

JURNAL KOMPILEK

Jurnal Kompilasi Ilmu Ekonomi

R. Gatot Heru
Pranjoto

**MENINGKATKAN DAYA SAING INDUSTRI
DI INDONESIA MENYONGSONG ASEAN ECONOMIC
COMMUNITY (AEC) 2015: Pendekatan Manajemen
Biaya dan Ekonomika Manajerial.**

Sandi Eka Suprajang/
Moh. Roby Luthfiana

**PENGARUH KUALITAS PRODUK DAN CITRA MEREK
TERHADAP KEPUASAN DAN LOYALITAS KONSUMEN
YANG MEMBELI KAOS SEPAK BOLA GRADE ORI DI
KOTA BLITAR**

Rony Ika Setiawan

**STRATEGI PEMASARAN PENDUKUNG SEKTOR
PARIWISATA: PERSPEKTIF *MARKETING MIX* DAN
BALANCED SCORCARD (Studi pada Usaha Mikro Kecil
dan Menengah (UMKM) Di kota blitar)**

Retno Murni Sari

**PENGENDALIAN INTERN ATAS PENGELOLAAN
PERSEDIAAN BAHAN BAKU PADA PABRIK GULA
MODJOPANGGOONG TULUNGAGUNG**

Adang Muhlis/
Yudhanta
Sambharakreshna/
Anis Wulandari

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT
HUTANG DAN DEVIDEN TUNAI SERTA DAMPAKNYA
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN GO PUBLIK DI
INDONESIA (Studi Kasus pada Perusahaan
Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI).**

Siti Sunrowiyati

**PENGARUH LABA/RUGI PERUSAHAAN, TOTAL ASET
DAN RATIO HUTANG TERHADAP LAMANYA
PENYELESAIAN AUDIT (*AUDIT DELAY*) PADA
PERUSAHAAN MAKANAN DAN MINUMAN
YANG LISTING DI BEI**

Aris Sunandes

**PENGARUH NET PROFIT MARGIN, ROI, ROE, EPS
TERHADAP HARGA SAHAM PADA PERUSAHAAN
AUTOMOTIVE AND COMPONENTS YANG TERDAFTAR
PADA BURSA EFEK INDONESIA**

[Vol 5, No. 2]

Hal. 64 - 156

Desember 2013

ISSN 2088-6268

Diterbitkan oleh:
**LEMBAGA PENELITIAN DAN PENGABDIAN MASYARAKAT (LPPM)
SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI KESUMA NEGARA BLITAR
Jl. Mastrip 59 Blitar 66111, Telp./Fax : (0342) 802330/813788
Email : info@stieken.ac.id**

[STIE KESUMA NEGARA BLITAR]

JURNAL KOMPILEK

Jurnal Kompilasi Ilmu Ekonomi

Daftar Isi :

- R. Gatot Heru
Pranjoto* **MENINGKATKAN DAYA SAING INDUSTRI
DI INDONESIA MENYONGSONG ASEAN ECONOMIC
COMMUNITY (AEC) 2015: Pendekatan Manajemen Biaya dan
Ekonomika Manajerial.
(Hal 64-77)**
- Sandi Eka Suprajang/
Moh. Roby Luthfiana* **PENGARUH KUALITAS PRODUK DAN CITRA MEREK
TERHADAP KEPUASAN DAN LOYALITAS KONSUMEN YANG
MEMBELI KAOS SEPAK BOLA GRADE ORI DI KOTA BLITAR
(Hal 78-89)**
- Rony Ika Setiawan* **STRATEGI PEMASARAN PENDUKUNG SEKTOR
PARIWISATA: PERSPEKTIF *MARKETING MIX* DAN *BALANCED
SCORCARD* (Studi pada Usaha Mikro Kecil dan Menengah
(UMKM) Di kota blitar)
(Hal 90-101)**
- Retno Murni Sari* **PENGENDALIAN INTERN ATAS PENGELOLAAN PERSEDIAAN
BAHAN BAKU PADA PABRIK GULA MODJOPANGGOONG
TULUNGAGUNG
(Hal 102-116)**
- Adang Muhlis/
Yudhanta
Sambharakreshna/
Anis Wulandari* **FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT
HUTANG DAN DEVIDEN TUNAI SERTA DAMPAKNYA
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN GO PUBLIK DI
INDONESIA (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur Yang
Terdaftar Di BEI).
(Hal 117-136)**
- Siti Sunrowiyati* **PENGARUH LABA/RUGI PERUSAHAAN, TOTAL ASET
DAN RATIO HUTANG TERHADAP LAMANYA
PENYELESAIAN AUDIT (*AUDIT DELAY*) PADA
PERUSAHAAN MAKANAN DAN MINUMAN
YANG LISTING DI BEI
(Hal 137-146)**
- Aris Sunandes* **PENGARUH NET PROFIT MARGIN, ROI, ROE, EPS TERHADAP
HARGA SAHAM PADA PERUSAHAAN AUTOMOTIVE AND
COMPONENTS YANG TERDAFTAR PADA
BURSA EFEK INDONESIA
(Hal 147-156)**

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI TINGKAT HUTANG DAN
DEVIDEN TUNAI SERTA DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
GO PUBLIK DI INDONESIA
(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERDAFTAR DI BEI)**

**Adang Muhlis
Yudhanta Sambharakreshna
Anis Wulandari**

Universitas Trunojoyo Madura

Abstrac: *This research is focused to find out the effect of managerial ownership, firm size, tax expense, profitability, growth and liquidity to the debt level and cash dividends of the company and their impact on firm value. This research was conducted at the manufacturing company that has been registered in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2008 untill 2011. Samples are 58 manufacturing companies using purposive sampling techniques. The analytical method is path analysis using analytical tools such as LISREL (Linear Structural Relationship). The analytical technicIs are descriptive analysis and path analysis wich divided into two steps. It is goodness of fit model test and direct and indirect effects and total effects test. And hypothetical test that refers to t-test using t values diagram, and F-test. The result shows that the debt policies are carried out by the company will be lower, if managerial ownership, firm size, profitability and liquidity of the company is high. But companies will increase the debt if the income tax policy and growth of companies are high. Dividend policy of a company will be higher than before when the company obtain high profits, high levels of liquidity and the rapid growth. Value of the firm can be explained by the level of debt and the level of cash dividends. In other words, the higher the level of debt and a cash dividend in the company's enterprise value will also be higher.*

Keyword: *Managerial ownership, firm size, income tax expense, profitability, growth, liquidity, debt, cash dividends, the value of the company, path analysis.*

**PENDAHULUAN
Latar Belakang Masalah**

Persaingan global yang semakin ketat menuntut perusahaan publik untuk dapat meningkatkan kinerjanya. Perusahaan-perusahaan di Indonesia rata-rata bergerak di sektor industri dimana dalam operasinya membutuhkan pendanaan yang cukup besar. Saat ini perusahaan manufaktur di Indonesia mengalami perkembangan yang cukup signifikan. Hal tersebut terlihat dari peningkatan jumlah *emiten* yang bergerak di sektor industri dan telah terdaftar di pasar modal Indonesia. Bahkan dunia pasar modal Indonesia ikut mendapat dampak dari perkembangan tersebut yang ditandai dengan terintegrasinya sistem penyelenggaraan pasar modal di Indonesia saat ini. Sejak 30 November 2007 bursa saham di Indonesia menjadi Bursa Efek Indonesia (*Indonesia Stock Exchange*) setelah sebelumnya terbagi menjadi Bursa Efek

Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES).

Semakin tingginya partisipasi dari *emiten* dalam menarik investasi dari para investor di pasar modal, mengakibatkan pemerintah ikut andil didalamnya. Hal ini dilakukan untuk menjamin terlaksananya penyelenggaraan pasar modal yang teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat (UU No.8 Tahun 1995, pasal 3 dan 4). Ketatnya pengawasan dalam sistem pasar modal di Indonesia mengakibatkan perusahaan bersaing dengan *fair* untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan, yang pada akhirnya berdampak pada meningkatnya kepercayaan dari masyarakat yang ditandai dengan menginvestasikan dananya dalam perusahaan.

Nilai perusahaan berperan penting bagi investor dalam menentukan keputusan apakah akan melakukan investasi atau tidak. Upaya yang dilakukan oleh pemilik/pengusaha

(*stakeholders*) untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan sangat beragam. *Pertama*, umumnya *stakeholders* mempercayakan pengelolaan perusahaannya kepada ahli profesi dibidangnya, karena pemilik cenderung tidak mampu mengelola sendiri dalam operasinya. Hal ini dapat menciptakan hubungan antara pihak *stakeholders* dengan pihak pengelola (*management*). Pola hubungan tersebut dapat menimbulkan konflik keagenan. Menurut Tarjo (2005:83) konflik keagenan yang mungkin terjadi adalah pihak manajemen sebagai *agen* tidak lagi mengambil keputusan atau bertindak yang bertujuan untuk mensejahterakan pemilik, karena perbedaan kepentingan yang sering terjadi diantara keduanya. Manajemen cenderung bertindak untuk mengutamakan kepentingannya sendiri. Hal tersebut dianggap dapat merugikan pemilik karena dapat mengurangi keuntungan yang akan diterima oleh pemilik.

