

# PENGARUH *PROFITABILITY*, *ASSET TANGIBILITY*, DAN *INSTITUTIONAL OWNERSHIP* TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN DAMPAKNYA PADA KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2011)

Guruh Hanityo Wardhana

## **Abstract**

*This research was performed to investigate the influence of profitability, asset tangibility and institutional ownership on capital structure and dividend policy at manufacturing company published financial report during period 2009 - 2011.*

*The sample of this research was selected based on purposive sampling with the following criteria: (1) manufacturing company published financial report during period 2009 - 2011; and (2) manufacturing company given dividend during period 2009 - 2011. The Data was based on publicity Indonesian Capital Market Directory (ICMD) from 2009 to 2011. Sample was acquired 31 of 159 company. Data was analyzed with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses was tested using t-statistic and f-statistic at level of significance 5%.*

*Empirical evidence showed that profitability and asset tangibility had significant influence on capital structure of manufacturing company listed in IDX over period 2009-2011 at level of significance less than 5%, and capital structure, profitability and asset tangibility had significant influence on dividend policy of manufacturing company listed in IDX over period 2009-2011 at level of significance less than 5%.*

## **Key Words :**

*profitability, asset tangibility institutional ownership, capital structure and dividend policy*

## **PENDAHULUAN**

Aktivitas investasi merupakan aktivitas yang dihadapkan pada berbagai macam resiko dan ketidakpastian yang seringkali sulit

diprediksikan oleh para investor. Untuk mengurangi kemungkinan resiko dan ketidakpastian yang akan terjadi, investor

memerlukan berbagai macam informasi, baik informasi yang diperoleh dari kinerja perusahaan maupun informasi lain yang relevan seperti kondisi ekonomi dan politik dalam suatu negara. Informasi yang diperoleh dari perusahaan lazimnya didasarkan pada kinerja perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan. Sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) 1999 mewajibkan bagi setiap perusahaan (terutama perusahaan publik) wajib menyajikan laporan keuangan, baik laporan keuangan interim/ *quarter (unaudit)* maupun laporan keuangan tahunan/ *annual (audited)*. Laporan keuangan tahunan (yang telah di audit) antara lain dipublikasikan oleh *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* yang memuat laporan neraca dan laporan laba rugi, serta catatan yang berhubungan dengan laporan keuangan tersebut. Berdasarkan laporan keuangan, investor dapat mengetahui kinerja perusahaan dalam kemampuannya untuk menghasilkan profitabilitas dan besarnya pendapatan dividen per lembar saham (*dividend per share*) (Robert Ang, 1997).

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas deviden dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan. Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana

perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan deviden (Brigham, 2005).

Husnan (1989) menyatakan bahwa perusahaan dalam mengelola keuangannya selalu dihadapkan pada tiga permasalahan penting yang saling berkaitan. Ketiga permasalahan tersebut adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut akan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar perusahaan.

Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel dependen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Miller dan Modigliani (1961) dalam Saxena (1999), telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Brigham (2005) juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti *dividend payout ratio* yang stabil.

*Dividend payout ratio* pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Levy dan Sarnat, 1990). Miller dan Modigliani (1961) telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan

memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar.

Besarnya dividen dipengaruhi struktur modal, dimana Hutang yang semakin besar menyebabkan beban perusahaan menjadi besar karena beban biaya hutang yang harus ditanggung. Semakin besar hutang akan menyebabkan prioritas perusahaan untuk membayar dividend akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan berkurang dengan adanya biaya hutang perusahaan (Moradi et al., 2012). Hasil penelitian Moradi et al., (2012) menunjukkan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR.

Struktur modal penting bagi perusahaan karena sejalan dengan aktivitas sehari-harinya, perusahaan memerlukan modal tambahan yang tidak sedikit. Adanya kekurangan dana ini dapat mengakibatkan terhentinya kegiatan perusahaan seperti pembelian bahan, produksi, distribusi dan lain-lain, sehingga tambahan dana sangat diperlukan. Terdapat beberapa alternatif penambahan dana yang dapat dilakukan. Menurut sifatnya ada dua macam tipe pendanaan yaitu pendanaan dari luar, berupa pinjaman dan dapat juga dengan menjual surat berharga melalui pasar modal dan pendanaan dari dalam yang berasal dari laba ditahan (Ang, 1997).

