Berikut akan dijelaskan mengenai kesimpulan atas penelitian yang telah dilakukan sebagai berikut:

1. Tidak terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Kebijakan dividen tidak mempengaruhi kebijakan hutang, karena kebijakan dividen di Indonesia diambil berdasarkan keputusan RUPS. Kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) mempertimbangkan pembagian dividen kepada para pemegang saham. Karena besarnya dividen yang dibagikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
2. Profitabilitas terbukti mempengaruhi kebijakan dividen. Ini menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan faktor penting yang menjadi acuan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam pembagian dividen. Jika profit perusahaan meningkat maka proporsi pembagian dividen yang diterima oleh pemegang saham juga akan meningkat. Sehingga para investor ingin menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut dan menangkap hal tersebut sebagai peluang untuk mendapatkan keuntungan. Perusahaan juga akan senang atas perilaku investor karena dengan begitu mereka akan dapat dengan mudah mendapat kepercayaan dari investor untuk mendapatkan dana.

3. Variabel dividen, likuiditas, dan struktur aktiva mempengaruhi kebijakan hutang. Dividen memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena jika dividen yang dibagikan kepada pemegang saham tinggi maka laba ditahan perusahaan sedikit, sehingga untuk mendanai perusahaan maka dibutuhkan hutang. Pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki ketersediaan kas yang sudah cukup untuk membayar dividen sehingga hutang dilakukan untuk membiayai investasi. Likuiditas juga merupakan faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang karena semakin likuid perusahaan menunjukkan kredibilitas perusahaan yang baik sehingga memudahkan perusahaan mendapatkan hutang atas kepercayaan masyarakat. Struktur aktiva juga faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI karena aktiva dapat digunakan oleh perusahaan sebagai jaminan atas hutang. Sehingga semakin besar aktiva perusahaan maka akan semakin mudah pula untuk mendapatkan pinjaman.

#### **Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini memiliki keterbatasan adalah sebagai berikut:

1. Periode penelitian yang digunakan hanya lima tahun, yaitu mulai tahun 2007-2011.
2. Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan *go public* pada sektor manufaktur.
3. Variabel dependen yang digunakan hanya dividen dan hutang, sedangkan variabel independen hanya meliputi

profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, investasi, dan struktur aktiva.

#### **Saran**

Sehubungan dengan adanya keterbatasan pada penelitian yang telah disampaikan diatas, maka saran untuk penelitian selanjutnya adalah:

1. Pada penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah sampel penelitian, sehingga tidak hanya terfokus pada perusahaan *go public* sektor manufaktur dan jumlah sampel penelitian menjadi lebih banyak dan merata.
2. Pada penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan variabel lain yang memiliki pengaruh dan berhubungan dengan kebijakan dividen dan kebijakan hutang, seperti kepemilikan manajerial, risiko, *growth*, ekonomi makro, dan nilai perusahaan.
3. Bagi perusahaan disarankan untuk lebih memperhatikan profitabilitas, likuiditas dan struktur aktiva agar perusahaan tetap stabil dalam pembagian dividennya setiap tahun.
4. Bagi perusahaan disarankan memperhatikan likuiditas dan struktur aktiva pada perusahaan agar ketersediaan kas perusahaan cukup untuk membayar kewajibannya dan perusahaan juga mudah mendapat pinjaman atas kepercayaan dari masyarakat yang terlihat dari kredibilitas perusahaan yang baik.
5. Bagi para investor sebaiknya memperhatikan informasi mengenai profitabilitas yang ada dalam perusahaan sehingga dapat digunakan sebagai acuan untuk pembagian dividen.