Kedua, dengan meningkatkan jumlah utang. Kebijakan utang merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan utang merupakan seberapa besar keputusan penggunaan utang atas asetnya. Kebijakan utang merupakan salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap perubahan *Present Book Value* (Euis dan Taswan: 2002:1). Selama ini terjadi fenomena yang cukup menarik dalam industry manufaktur di Indonesia (sebagai negara yang sedang berkembang), yaitu adanya penggunaan utang yang cukup tinggi dalam mendanai operasinya.

perusahaan mengalami fluktuasi yang cukup signifikan dari tahun ke tahun. Penggunaan utang dalam mendanai operasi perusahaan diartikan oleh Tarjo (2009:893) sebagai suatu strategi bagi perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan karena kebijakan utang yang diambil perusahaan akan meningkatkan biaya bunga utang sehingga mengurangi biaya pajak. Namun *trade off theory* menjelaskan bahwa semakin tinggi utang, maka semakin tinggi beban kebangkrutan yang ditanggung perusahaan, karena utang akan meningkatkan risiko gagalnya perusahaan untuk memperoleh pendapatan.

Sebagai akibat dari konflik *agency cost* yang terjadi antara *agen* dan *principal* dapat menyebabkan kinerja perusahaan menurun dan pada akhirnya perusahaan tidak mampu untuk melunasi angsuran pinjaman karena biaya bunga yang lebih besar daripada penghematan pajak. Namun kemungkinan terjadinya konflik keagenan yang dapat menyebabkan tidak tercapainya tujuan pemilik dapat diperkecil dengan cara-cara (Jensen and Meckling dalam Arifin: 2005:11) yaitu: 1) pengawasan yang dilakukan oleh pemilik (*monitoring*), 2) pengawasan manajemen atas dirinya (*bonding*) sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun kondisi tersebut juga dapat menciptakan biaya atas keduanya sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan. Sartono (2001:59) menarik kesimpulan bahwa meningkatkan kepemilikan oleh pihak manajemen (*Insider Ownership*) dapat memperkecil terjadinya *agency cost*.

Tabel 1
Proporsi Utang Terhadap Aset Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2007-2010

Dalam jutaan rupiah

No	Perusahaan	2007		2008		2009		2010	
		Nominal	(%)	Nominal	(%)	Nominal	(%)	Nominal	(%)
1	ADES	111.655	62	133.177	72	110.068	62	224.615	69
2	AKPI	850.900	55	859.150	52	756.476	48	608.947	47
3	ALMI	924.245	67	1.200.831	73	1.019.546	69	998.356	66
4	AMFG	459.324	26	495.792	25	443.085	22	529.732	35

Sumber : ICMD (data diolah)

Tabel 1 di atas, menunjukkan penggunaan utang pada setiap

Hal tersebut dikarenakan jika porsi kepemilikan manajerial tinggi maka manajemen cenderung hati-hati dalam

mengambil keputusan mengenai penggunaan utang.

Shuetrim *et al.* (1993) dalam Tirsono (2008) menemukan bahwa meningkatnya tarif beban pajak berkorelasi positif dengan penggunaan utang perusahaan. Hal tersebut dikarenakan biaya bunga yang ditimbulkan oleh penggunaan utang

daripada laba dari penjualan saham. Data berikut membuktikan fakta bahwa tidak semua perusahaan manufaktur yang membagikan dividen tunai secara berturut-turut mulai dari tahun 2007-2010.

Persaingan yang ketat dapat mengakibatkan perusahaan gagal dalam melaksanakan proyeknya.

Tabel 2
Tingkat Pembayaran Dividen Tunai oleh Perusahaan Manufaktur
Yang Terdaftar di BEI Tahun 2007-2010
(per lembar saham)

No	Kode Perusahaan	2007	2008	2009	2010
1	ADES	-	-	-	-
2	AKPI	-	Rp. 40,00	-	-
3	ALMI	Rp. 50,00	-	-	Rp. 70,00
4	AMFG	Rp. 80,00	-	Rp. 40,00	Rp. 80,00

sumber: ICMD (data diolah)

merupakan pengurang biaya pajak. Pengurangan tersebut akan sangat berpengaruh bagi perusahaan yang mendapat tarif beban pajak yang besar, karena tarif pajak penghasilan (*tax shield*) yang diterapkan didasarkan atas laba perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan (*firm size*) akan semakin besar laba perusahaan. Semakin besar laba perusahaan, maka akan semakin tinggi beban pajak yang dialami (Tarjo, 2005:102).

Kepercayaan masyarakat tidak hanya bergantung pada variabel utang suatu perusahaan. Secara umum tujuan investor menginvestasikan modalnya dalam suatu perusahaan adalah untuk mendapatkan keuntungan. Keuntungan yang didapatkan dapat berupa *dividen* atau *keuntungan atas penjualan saham*. Tingkat dividen yang dibagikan merupakan bentuk dari prestasi yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin tinggi dividen yang dibagikan, maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Januar dalam Triwiyatmoko (2004) menyatakan, bahwa kebijakan-kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya, karena pengumuman dividen cenderung mengurangi ketidakpastian. Investor yang tidak menyukai risiko akan memilih untuk memaksimalkan perolehan dividen

Kegagalan tersebut dapat mengakibatkan turunnya kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan sangat menentukan besaran jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Pihak pemegang saham sangat berharap agar manajemen mampu meningkatkan *profitabilitas* perusahaan. Dengan meningkatnya *profitabilitas* perusahaan, maka akan meningkatkan kemungkinan pembayaran dividen pula. Hal tersebut telah terbukti bahwa secara parsial dan simultan *profitabilitas* berpengaruh secara statistik signifikan terhadap *Divident Pay out Ratio* (Hadiwijaja, 2007:67).

Meningkatnya *profitabilitas* memungkinkan posisi kas yang tinggi di suatu perusahaan. Apabila posisi kas suatu perusahaan semakin besar, maka akan meningkatkan likuiditas perusahaan secara keseluruhan. Dengan meningkatnya *likuiditas* suatu perusahaan, maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Sartono, 2001). Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan cenderung membayar dividen kepada pemegang saham dalam bentuk tunai. Faktor likuiditas memperkuat pengaruh *Profitabilitas* terhadap nilai perusahaan (Michell Suharli, 2004).

Semakin tinggi likuiditas suatu perusahaan menunjukkan tingginya

posisi kas suatu perusahaan. Hal tersebut dapat menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan manajemen (*agency theory*). Pemegang saham menginginkan agar kas yang diperoleh perusahaan untuk dibayarkan dalam bentuk dividen sementara manajemen menginginkan agar dana tersebut digunakan untuk *expansion* dengan tujuan agar insentif baginya dapat meningkat. Ekspansi usaha yang dilakukan menunjukkan tingkat pertumbuhan (*Growth*) perusahaan. Semakin cepat tingkat pertumbuhan (*Growth*) suatu perusahaan maka, semakin besar kebutuhan dana di waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya.

Berdasarkan *fenomena* yang terjadi di atas, maka penulis merasa perlu untuk mengkaji lebih lanjut mengenai "faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat utang dan dividen tunai serta dampaknya terhadap nilai perusahaan". Penelitian ini merupakan replikasi *extended* dari penelitian yang dilakukan oleh Euis dan Taswan pada tahun 2003 yang lalu. Pada penelitian ini menambahkan beberapa variabel yang tidak diteliti dalam penelitian oleh Euis dan Taswan pada penelitian sebelumnya.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, beban pajak, profitabilitas, likuiditas* dan *pertumbuhan* baik secara parsial maupun secara simultan berpengaruh terhadap tingkat *utang* perusahaan?
2. Apakah *profitabilitas, likuiditas* dan *pertumbuhan* dan *utang* baik secara parsial maupun secara simultan berpengaruh terhadap *dividen* tunai perusahaan?
3. Apakah tingkat *utang* dan *dividentunai* baik secara parsial maupun simultan berpengaruh terhadap *nilai perusahaan*?

Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui pengaruh *kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, beban pajak, profitabilitas, likuiditas* dan *pertumbuhan* terhadap tingkat *utang*

perusahaan pada tahun 2008 hingga 2011.

2. Untuk mengetahui pengaruh *profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan* dan *utang* terhadap *dividen* tunai perusahaan pada tahun 2008 hingga 2011.
3. Untuk mengetahui pengaruh tingkat *utang* dan *dividentunai* terhadap *nilai perusahaan* pada tahun 2008 hingga 2011.

Dengan adanya penelitian ini, maka diharapkan dapat memberikan manfaat, antara lain:

1. Dapat digunakan sebagai referensi dalam mengembangkan pengetahuan dibidang akuntansi tentang pengaruh akuntansi utang dan dividen terhadap nilai perusahaan.
2. Dapat digunakan sebagai referensi dalam menganalisis suatu fenomena yang berkaitan guna membuat keputusan yang tepat dan akurat dalam melakukan investasi.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Utang

Utang adalah pengorbanan manfaat ekonomik masa datang yang cukup pasti yang timbul dari keharusan sekarang suatu kesatuan usaha untuk mentransfer asset atau menyediakan/menyerahkan jasa kepada kesatuan lain dimasa datang sebagai akibat transaksi kejadian dalam masa lalu (FASB No. 06). Utang yang digunakan oleh perusahaan sebagai akibat dari kegiatan dimasa lampau yang mengakibatkan sejumlah kewajiban dimasa yang akan datang.

Agency Theory

Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan. Ketika berhutang, perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer harus bekerja keras untuk memenuhi kewajiban tersebut dengan cara meningkatkan laba. Namun, sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan (Crutchley dan Hansen:

1989). Manajemen cenderung meningkatkan pendanaan operasi perusahaan dengan utang dengan alasan untuk mengurangi konflik keagenan.

Balance/Trade off Theory

Teori ini menjelaskan bahwa keputusan perusahaan yang berhubungan dengan pendanaan didasarkan atas struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal tersebut dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak dan penggunaan utang terhadap kos kebangkrutan (Fama dan Frech: 2000). Hal tersebut mengakibatkan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun pada tingkat tertentu utang dapat berakibat fatal terhadap nilai perusahaan.