Struktur modal yang diputuskan oleh pihak manajemen sering menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham. Konflik tersebut muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Pada dasarnya perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Sementara para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai kepentingan terhadap kemakmuran individu, pemenuhan gaya hidup, peningkatan prestasi individu dan kenaikan kompensasi yang akan diterima (Taleb, 2012). Putri dan Nasir,

(2012) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi *utilitas principal* (pemilik) dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Adanya kepentingan yang berbeda sering memunculkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Untuk mengatasi konflik antara pemegang saham dengan manajemen dapat dilakukan melalui empat mekanisme antara lain: pertama, memberikan atau meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil; kedua, meningkatkan *dividend payout ratio*; ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang; dan keempat, *institutional investors* (Putri dan Nasir, 2012).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham ini disebabkan adanya hubungan keagenan atau *agency relationship*. Menurut Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara pemegang saham (prinsipal) dengan manajer perusahaan (agen), untuk menjalankan aktivitas operasional perusahaan. Lebih lanjut Jensen dan Mekling (1976) mengatakan akar permasalahan antara kedua pihak tersebut adalah dari keberadaan kelebihan aliran kas atau *excess cash flow*. Jensen et al., (1992) menyatakan bahwa kelebihan aliran kas cenderung akan diinvestasikan walaupun investasinya melebihi tingkat yang optimum dan tidak jarang bahkan digunakan untuk konsumsi secara berlebihan yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan atau *excessive perquisites*.

Crutclely dan Hansen (1992) mengatakan bahwa penyebab konflik kepentingan antara prinsipal dan agen adalah perbedaan yang terjadi dimana pemegang saham (prinsipal) lebih berminat pada investasi yang beresiko tinggi dengan harapan memperoleh kembalian atau *return* yang tinggi,

sedang di sisi lain manajemen (agen) lebih memilih investasi dengan resiko lebih rendah untuk melindungi posisinya. Teori agensi menyebutkan ada beberapa mekanisme yang bisa dilakukan untuk mengawasi konflik agensi tersebut, antara lain melalui peningkatan kepemilikan institusional.

Aydin Ozkan (2001) menyatakan bahwa struktur modal berkembang secara dinamis dan berubah dari waktu ke waktu, akibatnya selalu terjadi perubahan struktur modal dan juga faktor-faktor yang mempengaruhinya, hal ini disebabkan karena dalam operasional perusahaan selalu terjadi berbagai kepentingan berkenaan pendanaan yang berakibat pada dinamika DER.

DER dipengaruhi rasio-rasio keuangan, dimana Antao dan Bonfim, (2012) menyatakan bahwa *asset tangibility* yang lebih besar akan mendorong pemberi pinjaman untuk memberikan pinjaman, sehingga tingkat *struktur modal* akan lebih tinggi. *Assets Tangibility* berhubungan dengan jumlah kekayaan (*asset*) yang dapat dijadikan jaminan (*collateral*), hal ini dipandang sebagai cara untuk mengurangi risiko kreditur. Jadi semakin besar proporsi *Assets Tangibility* perusahaan, maka kreditur akan lebih mudah memebri pinjaman sehingga tingkat utang perusahaan menjadi besar (Antao dan Bonfim, 2012). Penelitian ini didukung teori *size effect* dimana perusahaan dengan aset tangibility yang besar akan menggunakannya sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang (Brigham et.al., 1999). Oleh karena itu *Assets Tangibility* memiliki hubungan positif terhadap struktur modal perusahaan.

Mayangsari (2001) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan : Pengujian *pecking or-*

*der hypothesis*. Variabel-variabel yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal adalah ukuran perusahaan, profitabilitas, struktur aset, dan perubahan modal kerja. Sedangkan variabel yang tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal adalah pertumbuhan aset, laba bersih dan *operating leverage*. Hasil penelitian variabel *operating leverage* yang tidak berpengaruh positif ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Ferri dan Jones (1979) dalam Mayangsari (2001) yang menyebutkan *operating leverage* berpengaruh negatif terhadap DER.

Hsien dan Chi (2003) meneliti pengaruh rasio profitabilitas yaitu *return on asset* (ROA) dan *net profit margin* (NPM) serta rasio Likuiditas yaitu *loan to deposit ratio* (LDR) terhadap struktur modal bank-bank milik pemerintah dan milik asing di Taiwan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa LDR dan ROA berpengaruh positif terhadap DER. Namun LDR pada bank pemerintah menunjukkan kinerja yang lebih rendah dari pada LDR pada bank asing. ROA pada bank asing menunjukkan kinerja yang lebih baik dari pada ROA pada bank pemerintah dan DER pada bank asing menunjukkan tingkat yang lebih tinggi dari DER pada bank pemerintah. Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah ROA, NPM dan LDR.

Cassar dan Holmes (2003) dalam penelitiannya menguji pengaruh antara ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, resiko dan sales growth dengan *debt to equity ratio* (DER), dimana hasil penelitiannya menunjukkan keenam variabel independen tersebut (ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, resiko dan sales growth) berpengaruh positif terhadap DER pada perusahaan-perusahaan di Australia.