## DAFTAR RUJUKAN

- Agus Sartono. 2001. Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi 4. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Ali Muhayatsyah, S.E.I. 2013. Mencermati Hubungan Pemegang Saham dengan Perusahaan Pada Pembagian Dividen. (Online). ([http://www.academia.edu/1260404/Mencermati\\_Hubungan\\_Pemegang\\_Saham\\_dengan\\_Perusahaan\\_Pada\\_Pembagian\\_Dividen](http://www.academia.edu/1260404/Mencermati_Hubungan_Pemegang_Saham_dengan_Perusahaan_Pada_Pembagian_Dividen), diakses 1 Mei 2013)
- Arifin, Zaenal. 2005. Teori Keuangan dan Pasar Modal. , Yogyakarta: Ekonisia.
- Bambang Riyanto. 2001. Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE-UGM.
- Bram Hadianto. 2008. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 2000-2006: Sebuah Pengujian Hipotesis *Pecking Order*. *Jurnal Manajemen* Volume 7 No.2 hal. 14-29.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2006. *Fundamentals of Financial Management* Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi kesepuluh. Jakarta: Salemba Empat.
- Damayanti,S dan Achyani,F, 2006. Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen *Payout Ratio*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol.5 No.1 hal.51-62.
- Darmawan Wasi Aji. 2003. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). Tesis Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Desmon Silitonga-Analis PT. MDI Asset Management. 2013. Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan, (Online). (<http://www.mdifunds.com/new/?p=461>, diakses 1 Mei 2013).
- Euis Soliha dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, No.2 hal 149-163.
- Finance Roll. 2012. Marjin Usaha Menurun, Laba Bersih Merck Terpangkas. (Online). (<http://financeroll.co.id/tag/pt-merck-tbk-merk>, diakses 11 Juni 2013).
- Hanafi Mamduh. 2004. Manajemen Keuangan. Yogyakarta: BPFE
- Hartono Jogyanto. 2005. Pasar Efisien Secara Keputusan. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Imam Ghozali. 2006. Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Imanda Firmantyas Putri dan Mohammad Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Investor Daily Indonesia. 2013. Dividen Gairahkan Pemodal (Online). (<http://www.investor.co.id/tajuk/dividen-gairahkan-pemodal/60959>, diakses 30 Mei 2013).
- Jogyanto. September 2000. Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 2. Yogyakarta: BPFE
- Julianto Agung Saputro. 2003. Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi *Investment Opportunity Set* dan *Real Growth* dengan Menggunakan Pendekatan *Confirmatory Factor Analysis*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol.6 No.1 hal. 69-92.
- Kartika Nuringsih. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan manajerial,

- Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* Vol.2 No.2 hal. 103-123.
- Kasmir. 2008. Analisis Laporan Keuangan. Rajawali Press : Jakarta
- Keown Arthur J., Martin John D., Petty J. William, dan Scott David F. Jr., 2004. Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi. Edisi 9. Jakarta: Indeks.
- Lukas Setia Atmaja. 1994. Manajemen Keuangan. Yogyakarta: Andi Offset.
- Maria Susilowati Budiyaniti. 2010. Pengaruh Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Leverage Operasi terhadap Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Leverage Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen* Vol.21 No.1 hal. 17-29.
- M. Lukman Syamsuddin. 2001. Manajemen Keuangan Perusahaan. Jakarta: Bina Graha.
- Moradi Mehdi, Mahdi Salehi & Shahnaz Honarmand. 2010. *Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran*. Poslovna izvrsnost zagreb, god. IV (2010) br. 1 page 45-62.
- Mudrajad Kuncoro. 2003. Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi. Jakarta: Erlangga.
- Nency Liono, Mudji Utami, dan Liliana Inggrit Wijaya. 2009. Interdependensi Kebijakan Dividen, Financial Leverage, dan Investasi: Pengujian *Pecking Order Theory*. *Jurnal Manajemen & Bisnis* Vol.8 No.1 hal.46-57.
- Sisca Christianty Dewi. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol.10, No.1, April 2008, 47-58.
- Nisa Fidyati. 2003. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi* Vol. 1 No. 1 hal. 17-34.
- Putu Anom Mahadwartha. 2002. Interdependensi antara Kebijakan *Leverage* dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi* 2 No.2 STIE-Yogyakarta hal.1-34.
- Rita Kusumawati dan M.Sodiq. 2008. Analisis Hubungan Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS). *Jurnal Manajemen dan Bisnis* Vol XVI No.1 hal. 75-82.
- Santosa Tri Prabawa. 2011. Studi Interdependensi antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Dividen Perusahaan dalam Pengujian Teori Keagenan. *Forum Akademika* Vol. 15 hal 39-51.
- Sri Murni dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payments, dan Firm Growth Terhadap kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol.7 No.1 hal. 15-24.
- Sri Sudarsi. 2002. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Devidend Payout Ratio* pada Industri Perbankan yang *Listed* Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)”. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol.9, No.1 hal. 76-88.
- Suad Husnan. 2000. Dasar-dasar manajemen Keuangan. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Suhartono. 2004. Pengujian Terhadap Keterkaitan antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang secara Simultan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Ventura: Jurnal*

- Ekonomi Bisnis dan Akuntansi* vol. 7  
No. 1 hal. 53-72.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal manajemen dan kewirausahaan*, vol. 9 No. 1 hal. 41-48.
- Tendi haruman. 2008. Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan, dan Nilai Perusahaan. *Finance and Banking Journal* Vol 10 No.2 hal. 150-166.
- Weston J. Fred dan Eugene F. Brigham. 1994. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Jakarta: Erlangga.
- Wibisono Hardjopranoto. 2006. Interdependent Analysis of Leverage, Dividend, and Managerial Ownership Policies Agencies Perspective. *Gadjah Mada International Journal of Business*. Vol.8 No.2 hal.179-199.
- Yulius Jogi Christiawan dan Josua Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajeral: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 1 hal. 1-8.
- Yuniningsih. 2002. Interdependensi Antara Kebijakan *Devidend Payout Ratio*, *Financial Leverage*, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Vol 9 No.2 .Hal 164-182.