The pecking Order Theory

Myers (1984) seperti yang dikutip oleh Euis dan Taswan (2002) memperkenalkan teorinya yaitu *pecking order theory* yang menekankan pada *asymmetric information*, yang apabila harga saham di pasar modal terlalu mahal (*over value*) maka perusahaan harus menolak menerbitkan saham baru. Sebab harga saham tersebut akan turun sebagai proses koreksi/penilaian. Teori ini menjelaskan bahwa pendanaan operasi perusahaan akan dilakukan mulai dari yang paling aman sampai yang paling beresiko dengan urutan pendanaan internal (laba ditahan dan depresiasi) kemudian baru pendanaan eksternal (utang dan saham). Pendanaan dengan melalui utang apabila perusahaan tidak mungkin mendanai aktivitas operasinya dari pendanaan internal. Hal tersebut dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi, kos transaksi, dan kos emisi sehingga mendorong perilaku *pecking order*. Dengan demikian penggunaan utang menurut teori ini dipandang akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena sangat beresiko.

Menurut Riyanto (1995) dalam Mulianti (2010) Utang dapat diklasifikasikan menjadi tiga jenis, yaitu: 1) hutang jangka pendek (*short-term*), jenis ini merupakan utang yang jangka waktu penyelesaiannya kurang dari satu tahun. 2) hutang jangka menengah (*intermediate-term*), jenis

ini merupakan hutang yang jangka waktu penyelesaiannya lebih dari satu tahun namun tidak sampai sepuluh tahun. 3) hutang jangka panjang (*long-term*), jenis ini merupakan hutang yang jangka waktu pelunasannya di atas sepuluh tahun. Namun pada kenyataannya jarang perusahaan yang menggunakan utang jenis *intermediate-term*. Dengan menjumlahkan seluruh jenis utang maka akan diperoleh total tingkat utang suatu perusahaan.

Dividen Tunai

Pada umumnya alasan investor menanamkan modalnya disuatu perusahaan adalah untuk mendapatkan *Dividen* dan *Keuntungan atas penjualan saham*. *Keuntungan atas penjualan saham* adalah perolehan atas kelebihan harga jual dengan harga beli saham yang dimiliki sedangkan *Dividen* merupakan pendapatan bagi pemegang saham sebagai bagian laba atas penyertaan modal sahamnya di perusahaan. Robert Ang (1997) mengungkapkan bahwa dividen tunai adalah dividen yang dibayarkan berupa uang tunai. Dan dividen saham merupakan dividen yang dibayarkan berupa saham.

Dividen yang dibagikan kepada pemegang saham menurut Kieso dan Weygant (1995) dapat berbentuk: *Cash dividend*, *Stock dividend*, *Script dividend*, dan *Property dividend*.

Nilai Perusahaan

Menurut Suad Husnan (2000:7) dalam Rustendi (2008) mengartikan nilai perusahaan sebagai suatu harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Selanjutnya bahwa perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan. *Price book value (PBV)* dapat digunakan untuk memproxikan nilai perusahaan (Ahmed dan Nanda, 2000 dalam Mulianti, 2011). Suatu perusahaan dengan *Present Book Value* yang tinggi mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, dimanakemakmuran bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan (Weston dan Brigham, 2000 dalam Mulianti, 2011). Selain itu juga dapat digunakan Tobin's Q untuk

mengukur nilai perusahaan. Rasio Q adalah rasio pasar terhadap nilai buku yang dihitung dari rasio harga pasar ekuitas perusahaan ditambah hutang dibagi dengan nilai aset perusahaan. Dalam penelitian ini digunakan rasio *PBV* untuk mengukur nilai perusahaan yang dapat diketahui secara langsung pada data laporan yang diterbitkan oleh *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Pengembangan Hipotesis dan Rerangka Pemikiran Pengaruh Kepemilikan Manajerial (*Insider Ownership*) terhadap Tingkat Utang

Wahidahwati (2002:5) dalam Rustendi (2008:414) mengungkapkan bahwa Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Sri dan Dwi (2009) mengungkapkan bahwa *Insider ownership* merupakan persentase saham yang dimiliki oleh *insider*, seperti manajer atau direktur. Kebijakan yang sangat penting untuk dipertimbangkan yakni mengenai keputusan tentang pendanaan perusahaan apakah menggunakan dana dari laba atau dari luar perusahaan (menerbitkan saham atau utang). Meningkatkan kepemilikan manajerial dapat mengakibatkan pengambilan keputusan dirasakan secara langsung akibatnya oleh manajer. Oleh karena itu jika prosentase kepemilikan manajerial tinggi keputusan yang diambil cenderung lebih berhati-hati (Agus Sartono: 2001). Hal tersebut dikarenakan risiko gagalnya perusahaan akan semakin tinggi jika penghematan pajak dari penggunaan utang lebih rendah daripada timbulnya *agency cost*. Sehingga memungkinkan semakin tingginya kepemilikan manajerial atas saham perusahaan akan menurunkan tingkat Utang perusahaan.

H1: Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap tingkat Utang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) terhadap Tingkat Utang

Keputusan yang diambil oleh pihak manajemen mengenai utang sangat menentukan. Apalagi biasanya perusahaan-perusahaan besar

cenderung memiliki tingkat utang yang tinggi pula (Mason dan Merton: 1985, Kester: 1986, Kole: 1991 dalam Tarjo: 2005). Perusahaan-perusahaan besar lebih dipercaya oleh investor dalam menghimpun dana dari investor dalam bentuk utang. Jika keputusan yang diambil salah maka akan mengakibatkan bangkrutnya perusahaan. Sehingga semakin besar Ukuran Perusahaan (*Company Size*) akan semakin besar tingkat Utang perusahaan.

H2: Firm Size berpengaruh positif terhadap Tingkat Utang.

Pengaruh Beban Pajak (*Tax*) terhadap Tingkat Utang

Semakin besar perusahaan, laba yang dihasilkan juga akan semakin besar. Semakin besar laba yang dihasilkan perusahaan maka beban pajak yang dialami juga akan semakin besar tergantung pada besaran tarif pajak yang ditentukan. Shuetrim *et al.* (1993) dalam Tirsono (2008) menemukan bahwa meningkatnya tarif beban pajak berkorelasi positif dengan penggunaan utang perusahaan. Hal tersebut dikarenakan biaya bunga yang ditimbulkan oleh penggunaan utang merupakan pengurang biaya pajak. Pengurangan tersebut akan sangat berpengaruh bagi perusahaan yang mendapat tarif beban pajak yang besar, karena tarif pajak penghasilan (*tax shield*) yang diterapkan didasarkan atas laba perusahaan.

H3: Beban Pajak berpengaruh positif terhadap Tingkat Utang.

Pengaruh Profitabilitas (*Profitability*) terhadap Tingkat Utang

Tingginya kemampuan perusahaan menghasilkan laba akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Profitabilitas perusahaan menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama satu periode yang dihitung menggunakan rasio laba operasi dengan penjualan dari data dalam laporan laba rugi akhir periode. Menurut Brigham dan Houston (2001:133) perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil karena semakin besar laba perusahaan maka perusahaan akan

lebih suka menggunakan dana dari laba yang dihasilkan daripada menggunakan utang.

H4: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Tingkat Utang.

Pengaruh Likuiditas (Liquidity) terhadap Tingkat Utang

Informasi tentang likuiditas perusahaan memberikan manfaat kepada berbagai pihak yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan. Pihak yang berkepentingan tersebut adalah pemilik dan manajemen untuk melakukan penilaian kemampuan sendiri. Sedangkan pihak luar yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan yaitu kreditor dan supplier. Bagi kreditor informasi tentang likuiditas perusahaan merupakan sebuah sinyal positif untuk memberikan pinjaman selanjutnya setelah sebelumnya pernah memberikan pinjaman (Kasmir: 2008). Jadi semakin likuid suatu perusahaan maka perusahaan akan semakin mudah untuk melakukan utang.

H5: Likuiditas berpengaruh positif terhadap Tingkat Utang.

Pengaruh Pertumbuhan (Growth) terhadap tingkat Utang

Pertumbuhan penjualan dapat meningkatkan kemampuan *me-laba* perusahaan. Pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi dibandingkan dengan kenaikan biaya akan mengakibatkan kenaikan laba perusahaan (Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih:2011). Bertumbuhnya perusahaan dapat membuat perusahaan melakukan *expansion* seluas-luasnya. Proses *expansion* tersebut dapat membuat perusahaan kekurangan dana karena dana yang dibutuhkan sangat besar. Perusahaan besar yang memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan utang dalam mendanai proyek-proyeknya. Hal tersebut dilakukan agar masyarakat percaya bahwa prospek perusahaan sangat bagus sehingga berani melakukan pendanaan melalui utang. Jadi semakin tinggi tingkat bertumbuh suatu perusahaan akan semakin meningkatkan penggunaan utang oleh perusahaan.

H6: Growth berpengaruh positif terhadap Tingkat Utang.

H7: Kepemilikan manajerial, Company size, Beban

pajak, Profitabilitas, Likuiditas dan Growth berpengaruh terhadap Tingkat Utang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Dividen Tunai

Seperti yang dikemukakan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) bahwa Profitabilitas perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama satu periode. Perhitungan dividen yang didasarkan atas jumlah laba yang dihasilkan perusahaan yang dalam hal ini *diproxykan* oleh profitabilitas tentu akan sangat mempengaruhi jumlah besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Hadiwijaja (2007) membuktikan bahwa secara simultan profitabilitas berpengaruh secara statistik signifikan terhadap *Divident Payout Ratio*. Secara parsialpun berpengaruh secara statistik signifikan terhadap *Divident Payout Ratio* bahkan variabel *profitabilitas* adalah faktor yang sangat dominan. Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula tingkat pembagian dividen.