Benston et al., (2003) meneliti kinerja bank pada *The Federal Reserve granted bank holding companies* yang mengumumkan efektivitas biaya modal untuk mencapai DER yang disyaratkan dalam peraturan modal melalui *trust preferred securities*. Hasil penelitian ini

menunjukkan bahwa pertumbuhan aset dan ROA berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal bank yang diukur melalui DER. Sedangkan faktor-faktor yang tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal adalah ROE, *taxation risk*, struktur pendanaan, dan kebijakan mengenai struktur modal.

Profitabilitas berpengaruh terhadap DER, rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return on asset* (ROA), dimana ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang didapat berdasarkan dari total aset yang dimiliki perusahaan. Hasil peneliti terdahulu yang menguji pengaruh antara ROA terhadap DER masih menunjukkan hasil yang bertentangan dan menunjukkan adanya *research gap*, dimana Kaaro (2000) menyatakan bahwa ROA berhubungan negatif terhadap DER namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mayangsari (2001) yang menunjukkan hasil positif antara ROA terhadap DER. Berdasarkan adanya hasil penelitian yang tidak konsisten tersebut perlu dilakukan penelitian lanjutan antara ROA terhadap DER.

DER dapat menunjukkan tingkat resiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka semakin tinggi resiko yang akan terjadi pada perusahaan karena pendanaan perusahaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*) mengingat DER dalam perhitungannya adalah hutang dibagi dengan modal sendirinya, artinya jika hutang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas 1, sehingga penggunaan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak menggunakan dari unsur hutang. Hal tersebut membuat perusahaan harus menanggung biaya atau beban modal yang besar, resiko yang ditanggung perusahaan juga meningkat apabila investasi yang dijalankan perusahaan tidak menghasilkan tingkat

pengembalian yang optimal. Oleh karena itu investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari 1 karena jika lebih besar dari 1 menunjukkan resiko perusahaan semakin meningkat.

Wahidahwati (2002) menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap struktur modal. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh positif dengan *debt equity ratio* (DER). Robert Ang (1997) menyatakan bahwa semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt to equity ratio*.

Perusahaan yang dipilih untuk menjadi obyek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang listed di BEI. Berdasarkan laporan keuangan perusahaan yang telah dipublikasikan dalam Indonesia Capital Market Directory (ICMD) Tahun 2012 pada periode 4 tahun terakhir yaitu 2008-2011. Rata-rata rasio variabel penelitian pada perusahaan manufaktur di BEI dari tahun 2008-2011, dimana terdapat inkonsistensi antara kenaikan variabel DER dan variabel DPR secara terus menerus dari tahun 2008-2010, akan tetapi tidak diikuti pula oleh kenaikan variabel *Asset Tanggibility*, *Profitability*, dan *Institutional Ownership*. Pada tahun 2008 ke 2009, dapat dilihat bahwa variabel *Asset Tanggibility*, *Profitability*, dan *Institutional Ownership* mengalami penurunan, tetapi untuk variabel DER dan DPR justru meningkat, dan dimana di tahun 2009-2010 kelima variabel tersebut mengalami peningkatan

1. Menurut Antao dan Bonfim, (2012); Wald, (1999); dan Booth et al., (2001) hubungan *Asset Tangibility* dengan DER adalah positif. Terdapat perbedaan dimana pada tahun 2008-2009 ketika *Asset Tangibility*