H8: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Dividen tunai.

Pengaruh Likuiditas terhadap Dividen Tunai

Meningkatnya profitabilitas perusahaan dapat mengakibatkan posisi kas yang besar dalam suatu perusahaan. Hal tersebut akan berkorelasi positif dengan tingkat likuiditas suatu perusahaan yang dihitung dengan membandingkan antara total aktiva lancar dengan total utang lancar. Jadi semakin besar posisi kas akan meningkatkan total aset lancar perusahaan, dan selanjutnya akan meningkatkan rasio likuiditas. Hal tersebut sejalan dengan yang dikemukakan oleh Sartono (2001) bahwa meningkatnya *likuiditas* suatu perusahaan maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan cenderung membayar dividen kepada pemegang saham dalam bentuk tunai. Faktor likuiditas memperkuat pengaruh Profitabilitas terhadap nilai perusahaan (Michell Suharli, 2004).

H9: Likuiditas berpengaruh positif terhadap Dividen tunai.

Pengaruh Pertumbuhan terhadap Dividen Tunai

Tingginya posisi kas suatu perusahaan dapat menimbulkan kos keagenan. Manajemen menginginkan agar perusahaan menggunakan kas tersebut untuk melakukan *ekspansi* disisi lain pemegang saham menginginkannya untuk dibagikan sebagai dividen. Hal tersebut tidak akan terjadi jika perusahaan mengalami pertumbuhan yang mapan, karena kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana *ekstern* lainnya, maka keadaanya adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi (Riyanto: 2001).

H10: Pertumbuhan berpengaruh positif terhadap Dividen tunai.

Pengaruh Tingkat Utang terhadap Dividen Tunai

Penggunaan utang yang tinggi menyebabkan perusahaan menanggung biaya bunga yang tinggi pula. Namun Tarjo (2009) berpendapat bahwa dengan biaya bunga yang dibayarkan perusahaan dapat menghindari pembayaran pajak yang tinggi sehingga meningkatkan laba perusahaan karena biaya bunga merupakan biaya pengurang pajak (*tax deductible*). Hal tersebut berbeda jika hubungannya dengan tingkat pembayaran dividen. Jensen *et al.* (1992) sebagaimana dikutip oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) dan Dewi (2008) mengungkapkan bahwa kebijakan utang yang dilakukan suatu perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen sebab hutang menyebabkan perusahaan harus mencadangkan sebagian besar keuntungan (laba) yang diperoleh untuk melunasi hutang tersebut daripada dialokasikan kepada pembayaran dividen. Senada dengan temuan Ismiyanti dan Hanafi (2003) dalam Dewi (2008) bahwa penggunaan utang akan menurunkan *agency cost* sehingga pemilik tidak terlalu menuntut atas pembayaran dividen.

H11: Tingkat Utang berpengaruh negatif terhadap Dividen tunai.

H12: Profitabilitas, Likuiditas dan Growth dan Utang berpengaruh terhadap Dividen tunai.

Pengaruh Tingkat Utang terhadap Nilai Perusahaan

Pendapat Modigliani and Miller pada tahun 1963 dalam Euis dan Taswan (2003), bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Namun berdasarkan *Trade off/balance Theory* dijelaskan bahwa keputusan perusahaan yang berhubungan dengan pendanaan didasarkan atas struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal tersebut dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak dan penggunaan utang terhadap kos kebangkrutan Fama dan Frech (2000). Hal tersebut mengindikasikan pada komposisi tertentu utang dapat meningkatkan nilai perusahaan namun disisi lain dapat menurunkan nilai perusahaan.

Disamping hal diatas penggunaan utang dapat menekan terjadinya *agency cost* antara manajemen dengan pemegang saham. Menurut prediksi *Pecking Order Theory* yang diteliti oleh Myers and Majluf (1984) dalam Mas'ud (2008) perusahaan akan lebih suka mendanai investasinya dari utang daripada melalui penerbitan saham. Hal tersebut dikarenakan penggunaan utang menimbulkan biaya yang lebih kecil dari pada biaya *emisi* dari penerbitan saham. Dengan demikian kontrol atas perusahaan yang dilakukan oleh manajemen lebih mudah sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

H13: Utang berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh Dividen tunai terhadap Nilai perusahaan

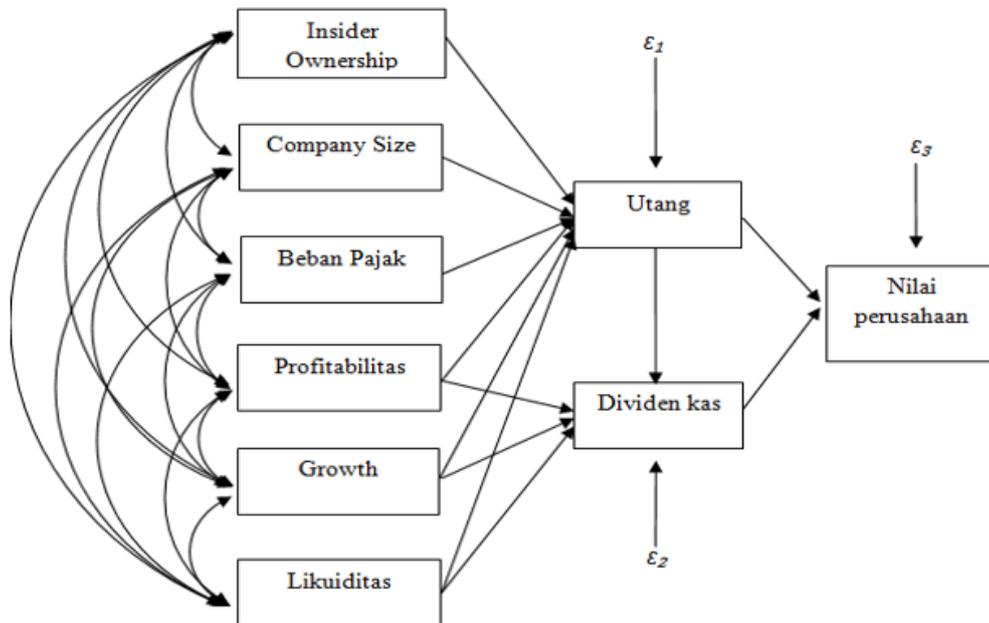
Meningkatnya nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh seberapa besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Januar dalam Triwiyatmoko (2004) menyatakan

bahwa kebijakan-kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya, karena pengumuman dividen cenderung mengurangi ketidakpastian. Dividen merupakan tujuan utama investor menanamkan dananya dengan membeli saham selain keuntungan atas penjualan saham. Dengan demikian semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan semakin meningkatkan harga saham itu sendiri.

H14: Dividen tunai berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

H15: Utang dan Dividen tunai berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Secara ringkas serta agar memudahkan dalam memahami model dari penelitian ini berikut disajikan bagan rerangka pemikiran yang akan dibahas dan diuji berdasarkan data dan fakta yang terjadi yaitu:



Gambar 1. Rerangka Pemikiran Penelitian

METODOLOGI PENELITIAN Pendekatan, Jenis Data dan Sumber Data Penelitian

Desain penelitian yang digunakan adalah kuantitatif *explanatory*, sedangkan jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008 sampai dengan tahun 2011. Data yang digunakan menggunakan data *panel*. Data panel merupakan gabungan antara data *cross section* dengan data *time series*. Data tersebut berupa *annual report* diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange (Bursa Efek Indonesia)* di www.idx.co.id dan data informasi keuangan perusahaan yang tersedia di *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* untuk periode tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.

Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2011 yang berjumlah 131. Sampel penelitian diambil dari populasi dengan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi sebagai berikut:

1. Perusahaan sampel merupakan perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia

dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.

2. Perusahaan sampel adalah perusahaan yang menyajikan laporan keuangan berturut-turut selama periode tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.

3. Perusahaan sampel pernah membagikan dividen tunai dan memiliki proporsi utang selama tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.
4. Perusahaan sampel adalah perusahaan dengan kondisi mengalami keuntungan/laba selama tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.

Berdasarkan kriteria dalam pengambilan sampel di atas, maka diperoleh sampel penelitian sejumlah 58 perusahaan.

Metode Pengumpulan Data

Pada penelitian ini, pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi. Pengumpulan laporan keuangan sampel yang terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) Indonesia Stock Exchange (Bursa Efek Indonesia)* mulai tahun 2008 sampai dengan 2011.