- mengalami penurunan tetapi DER justru mengalami peningkatan. Sehingga perlu dilakukan penelitian dengan adanya gap tersebut.
2. Menurut Antao dan Bonfim, (2012); Wald, (1999); dan Abor dan Biekpe, (2008) hubungan Profitability dengan DER adalah negatif. Terdapat perbedaan dimana pada tahun 2000-2010 ketika profitability mengalami peningkatan yang juga diikuti fluktuasi DER yang meningkat. Sehingga perlu dilakukan penelitian dengan adanya gap tersebut.
  3. Menurut Putri dan Nasir, (2012), hubungan Institutional Ownership dengan DER adalah negatif. Terdapat perbedaan dimana pada tahun 2009-2010 ketika Institutional Ownership mengalami peningkatan tetapi DER juga mengalami peningkatan. Sehingga perlu dilakukan penelitian dengan adanya gap tersebut.
  4. Menurut Vidhan et al, (2001) hubungan Asset Tangibility dengan DPR adalah positif. Terdapat perbedaan dimana pada tahun 2009-2010 ketika Asset Tangibility mengalami peningkatan tetapi DPR justru mengalami penurunan. Sehingga perlu dilakukan penelitian dengan adanya gap tersebut.
  5. Menurut Moradi et al., (2012) hubungan Profitability dengan DPR adalah positif. Terdapat perbedaan dimana pada tahun 2009-2010 ketika profitability mengalami peningkatan tetapi DPR menurun. Sehingga perlu dilakukan penelitian dengan adanya gap tersebut.
  6. Menurut Moradi et al., (2012), hubungan Institutional Ownership dengan DPR adalah positif. Terdapat perbedaan dimana pada tahun 2009-2010 ketika Institutional Ownership mengalami peningkatan tetapi DPR justru mengalami penurunan. Sehingga perlu dilakukan penelitian dengan adanya gap tersebut.
  7. Menurut Moradi et al., (2012), hubungan DER dengan DPR adalah negatif. Terdapat perbedaan dimana pada tahun 2008-2009 ketika DER mengalami peningkatan tetapi DPR juga mengalami peningkatan. Sehingga perlu dilakukan penelitian dengan adanya gap tersebut.
- Berdasarkan uraian diatas, maka perlu diuji pengaruh dari ketiga variabel independen (*Assets Tangibility, Profitability, dan Institutional Ownership*) dalam mempengaruhi Struktur modal di BEI periode 2008-2010. Hal ini sesuai saran dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Titman dan Wessels, (1988); Thies dan Klock, (1992); Antao dan Bonfim, (2012); Wald, (1999); dan Booth et al., (2001).
- Tujuan perusahaan adalah kemakmuran pemegang saham, dimana hal tersebut tercermin dalam Dividen. Dividen yang dibagikan ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), atas dasar hal tersebut maka Dividen dijadikan sebagai variabel dependen. Besarnya dividen sangat dipengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan. Hutang yang terlalu besar akan mengurangi besarnya dividen, hal tersebut yang menjadi alasan struktur modal dijadikan variabel intervening, dimana struktur modal dipengaruhi oleh *Assets Tangibility, Profitability, dan Institutional Ownership* selaku variabel dependen.
- Struktur modal mencerminkan proporsi besarnya total hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Hutang yang semakin besar menyebabkan beban perusahaan menjadi besar karena beban biaya hutang yang harus ditanggung. Semakin besar hutang akan menyebabkan prioritas perusahaan untuk membayar dividend akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan berkurang dengan adanya biaya hutang perusahaan (Moradi et al., 2012). Hasil penelitian Moradi et al., (2012) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR.

*Research gap* dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) *Profitability* dinyatakan berpengaruh signifikan negatif terhadap Struktur modal perusahaan oleh: Antao dan Bonfim, (2012); Wald, (1999); dan Abor dan Biekpe, (2008) namun dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap Struktur modal perusahaan oleh: Benston et al, (2003) dan Cassar dan Holmes (2003), (2) *Assets Tangibility* dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap Struktur modal perusahaan (Antao dan Bonfim, 2012); Wald, 1999; dan Booth et al., 2001), namun hal tersebut kontradiktif dengan Sujianto (2001) yang menyatakan bahwa *Assets Tangibility* berpengaruh signifikan negatif dengan struktur modal perusahaan, (3) Institutional Ownership dinyatakan signifikan negative terhadap DER (Putri dan Nasir, 2012) tetapi dinyatakan signifikan positif oleh Fitrijanti dan Hartono, (2002); (4) *Profitability* dinyatakan berpengaruh signifikan negatif terhadap Dividen oleh: Darminto, (2012) namun dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap Dividen oleh: Moradi et al., (2012); (5) *Assets Tangibility* dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap Dividen (Vidhan et al., 2001); namun hal tersebut kontradiktif dengan Sujianto (2001) yang menyatakan bahwa *Assets Tangibility* berpengaruh signifikan negatif dengan Dividen; (6) Institutional Ownership dinyatakan signifikan negatif terhadap DER (Putri dan Nasir, 2012 dan Darminto, 2012) tetapi dinyatakan signifikan positif oleh Taleb, (2012); dan (7) *Debt to equity ratio* dinyatakan berhubungan positif terhadap DPR (Jensen et.al, 1992 dan Nugrahaini, (2002), tetapi hal tersebut kontradiktif dengan Darminto (2012) dan Moradi et al., (2012) yang menyatakan bahwa *Debt to equity ratio* mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap dengan DPR.