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Definisi operasional dengan pengukuran variabel dalam penelitian ini disajikan dalam table berikut yaitu:

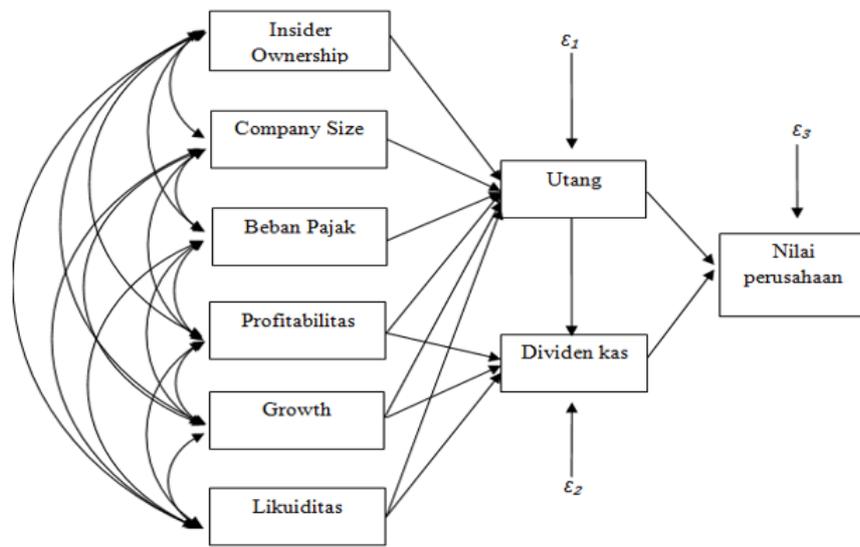
Teknik Analisis Data

Analisis data dilakukan dengan menggunakan teknik analisis jalur dengan bantuan aplikasi komputer berupa LISREL (*Liniare Structural Relationship*). Model dalam penelitian ini adalah digambarkan pada Gambar 2:

Berdasarkan diagram alur yang dibangun dari model teoritis di atas maka dalam penelitian ini didapatkan persamaan struktural (structural equation) sebagai berikut:

Tabel 3. Definisi Operasional dan pengukuran Variabel

Jenis Variabel	Keterangan	Simbol	Pengukuran
Manifest	Kepemilikan Manajerial	KPM	<i>Perusahaan dengan KPM = 1 Perusahaan yang tidak = 0</i>
	<i>Company Size</i>	CSZ	<i>Ln Total Assets</i>
	Beban Pajak	PJK	$\frac{\text{Beban Pajak Tahun Lalu (t-1)}}{\text{Laba Sebelum Pajak}}$
	Profitabilitas	PRF	$\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$
	<i>Growth</i>	GRW	$\frac{\text{Sales}_j - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$
	Likuiditas	LKD	$\frac{\text{Cash} + \text{Marketable Securities}}{\text{Total Aset}}$
	Utang	UTG	$\frac{\text{Total utang}}{\text{Total aset}}$
	Dividen Tunai	DIV	<i>Ln Jumlah Dividen yang dibagikan</i>
	Nilai Perusahaan	NLI	<i>PBV</i>



Gambar 1. Rerangka Pemikiran Penelitian

$$UTG1 = \rho_{1.1}KPM + \rho_{1.2}CSZ + \rho_{1.3}PJK + \rho_{1.4}PRF + \rho_{1.5}GRW + \rho_{1.6}LKD$$

$$DIV2 = \rho_{2.1}PRF + \rho_{2.2}GRW + \rho_{2.3}LKD + \rho_{2.4}UTG$$

$$NLI3 = \lambda_{3.1}UTG + \lambda_{3.2}DIV$$

Keterangan:

- P = Koefisien jalur variabel eksogen terhadap endogen
- λ = Koefisien jalur variabel endogen terhadap variabel endogen
- KPM = Kepemilikan Manajerial (Insider Ownership)
- CSZ = Ukuran Perusahaan (Company Size)
- PJK = Beban Pajak (Tax)
- PRF = Profitabilitas (Profitability)
- GRW = Pertumbuhan (Growth)
- LKD = Likuiditas (Liquidity)
- UTG = Utang (Debt)
- DIV = Dividen Tunai (Cash Dividend)
- NLI = Nilai Perusahaan (Firm Value)

Analisis deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan atau memberi gambaran terhadap obyek yang diteliti melalui data sampel atau populasi sebagaimana adanya, tanpa melakukan analisis dan membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum (Sugiyono, 2007:29).

Dalam penelitian ini untuk menentukan tingkat kesesuaian antara model teoritis yang dibangun dengan

cut of value berdasarkan dari berbagai kriteria goodness of fit sesuai dengan tabel berikut, yaitu (Ferdinand: 2006):

Tabel 4

Indeks kelayakan suatu model

Goodness of fit index	Nilai cut-off
Chi square (X^2)	Semakin kecil semakin baik
GFI(goodness of fit)	$\geq 0,90$
AGFI(adjusted)	$\geq 0,90$
RMR(root mean square)	$\leq 1,00$
NFI(normed fit index)	$\geq 0,90$
CFI(comparative fit)	$\geq 0,94$

Pengujian Hipotesis

Uji parsial (t-test) dilakukan untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel-variabel independen (eksogen) terhadap variabel terikat (endogen). Dalam penelitian ini pengujian t-test dilakukan dengan cara melihat diagram t-values dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Jika nilai koefisien pada diagram jalur berwarna merah, menunjukkan bahwa nilai t hitung < t tabel, maka H0 diterima.
- b. Jika nilai koefisien pada diagram jalur berwarna hitam, menunjukkan bahwa nilai t hitung > t tabel, maka Ha diterima.

dat
a
em
piri
s
dap
at
dite
ntu
kan
den
gan
mel
ihat
ind
eks
kes
esu
aia
n
dan

Pengujian secara bersama-sama, yaitu uji F dilakukan dengan cara membandingkan nilai F hitung dengan F tabel. Besarnya nilai F dihit

Berdasarkan jumlah sampel data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) sejak tahun 2008

Tabel 5
Statistik deskriptif

Descriptive Statistics						
Variabel	N	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation
KPM	92	0	1	8	0.086957	0.283315
CSZ	92	4.79	8.19	589.53	6.407935	0.76487
PJK	92	0.0226	2.8381	27.4887	0.29879	0.326542
PRF	92	0.65	56.92	1876.53	20.39707	13.98777
GRW	92	-29.01	53.19	1323.82	14.38935	14.81037
LKD	92	0.96	50.77	1589.39	17.27598	12.86091
UTG	92	0.0943	0.894	34.1103	0.370764	0.176914
DIV	92	0.161368	4.208173	200.5376	2.179756	0.848267
NLI	92	0.22	167.56	637.69	6.931413	22.28346
Valid N (listwise)	92					

F =
Den
gan
: i =
1,2,
3 ; j
=
1,2,
3,4,
5,6

hing
ga
tahu
n
201
1
dipe
role
h
data
stati
stik
men
gena
i
vari
abel
kepe
milik
an
man
ajeri

$p_{embilang} = k ; df_{penyebut} = n - k - 1$
Kriteria pengujian untuk pengujian secara simultan yaitu:

- a. Jika $F_{hitung} \leq F_{tabel}$: H0 diterima atau Ha ditolak
- b. Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$: Ha diterima atau H0 ditolak

al (KPM) ukuran perusahaan (CSZ), beban pajak (PJK), profitabilitas (PRF), pertumbuhan perusahaan (GRW) dan likuiditas (LKD) dari sampel sebanyak 58 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Data statistik tersebut seperti disajikan pada tabel 5:

Tabel 6
Goodness of fit index

Indikator kesesuaian	Kriteria	Hasil penelitian	Keterangan
Chi square (X ²)	Semakin kecil semakin baik	42,30	Kurang baik
GFI	≥ 0,90	0,91	Baik
AGFI	≥ 0,90	0,53	Kurang baik
RMR	≤ 0,05	0,067	Kurang baik
NFI	≥ 0,90	0,83	Kurang baik
CFI	≥ 0,94	0,83	Kurang baik
RMSEA	≤ 0,08	0,21	Kurang baik

Dal
am
pen
eliti
an
ini
jug
a
me
mp
erh
atik
an
nilai
R²
yan
g
mer
upa

An
alis
is
jal
ur
Uji
mo
del
(go
odn
ess
of
fit)

kan besaran kontribusi pengaruh secara keseluruhan dari variabel independen terhadap variabel dependen.

ini pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah model yang dibangun telah didukung oleh data atau tidak dengan memperhatikan beberapa kriteria *goodness of fit*. Dalam penelitian ini tingkat kesesuaian model yang dibangun dapat dilihat pada tabel 6.

HASIL DAN PEMBAHASAN
Analisis deskriptif

ada
tah
ap

Berdasarkan kriteria *Goodness of fit indeces* model yang dibangun di atas, maka dapat dikatakan telah didukung oleh data sampel. Namun menurut kriteria yang lain, yaitu: kriteria *Chi square (X²)* yang membandingkan antara nilai *covariance/korelasi* yang diestimasi dengan *covariance/korelasi* sampel apakah sama atau tidak, maka berdasarkan tabel dapat diketahui bahwa model yang dibangun dalam penelitian ini tidak sesuai dengan data sampel. Sertamenurut kriteria *goodness of fit* yang lain menunjukkan hal yang sama bahwa model yang dibangun tidak didukung oleh data sampel.