Permasalahan dalam penelitian ini adalah adanya *research gap* dari penelitian terdahulu dan *fenomena business gap* dari data kelompok

perusahaan manufaktur di BEI, tahun 2008-2010 sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan yang meneliti permasalahan faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* dengan didasari oleh teori yang mendasar. Faktor-faktor tersebut terdiri dari variabel *debt to equity ratio*, *profitability*, *asset tangibility*, dan *institutional ownership*. Selain dari variabel penelitian tersebut juga dilakukan perluasan penelitian dengan menggunakan variabel *debt to equity ratio* sebagai variabel intervening sehingga membedakan penelitian ini dengan penelitian terdahulu.

## TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODAL

### 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis

#### 2.1.1. Pengaruh Profitability Terhadap Struktur modal

*Profitability* merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total asset. Semakin tinggi *Profitability* menunjukkan semakin baik kinerja perusahaan, karena dana yang diinvestasikan ke dalam asset dapat menghasilkan *earning after tax* (EAT) yang semakin tinggi. Penelitian ini sesuai dengan teori *pecking order* dimana keuntungan yang tinggi akan mengurangi hutang, meski hutang diperbolehkan selama keuntungannya melebihi biaya hutangnya. Hal ini memungkinkan perusahaan membiayai hutang dari dana internal berupa laba ditahan. Brigham dan Gapenski (1997) dalam Jaelani dan Idrus (2001) mengemukakan bahwa perusahaan yang tingkat pengembalian hutangnya tinggi akan menggunakan hutang yang kecil, sehingga *Profitability* berpengaruh negatif terhadap DER (Yousefi, 2012). Teori Pecking Order, dimana hutang diperbolehkan selama tingkat keuntungannya melebihi biaya hutangnya,

sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis sebagai berikut:

**Hipotesis I: Profitability mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal.**

### **2.1.2. Pengaruh Assets Tangibility Terhadap Struktur modal**

*Assets Tangibility* berhubungan dengan jumlah kekayaan (*asset*) yang dapat dijadikan jaminan (*collateral*), hal ini dipandang sebagai cara untuk mengurangi risiko kreditur. Jadi semakin besar proporsi *Assets Tangibility* perusahaan, maka kreditur akan lebih mudah memberi pinjaman sehingga tingkat utang perusahaan menjadi besar (Antao dan Bonfim, 2012). Penelitian ini didukung teori *size effect* dimana perusahaan dengan aset tangibility yang besar akan menggunakannya sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang (Brigham et al., 1999). Oleh karena itu *Assets Tangibility* memiliki hubungan positif terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mayangsari (2001). Teori Size Effect, dimana perusahaan besar akan memerlukan modal dalam jumlah yang lebih besar, dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis II: Assets tangibility mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.**

### **2.1.3. Pengaruh Institutional Ownership Terhadap Struktur modal**

Investor lembaga berbeda dengan investor individual yang tidak begitu mencampuri urusan intern perusahaan yang mempunyai saham. Investor lembaga akan mencoba untuk mempengaruhi manajemen perusahaan dalam mengelola urusan intern perusahaan dikarenakan investor lembaga mempunyai kepemilikan yang

agak besar dalam perusahaan. Mereka takut apabila manajemen perusahaan tidak mampu mengelola perusahaan dengan baik maka akan berakibat buruk pada saham dimana terdapat investasi mereka yang besar. Apabila lembaga mempunyai persentase kepemilikan saham yang besar, mereka pasti akan lebih intensif dalam mempengaruhi manajemen intern perusahaan dikarenakan mereka mempunyai kepemilikan yang lebih besar (Putri dan Nasir, 2012). Penelitian ini sesuai dengan teori agency, dimana saham pihak institusi yang besar maka tingkat pengawasan akan semakin besar sehingga hutang berkurang. Teori agency, dimana perusahaan dengan kepemilikan saham institusi yang tinggi akan melakukan monitoring agents atas kebijakan manajemen terkait struktur modal, dengan adanya pengawasan yang dilakukan pihak institusi maka manajer akan lebih berhati-hati dalam setiap kebijakannya, terutama kebijakan hutang, sehingga hutang yang dilakukan relatif rendah, dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis III: Institutional ownership mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal**

### **2.1.4. Pengaruh Profitability Terhadap Dividen**

Menurut Weston dan Brigham (2004) seringkali hasil pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba yang ditahan perusahaan yang sangat tinggi sudah memenuhi untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan Hal ini didukung oleh teori *Bird in the hand*, yang mana menganggap dividen yang diterima merupakan sesuatu yang sudah pasti ditangan, sehingga memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan *capital gain*. *Profitability* dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap Dividen oleh: Moradi et al., (2012). Teori dividend, dimana pendapatan



yang ditahan (*retained earning*) biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan penjualan, sehingga uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis IV: Profitability mempunyai pengaruh positif terhadap Dividen**