Interpretasi model

Nilai koefisien jalur dan besarnya pengaruh yang diakibatkan serta tingkat signifikansi pengaruh dari setiap variabel akan dapat diketahui dengan cara melihat *output* diagram jalur yang telah tersedia. Gambar berikut dapat menjelaskan nilai koefisien jalur dari masing-masing variabel berdasarkan estimasi

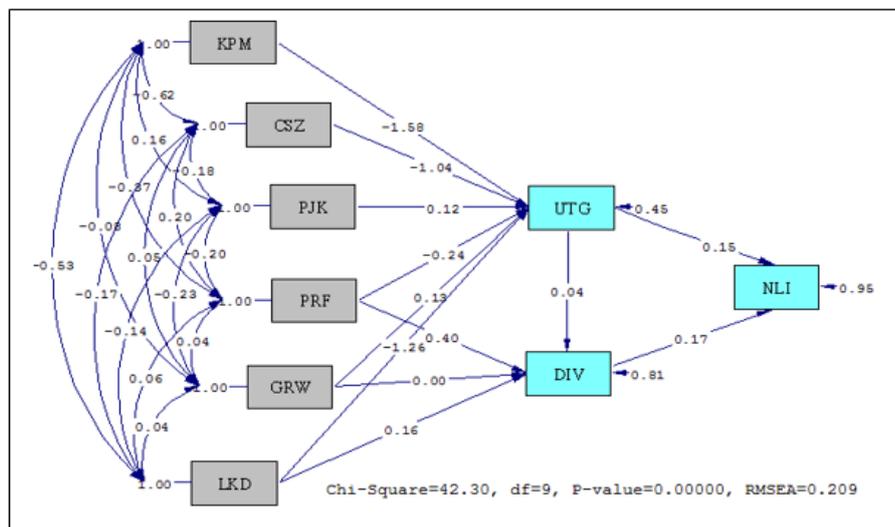
$$UTG1 = \rho_{1.1}KPM + \rho_{1.2}CSZ + \rho_{1.3}PJK + \rho_{1.4}PRF + \rho_{1.5}GRW + \rho_{1.6}LKD$$

$$UTG1 = - 1,58 KPM - 1,04 CSZ + 0,12 PJK - 0,24 PRF + 0,13 GRW - 1,26 LKD \quad R^2=0,55$$

Berdasarkan persamaan tersebut dapat diketahui bahwa pengaruh secara langsung tingkat kepemilikan manjerial (KPM) terhadap tingkat utang (UTG) yaitu sebesar -1,58 dan pengaruh total bernilai sama. Pengaruh ukuran perusahaan (CSZ) terhadap utang adalah sebesar -1,04. Pengaruh tersebut secara langsung sebesar -1,04. Pengaruh total bernilai sama. Pengaruh beban pajak (PJK) terhadap utang adalah sebesar 0,12. Pengaruh total bernilai sama. Profitabilitas (PRF) berpengaruh secara langsung terhadap utang sebesar -0,24. Pengaruh total bernilai sama. Variabel pertumbuhan (GRW) berpengaruh secara langsung terhadap tingkat utang yaitu sebesar 0,13. Pengaruh total bernilai sama. Sementara itu variabel likuiditas (LKD) berpengaruh terhadap utang yaitu sebesar -1,26. Pengaruh total bernilai sama.

Gambar 3

Diagram jalur (koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung)



maximum likelihood (standardized correlation matrix).

Persamaan struktural 1

Persamaan struktural 2

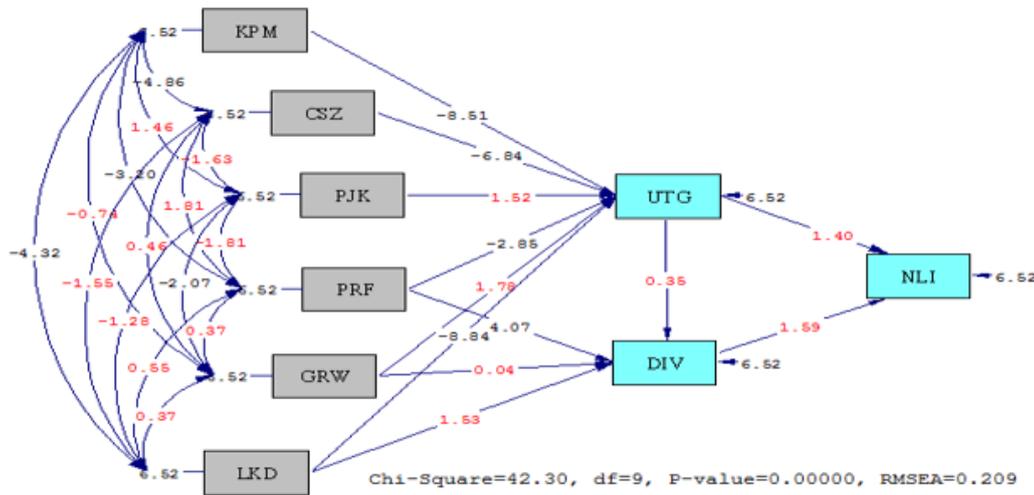
$$DIV2 = \rho_{2.1}PRF + \rho_{2.2}GRW + \rho_{2.3}LKD + \rho_{2.4}UTG$$

$$DIV2 = 0,0036 UTG + 0,40 PRF + 0,0035 GRW + 0,16 LKD \quad R^2=0,19$$

Berdasarkan persamaan di atas maka dapat diketahui bahwa variabel dividen (DIV) dipengaruhi secara langsung oleh variabel utang (UTG) sebesar 0,0036. Pengaruh total bernilai sama. Sedangkan variabel profitabilitas (PRF) secara langsung mempengaruhi variabel dividen sebesar 0,40 dan secara tidak langsung sebesar -0,0096

(0,04 x 0,17). Sehingga pengaruh total dari utang terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,1568 (0,15 + 0,0068). Selain itu nilai perusahaan juga dipengaruhi secara langsung oleh variabel dividen sebesar 0,17. Pengaruh total bernilai sama.

Gambar 4
Diagram jalur (dengan estimasi t-values)



(-0,24 x 0,04). Sehingga pengaruh total profitabilitas terhadap dividen melalui utang (UTG) sebesar -0,4096 (0,40 + (-0,0096)). Variabel dividen juga dipengaruhi secara langsung oleh variabel pertumbuhan (GRW) yaitu sebesar 0,0036 dan secara tidak langsung sebesar 0,0052. Sehingga pengaruh total variabel pertumbuhan terhadap dividen melalui utang (UTG) adalah sebesar 0,0088 (0,0036 + 0,0052). Selain itu variabel likuiditas (LKD) juga secara langsung mempengaruhi dividen yaitu sebesar 0,16 dan secara tidak langsung melalui utang (UTG) sebesar -0,0504 (-1,26 x 0,04). Sehingga diperoleh pengaruh total sebesar -0,2104.

Persamaan struktural 3

$$NLI_3 = \lambda_{3,1}UTG + \lambda_{3,2}DIV$$

$$NLI_3 = 0,15 UTG + 0,17 DIV$$

$$R^2=0,051$$

Dari persamaan di atas dapat diketahui bahwa nilai perusahaan (NLI) dipengaruhi secara langsung oleh variabel utang (UTG) sebesar 0,15 dan secara tidak langsung sebesar 0,0068

Uji Hipotesis

Hasil atas analisis jalur yang dilakukan terhadap sampel dapat dilihat dengan cara melihat diagram jalur (*path diagram*). Pengaruh langsung dari variabel independen terhadap variabel dependen dalam analisis jalur dapat dilihat dengan cara memperhatikan koefisien jalur dari setiap variabel dalam diagram jalur. Dalam program LISREL V 8.30 jika ingin melihat nilai koefisien jalur yang merupakan nilai pengaruh langsung dapat dilihat dengan cara mengubah estimasi diagram menjadi standardised.

Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel secara parsial dan tingkat signifikansi dari pengaruh tersebut. Untuk mengetahui pengaruh dan tingkat signifikansi dapat dilakukan dengan cara ketika berada pada jendela *path diagram* mengubah estimasi menjadi *t-values*.

Dalam diagram tingkat signifikasi dapat diketahui dengan cara melihat warna dari angka koefisien jalur tersebut. Jika nilai koefisien berwarna hitam maka nilai tersebut signifikan secara statistik pada level $\alpha=5\%$ dan jika berwarna merah maka nilai koefisien tersebut tidak signifikan secara statistik pada level $\alpha=5\%$.

Pengaruh kepemilikan manjerial (KPM) terhadap utang (UTG)

Berdasarkan gambar 4 pengaruh variabel pertumbuhan (GRW) terhadap utang (UTG) diketahui sebesar -8,51. Koefisien pengaruh kepemilikan manjerial terhadap utang dalam diagram berwarna hitam. Hal itu berarti nilai thitung lebih besar dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} > t_{tabel}$), maka dengan kata lain kepemilikan manjerial berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap tingkat utang.

Manajemen yang ikut memiliki aset perusahaan secara otomatis akan ikut menjaga perusahaan. Pihak manajemen dalam mengambil keputusan mengenai hutang juga akan sangat berhati-hati. Karena hutang adalah salah satu alternatif pendanaan yang risikonya lebih besar dari pada jenis pendanaan lainnya. Apabila penghematan pajak yang diperoleh lebih kecil dari pada beban yang harus ditanggung perusahaan pasti pihak manajemen akan mengetahuinya. Hal tersebut dikarenakan pihak manajemen memiliki semua informasi yang diperlukan untuk mengukur tingkat beban dan resiko yang dihadapi dengan melakukan utang. Manajemen cenderung berhati-hati dalam melakukan utang karena utang memiliki resiko kegagalan yang tinggi. Oleh karena itu, semakin besar pihak manajemen ikut memiliki perusahaan, maka akan menurunkan tingkat utang perusahaan karena utang beresiko tinggi bagi perusahaan.

Pengaruh ukuran perusahaan (CSZ) terhadap utang (UTG)

Berdasarkan gambar 4 diketahui bahwa pengaruh variabel ukuran perusahaan (CSZ) berpengaruh negatif terhadap tingkat utang perusahaan yaitu sebesar -6,84. Koefisien pengaruh ukuran perusahaan terhadap utang dalam diagram berwarna hitam.

Hal itu berarti nilai thitung lebih besar dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} > t_{tabel}$), maka dengan kata lain ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap tingkat utang.

Hasil ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan, diantaranya oleh Mason dan Merton (1985), Kester (1986), Kole (1991) dalam Tarjo (2005) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat utang. Perbedaan hasil ini dapat diakibatkan oleh diantaranya adalah unit analisis dan waktu penelitian yang berbeda. Selain itu, budaya para pelaku bisnis yang ada di Indonesia merupakan pelaku bisnis yang kurang menyukai risiko. Sehingga penggunaan utang dianggap akan mengancam keberlangsungan (*going concern*) usahanya. Perusahaan yang besar cenderung memiliki sedikit pesaing, oleh karena itu besarnya perusahaan berkorelasi positif dengan tingkat profit yang diperoleh, sehingga perusahaan memiliki cadangan dana yang cukup dan tidak perlu lagi untuk menghimpun dana dari luar lagi yang dalam hal ini adalah utang. Dengan demikian, semakin besar ukuran perusahaan akan semakin kecil tingkat utangnya.

Pengaruh beban pajak (PJK) terhadap utang (UTG)

Berdasarkan gambar 4 diketahui bahwa beban pajak (PJK) berpengaruh negatif terhadap tingkat utang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yaitu sebesar -1,52. Koefisien pengaruh pajak (PJK) terhadap utang berwarna merah. Hal tersebut berarti bahwa nilai thitung lebih kecil dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} < t_{tabel}$) dengan kata lain beban pajak terhadap utang adalah tidak signifikan secara statistik pada level $\alpha = 5\%$.

Beban pajak yang ditanggung perusahaan merupakan kewajiban yang harus dipenuhi oleh perusahaan. Namun pajak yang terlalu tinggi akan membebani perusahaan terutama bagi perusahaan dalam skala kecil mikro dan menengah. Hal tersebut akan mendorong perusahaan untuk melakukan utang. Dengan utang perusahaan dapat memperoleh penghematan atas pembayaran bunga dari utang yang dilakukan karena bunga utang merupakan biaya

pengurang pajak. Namun apabila resiko yang ditanggung perusahaan lebih tinggi dari pada manfaat atas pengurangan pajak hal tersebut malah akan dapat merugikan perusahaan. Sehingga perusahaan harus berhati-hati dalam mempertimbangkan kebijakan utang. Kebijakan utang yang berlebihan akan dapat merugikan perusahaan. Itulah sebabnya pengaruh pajak dalam penelitian ini tidak signifikan secara statistik.

Pengaruh profitabilitas (PRF) terhadap utang (UTG)

Berdasarkan gambar diagram 4 diketahui bahwa profitabilitas (PRF) berpengaruh negatif terhadap tingkat utang (UTG) yaitu sebesar -2,85. Berdasarkan diagram, koefisien pengaruh profitabilitas (PRF) terhadap utang berwarna hitam. Hal tersebut berarti bahwa nilai thitung lebih besar dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} > t_{tabel}$) dengan kata lain pengaruh beban pajak terhadap utang adalah signifikan secara statistik pada level $\alpha = 5\%$.

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi akan memiliki cadangan dana yang besar sehingga akan lebih memilih pendanaan dari laba yang dihasilkan dari pada pendanaan melalui utang. Hal tersebut dikarenakan utang lebih beresiko dari pada pendanaan dari laba yang dihasilkan sendiri oleh perusahaan. Sehingga semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan akan menurunkan aktivitas pendanaan dari utang.

Pengaruh pertumbuhan (GRW) terhadap utang (UTG)

Berdasarkan gambar 4 diketahui bahwa pertumbuhan (GRW) berpengaruh positif terhadap tingkat utang (UTG) yaitu sebesar 1,78. Berdasarkan diagram koefisien pengaruh pertumbuhan (GRW) terhadap utang berwarna merah. Hal tersebut berarti bahwa nilai thitung lebih kecil dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} < t_{tabel}$). Sehingga pengaruh pertumbuhan terhadap utang adalah tidak signifikan secara statistik pada level $\alpha = 5\%$.

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan ditandai dengan jumlah penjualan yang meningkat. Selain itu juga dilihat dari tingkat perluasan usaha yang ada. Jika perusahaan

melakukan perluasan usaha, maka akan sangat membutuhkan dana tambahan untuk memperluas usaha tersebut. Sehingga perusahaan akan melakukan utang untuk mendanai perluasan usahanya. Perusahaan yang melakukan utang akan lebih dipercaya oleh investor, karena bagi investor utang sangat beresiko. Dengan demikian perusahaan lebih suka melakukan utang untuk mendanai proses perluasan usahanya.

Pengaruh likuiditas (LKD) terhadap utang (UTG)

Berdasarkan gambar 4 diketahui bahwa likuiditas (LKD) berpengaruh negatif terhadap tingkat utang (UTG) yaitu sebesar -8,84. Berdasarkan diagram koefisien pengaruh likuiditas (LKD) terhadap utang berwarna hitam. Hal tersebut berarti bahwa nilai thitung lebih besar dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} > t_{tabel}$). Sehingga pengaruh likuiditas terhadap utang adalah signifikan secara statistik pada level $\alpha = 5\%$.

Informasi tentang tingkat likuiditas suatu perusahaan merupakan informasi penting bagi kreditor apabila perusahaan ingin melakukan utang. Kreditor akan memberikan kesempatan yang lebar bagi perusahaan yang mempunyai likuiditas tinggi untuk melakukan utang. Namun dalam penelitian ini hasilnya menunjukkan, bahwa semakin tinggi tingkat likuiditas, maka utang akan semakin kecil. Hal ini disebabkan karena dengan tingginya likuiditas perusahaan, maka cadangan kas perusahaan juga tinggi sehingga pelaku bisnis yang tidak menyukai resiko dari utang akan memilih menggunakan kas perusahaan sebagai dana operasi perusahaan. Selain itu, informasi tentang likuiditas tidak menekan perusahaan harus melakukan utang. Hanya saja apabila perusahaan ingin melakukan pendanaan dari utang, maka perusahaan memiliki kesempatan yang besar. Dengan demikian likuiditas perusahaan mempengaruhi tingkat utang secara negatif.

Pengaruh profitabilitas (PRF) terhadap dividen (DIV)

Berdasarkan gambar 4 diketahui bahwa profitabilitas (PRF) berpengaruh positif terhadap tingkat dividen (DIV) yaitu sebesar 4,07. Berdasarkan diagram diketahui bahwa koefisien

pengaruh profitabilitas (PRF) terhadap dividen berwarna hitam. Hal tersebut berarti bahwa nilai thitung lebih besar dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} > t_{tabel}$). Sehingga pengaruh profitabilitas terhadap dividen adalah signifikan secara statistik pada level $\alpha = 5\%$. Besaran dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham biasanya didasarkan pada laba perusahaan. Perusahaan dengan profit yang tinggi akan membayar dividen yang tinggi pula. Dengan demikian semakin tinggi profitabilitas perusahaan semakin tinggi pula dividen yang dibagikan.

Pengaruh pertumbuhan (GRW) terhadap dividen

Berdasarkan gambar 4 diketahui bahwa pertumbuhan (GRW) berpengaruh positif terhadap tingkat dividen (DIV) yaitu sebesar 0,04. Berdasarkan diagram koefisien pengaruh pertumbuhan (GRW) terhadap dividen berwarna merah. Hal tersebut berarti bahwa nilai thitung lebih kecil dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} < t_{tabel}$). Sehingga pengaruh pertumbuhan terhadap utang adalah tidak signifikan secara statistik pada level $\alpha = 5\%$.

Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan meningkatkan kesempatan perusahaan untuk melakukan utang, sehingga memungkinkan perusahaan mendistribusikan labanya kedalam dividen. Namun dalam hal ini manajemen dapat merubah kebijakan secara tiba-tiba apakah akan mendistribusikan laba tersebut kepada pemegang saham atau menahan laba tersebut, dengan alasan akan digunakan untuk ekspansi perusahaan yang lebih luas lagi. Meskipun pemegang saham berwenang untuk menentukan kebijakan tersebut, pihak manajemen tetap memiliki kendali atas pendistribusian laba.

Pengaruh likuiditas (LKD) terhadap dividen (DIV)

Berdasarkan gambar diagram di atas diketahui bahwa likuiditas (LKD) berpengaruh positif terhadap dividen (DIV) yaitu sebesar 0,04. Berdasarkan diagram koefisien pengaruh likuiditas (LKD) terhadap dividen tunai berwarna hitam. Hal tersebut berarti bahwa nilai thitung lebih kecil dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} < t_{tabel}$). Sehingga

pengaruh likuiditas terhadap utang adalah tidak signifikan secara statistik pada level $\alpha = 5\%$.

Dividen yang dibagikan perusahaan didasarkan pada tingkat laba perusahaan. Jika perusahaan tidak mengalami laba, maka kas perusahaan akan semakin kecil dan menurunkan tingkat likuiditas. Tetapi jika tingkat likuiditas perusahaan tinggi, maka cadangan kas perusahaan yang tersedia pasti tinggi. Hal tersebut memungkinkan perusahaan untuk mendistribusikan dividen dalam jumlah yang tinggi. Namun apabila manajemen memiliki keinginan untuk menahan laba (untuk digunakan untuk memperluas usaha), maka tetap tidak akan berpengaruh terhadap dividen yang didistribusikan perusahaan. Dengan demikian tingkat likuiditas yang tinggi tidak selalu berdampak positif terhadap tingkat dividen yang dibayarkan.