### **2.1.5. Pengaruh Asset Tangibility Terhadap Dividen**

Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan kepercayaan dari kreditor. Dengan meningkatnya kepercayaan kreditor terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini sesuai dengan teori *size effect* yang mendasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan yang dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Vidhan et al., 2001). *Asset tangibility* dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap Dividen oleh: Vidhan et al., (2001). Teori Size Effect, dimana perusahaan besar mempunyai kesempatan yang lebih besar dalam membagikan dividen, dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis V: Asset tangibility mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen**

### **2.1.6. Pengaruh Institutional Ownership Terhadap Dividen**

Taleb (2012) menyatakan bank, dana investasi, perusahaan investasi, perusahaan asuransi. Kepemilikan terlihat dari sebuah point kebijakan dimana investor lembaga telah memulai menggunakan kekuatan mereka untuk membentuk kebijakan perusahaan antara lain dividend payout ratio. Hal ini sesuai dengan teori

*agency* yang menjelaskan bahwa semakin besar saham yang dimiliki pihak institusi maka semakin besar pula pengawasan yang dilakukan dalam hal besarnya dividen yang dibagi. Teori *agency*, dimana perusahaan dengan kepemilikan saham institusi yang tinggi akan melakukan monitoring agents dengan harapan pembagian dividen yang lebih besar (Putri dan Nasir, 2012), dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis VI: Institutional ownership mempunyai pengaruh positif terhadap Dividen**

### **2.1.7. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Dividen**

*Debt to Equity Ratio (DER)* mencerminkan proporsi besarnya total hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Hutang yang semakin besar menyebabkan beban perusahaan menjadi besar karena beban biaya hutang yang harus ditanggung. Semakin besar hutang akan menyebabkan prioritas perusahaan untuk membayar dividend akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan berkurang dengan adanya biaya hutang perusahaan (Moradi et al., 2012). Hasil penelitian Moradi et al., (2012) menunjukkan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR. Teori *balancing*, dimana hutang diperbolehkan selama laba yang diperoleh melebihi biaya hutangnya, Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis VII: Struktur modal mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.**

### **2.1.8. DER Memediasi Pengaruh Profitabilitas Terhadap Dividen**

Hutang dijadikan alat bagi manajemen untuk meningkatkan pangsa pasarnya sehingga profitabilitas yang diperoleh bisa lebih besar, dengan tingginya profitabilitas maka kesempatan untuk membagikan dividen menjadi lebih besar. Hasil penelitian Moradi et al., (2012) menunjukkan bahwa DER mampu memediasi

pengaruh profitabilitas terhadap dividen. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis VIII: DER mampu memediasi pengaruh profitabilitas terhadap dividen.**

### **2.1.9. DER Memediasi Pengaruh Asset Tangibility Terhadap Dividen**

Asset tangibility dapat digunakan sebagai jaminan untuk mendapatkan hutang dalam mendapat tingkat keuntungan yang lebih besar, dengan meningkatkan keuntungan maka perusahaan akan membagikan dividen untuk memberikan kemakmuran bagi pemegang saham. Hasil penelitian Vidhan et al., (2001) menunjukkan bahwa DER mampu memediasi pengaruh asset tangibility terhadap dividen. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis IX: DER mampu memediasi pengaruh asset tangibility terhadap dividen.**

### **2.1.10. DER Memediasi Pengaruh Institutional Ownership Terhadap Dividen**

Perusahaan dengan kepemilikan saham institusi yang tinggi akan melakukan monitoring agents atas kebijakan manajemen terkait struktur modal, dengan adanya pengawasan yang dilakukan pihak institusi maka manajer akan lebih berhati-hati dalam setiap kebijakannya, terutama kebijakan hutang, sehingga hutang yang dilakukan relatif rendah. Hasil penelitian Putri dan Nasir, (2012) menunjukkan bahwa DER mampu memediasi pengaruh institutional ownership terhadap dividen. Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis bahwa:

**Hipotesis X: DER mampu memediasi pengaruh institutional ownership terhadap dividen.**

Berdasarkan penjelasan dilatar belakang serta telaah pustaka maka faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dan berdampak

pada Dividen adalah *Assets Tangibility*, *Profitability*, dan *institutional ownership*. Hal tersebut sesuai saran dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Antao dan Bonfim, (2012); Moradi et al., (2012). Berdasarkan uraian tersebut maka kerangka pemikiran teoritis dapat digambarkan pada gambar 2.1.