Pengaruh utang (UTG) terhadap dividen (DIV)

Berdasarkan gambar 4 diketahui bahwa utang (UTG) berpengaruh positif terhadap dividen (DIV) yaitu sebesar 0,35. Berdasarkan diagram koefisien pengaruh utang (UTG) terhadap dividen tunai berwarna hitam. Hal tersebut berarti bahwa nilai thitung lebih kecil dari pada nilai ttabel ($t_{hitung} < t_{tabel}$). Sehingga pengaruh likuiditas terhadap utang adalah tidak signifikan secara statistik pada level $\alpha = 5\%$.

Keberadaan utang menimbulkan adanya pembayaran bunga atas utang. Akibatnya perusahaan harus mencadangkan sebagian labanya untuk membayar biaya bunga atas utang yang dilakukan sehingga pembayaran dividen menjadi kecil. Namun hal tersebut takkan terjadi apabila penggunaan utang dimaksimalkan untuk meningkatkan nilai perusahaan, sehingga kinerja perusahaan meningkat. Karena dengan adanya utang manajemen akan lebih giat untuk meningkatkan kinerjanya yang ditandai dengan meningkatnya laba. Jika laba meningkat maka dividen juga akan meningkat.

Pengujian secara simultan dilakukan untuk mengetahui pengaruh beberapa variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-

sama serta untuk mengukur tingkat signifikansinya.

Pengaruh kepemilikan manajerial (KPM), ukuran perusahaan (CSZ), pajak (PJK), profitabilitas (PRF), pertumbuhan (GRW), dan likuiditas (LKD) terhadap utang (UTG).

Hasil pengujian menunjukkan nilai Fhitung yaitu sebesar 17,315 sedangkan nilai Ftabel diketahui adalah sebesar 2,21 (Fhitung > Ftabel), sehingga dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial (KPM), ukuran perusahaan (CSZ), pajak (PJK), profitabilitas (PRF), pertumbuhan (GRW), dan likuiditas (LKD) secara simultan berpengaruh terhadap utang (UTG). Kontribusi variabel independen dalam mempengaruhi utang adalah sebesar 55% sedangkan sisanya yaitu 45% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dibahas dalam penelitian ini.

Kebijakan utang yang dilakukan oleh suatu perusahaan manufaktur di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dipengaruhi oleh beberapa faktor yang dapat memberikan manfaat bagi perusahaan, sehingga perusahaan mengalami peningkatan nilai. Dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemiliknya juga akan semakin meningkat.

Pengaruh profitabilitas (PRF), pertumbuhan (GRW), dan likuiditas (LKD) terhadap dividen (DIV).

Hasil pengujian menunjukkan nilai Fhitung yaitu sebesar 4,833 sedangkan nilai Ftabel diketahui adalah sebesar 2,71 (Fhitung > Ftabel). Oleh karena itu, dapat dinyatakan bahwa H0 ditolak dan Ha yang menyatakan bahwa profitabilitas (PRF), pertumbuhan (GRW), dan likuiditas (LKD) secara bersama-sama berpengaruh terhadap dividen (DIV) diterima. Kontribusi variabel independen dalam mempengaruhi dividen adalah sebesar 5% sedangkan sisanya yaitu 95% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dibahas dalam penelitian ini.

Pembayaran dividen kas oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia masih dipengaruhi oleh faktor profitabilitas, pertumbuhan, likuiditas dan utang untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan. Jika nilai perusahaan

meningkat maka tingkat kesejahteraan pemilik juga akan meningkat.

Pengaruh utang (UTG) dan dividen (DIV) terhadap nilai perusahaan (NLI).

Hasil pengujian menunjukkan nilai Fhitung adalah sebesar 2,391 sedangkan nilai Ftabel diketahui adalah sebesar 3,10 (Fhitung > Ftabel). Oleh karena itu dapat dinyatakan bahwa Ha ditolak dan H0 yang menyatakan bahwa utang (UTG) dan dividen (DIV) secara bersama-sama tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (NLI) diterima.

SIMPULAN

1. Pengujian hipotesis secara parsial menunjukkan bahwa:
 - a. Kepemilikan manajerial signifikan berpengaruh negatif terhadap utang.
 - b. Ukuran perusahaan signifikan berpengaruh negatif terhadap utang.
 - c. Beban pajak tidak signifikan berpengaruh positif terhadap utang.
 - d. Profitabilitas signifikan berpengaruh negatif terhadap utang.
 - e. Pertumbuhan perusahaan tidak signifikan berpengaruh positif terhadap utang.
 - f. Likuiditas signifikan berpengaruh negatif terhadap utang.
 - g. Profitabilitas signifikan berpengaruh positif terhadap dividen.
 - h. Pertumbuhan perusahaan tidak signifikan berpengaruh positif terhadap dividen.
 - i. Likuiditas tidak signifikan berpengaruh positif terhadap dividen.
 - j. Utang tidak signifikan berpengaruh positif terhadap dividen.
 - k. Utang tidak signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
 - l. Dividen tidak signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan).
2. Pengujian secara simultan menunjukkan bahwa:
 - a. Kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, pajak, profitabilitas, pertumbuhan, dan likuiditas secara bersama-sama

berpengaruh signifikan terhadap utang.

- b. Profitabilitas, pertumbuhan, dan likuiditas secara bersama-sama signifikan berpengaruh terhadap dividen.
- c. Utang dan dividen secara bersama-sama tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Augustya, Ferdinand.** 2006. Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Tesis, dan Disertasi Ilmu Manajemen. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Basuki, Hari.** 2005. Analisis Jalur dengan LISREL 8.50 for Windows. Lembaga Penelitian dan Pengabdian Masyarakat Universitas Airlangga.
- Crutchley, Claire E dan Robert S. Hansen.** 1989. A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management* Vol. 18 pp 36-46.
- Euis dan Taswan.** 2002. "Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Semarang.
- Fama, Eugene F. Dan Kenneith R. French.** 2000. "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. The center for research in security Price Working Paper No. 506. Desember. Hal 1-38
- Financial Standard Board (FASB).** 1995. Statement of Financial Accounting Concepts No. 6. Element of Financial Statement (a replacement of FASB Concepts Statement No. 3 – incorporating an amandement of FASB Concepts Statement No. 2). P. 5296
- Ghozali, Imam.** 2007. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hadiwidjaja, Rini dwi.** Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi Divident Payout Ratio pada perusahaan manufaktur di Indonesia. 2007. Thesis online (www.google.com)
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti.** 1998. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi Kedua. UPP YPKN: Yogyakarta.
- Januarti, Indira.** "Pendekatan dan Kritik Teori Akuntansi Positif". *Jurnal Akuntansi & Auditing* I 83 Volume 01/ No 01/ Nopember 2004.
- Juliansyah, Noor.** 2011. Metodologi Penelitian: Skripsi, tesis, disertasi dan karya ilmiah. Kencana prenada media group: Jakarta.
- Mas'ud, Masdar.** " Analisi Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya terhadap Nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Volume 7, Nomor 1, Maret 2008. Hlm 82-99.
- Mulyani, Fitri Mega.** 2010. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dan Pengaruhnya terhadap nilai Perusahaan. Thesis.
- Nisa Fidyati.** 2003. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan". *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi* Vol. 1 No. 1 Januari, pp. 17-34
- Sartono, R. Agus.** "Pengaruh Aliran Kas Internal dan kepemilikan Manajer dalam Perusahaan terhadap Pembelanjaan Modal: Manajerial Hypotheses atau Pecking Order Hypotheses." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 16 (Januari, 2001), hal 54-63.

- Sawir dan Agnes.** 2005. Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan. Cetakan Kelima. PT Gramedia Pustaka Utama: Jakarta.
- Sri Hermuningsih dan Dewi Kusuma Wardani.** "Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek malaysia dan bursa efek indonesia". *Jurnal Siasat Bisnis* Vol. 13 No. 2, Agustus 2009 Hal: 173-183.
- Sugiyono.** 2007. Statistika untuk Penelitian. Bandung: CV ALFABETA.
- Suharli, Micheal.** 2004. "Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1, (Mei 2007: 9-17).
- Sofyaningsih, Sri dan Hardiningsih, Pancawati.** "struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan, *Ownership structure, dividend policy and debt policy and firm value*". *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Mei 2011, Hal: 68 - 87, Vol. 3, No. 1 ISSN :1979-4878
- Tarjo.** "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesi*, Vol. No. 1, Januari 2005, hlm 82-104.
- Tarjo.** "Dampak Kebijakan Hutang, Pajak Penghasilan dan Manajemen Laba terhadap Hubungan Antara Aliran Kas Bebas dengan Cost of Equity Capital". 2009. *Jurnal Ilmu agama dan Ilmu Sosial*, Vol. 8 Edisi Khusus, Agustus 2009.
- Wahidahwati.** Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: sebuah Perspektif Teori Agensi. *Simposium Nasional Akuntansi IV (Bandung, 2001)*, hlm 1084-1107.
- Widarjono, Agus,** 2009. *Ekonometrik Pengantar dan Aplikasinya*. Yogyakarta: Ekonisia Kampus Fakultas Ekonomi UII.
- Wijanto, Styo Hari.** 2008. *Structural Equation Modelling dengan LISREL 8,80: Konsep dan Tutorial*. Graha Ilmu: Yogyakarta.
- Wibowo, Arief.** 2005. *Pengantar Analisis Jalur*. Lembaga Penelitian dan Pengabdian Masyarakat Universitas Airlangga.
- Zaenal, Arifin.** 2005. *Teori Keagenan dan Pasar Modal*. Yogyakarta: Ekonisia. (hlm. 11).
- Zamroh, Naimah dan Utama, Sidharta.** Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan, dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Koefisien Respon Laba dan Koefisien Respon Nilai Buku Ekuitas: Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi IX*, (Padang, Agustus 2006).