## **METODE PENELITIAN**

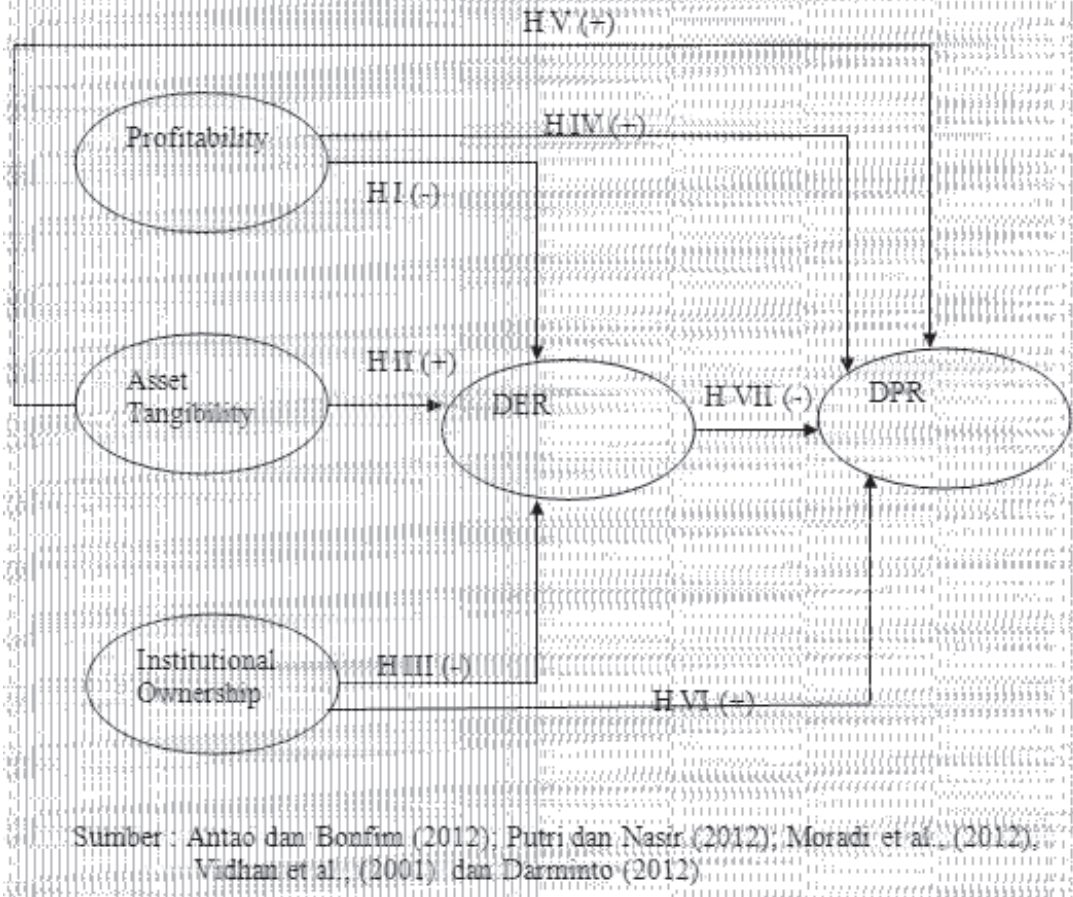
Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) Perusahaan manufaktur yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2009-2011); dan (2) Perusahaan manufaktur yang selalu membagikan dividen selama periode pengamatan (2009-2011). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 31 perusahaan dari 159 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%.

## **PEMBAHASAN**

### **4.1. Uji Hipotesis 1**

Setiap kenaikan profit pada perusahaan akan berpengaruh pada kebijakan penurunan hutang, dimana perusahaan akan prioritas menggunakan profit dahulu sebagai sumber modal dibanding hutang dari pihak eksternal. Hasil penelitian ini didukung oleh *pecking order theory*. dimana perusahaan akan mempertahankan *earning* nya untuk diinvestasikan kembali pada perusahaan dan pada waktu bersamaan perusahaan diharapkan akan tetap mengandalkan pendanaan melalui utang yang lebih besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Benston et al., (2003); dan Cassar dan Holmes, (2003)

**Gambar 2.1:**  
**Pengaruh Profitability, Asset Tangibility, dan Institutional Ownership Terhadap Debt to Equity Ratio dan Dampaknya pada Dividend Payout Ratio**



#### 4.2. Uji Hipotesis 2

Hasil penelitian ini menunjukkan hasil bahwa *tangibility asset* mempengaruhi DER, sehingga *tangibility asset* berhubungan dengan jumlah kekayaan (*asset*) yang dapat dijadikan jaminan (*collateral*), hal ini dipandang sebagai cara untuk mengurangi risiko kreditur. Jadi semakin besar proporsi *Tangibility asset* perusahaan, maka kreditur akan lebih mudah memebri pinjaman sehingga tingkat utang perusahaan menjadi besar. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap

utang akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Antao dan Bonfim; (2012); dan Wald, (1999).

#### 4.3. Uji Hipotesis 3

Dari nilai deskriptif terlihat bahwa institutional ownership mempunyai rata-rata sebesar 51,5913 dengan nilai minimum 42,55 dan nilai maksimum 70,55 Angka ini menunjukkan bahwa

ada variasi yang besar antara nilai minimum dan nilai maksimum, kondisi ini yang menyebabkan institutional ownership tidak signifikan. Institutional ownership tidak berpengaruh terhadap DER, sehingga besarnya saham institusi tidak mempengaruhi besarnya DER. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Darminto, (2012)

#### 4.4. Uji Hipotesis 4

Hasil pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba yang ditahan perusahaan yang sangat tinggi sudah memenuhi untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan Hal ini didukung oleh teori *signalling*, yang mana menganggap dividen yang diterima merupakan sinyal yang baik bagi perusahaan, dimana dividen memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan *capital gain*. Pendapatan yang ditahan (*retained earning*) merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan penjualan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Moradi et al., (2012)

#### 4.5. Uji Hipotesis 5

Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini sesuai dengan teori *size effect* yang mendasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian

terdahulu yang dilakukan oleh: Vidhan et al., (2001)

#### 4.6. Uji Hipotesis 6

Dari nilai deskriptif terlihat bahwa institutional ownership mempunyai rata-rata sebesar 51,5913 dengan nilai minimum 42,55 dan nilai maksimum 70,55 Angka ini menunjukkan bahwa ada variasi yang besar antara nilai minimum dan nilai maksimum, kondisi ini yang menyebabkan institutional ownership tidak signifikan. Institutional ownership tidak berpengaruh terhadap DPR, sehingga besarnya saham institusi tidak mempengaruhi besarnya DPR. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Darminto, (2012)

#### 4.7. Uji Hipotesis 7

Semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi *dividend* akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai pengaruh negatif dengan *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Jensen et al., (1992).

#### 4.8. Uji Hipotesis 8

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung yaitu 0,135 lebih besar dari pengaruh langsungnya yaitu 0,125 maka terbukti bahwa DER memediasi pengaruh profitability terhadap DPR relatif kuat. Hal ini dikarenakan hutang dijadikan alat bagi manajemen untuk meningkatkan pangsa pasarnya sehingga profitabilitas yang diperoleh bisa lebih besar, dengan tingginya profitabilitas maka kesempatan untuk membagikan dividen menjadi lebih besar.

#### 4.9. Uji Hipotesis 9

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung yaitu -0,056 tersebut lebih kecil dari pengaruh langsungnya yaitu 0,210 maka terbukti bahwa DER memediasi pengaruh asset tangibility terhadap DPR relatif lemah. Hal ini dikarenakan asset tangibility dapat digunakan sebagai jaminan untuk mendapatkan hutang dalam mendapat tingkat keuntungan yang lebih besar sehingga mediasi DER terhadap hubungan asset tangibility dan DPR tidak berjalan.

#### 4.10. Uji Hipotesis 10

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung yaitu 0,079 tersebut lebih kecil dari pengaruh langsungnya yaitu 0,089 maka DER memediasi pengaruh institutional ownership terhadap DPR relatif lemah dan tidak optimal, dimana hal tersebut ditunjukkan dengan nilai pengaruh langsung yang hanya sebesar 0,089 dan pengaruh tidak langsungnya sebesar 0,079.

### SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

#### 5.1. Simpulan

Temuan dari penelitian yang menjelaskan hubungan variabel risiko bisnis, size, pertumbuhan perusahaan, dan kepemilikan saham institusi terhadap variabel struktur modal dan pengaruhnya terhadap profitabilitas pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Jakarta Periode 2009-2011 menghasilkan beberapa simpulan sebagai berikut:

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap variabel DER sehingga hipotesis 1 diterima.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel

asset tangibility berpengaruh signifikan terhadap variabel DER sehingga hipotesis 2 diterima.

3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel institutional ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DER sehingga hipotesis 3 ditolak.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 4 diterima.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel asset tangibility berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 5 diterima.
6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara partial variabel kepemilikan institutional tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 6 ditolak.
7. Berdasar hasil pengujian hipotesis 7 menunjukkan bahwa secara partial variabel DER berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 7 diterima.
8. Berdasar hasil pengujian hipotesis 8 menunjukkan bahwa DER mampu memediasi pengaruh profitabilitas terhadap DPR sehingga hipotesis 8 diterima.
9. Berdasar hasil pengujian hipotesis 8 menunjukkan bahwa DER mampu memediasi pengaruh asset tangibility terhadap DPR sehingga hipotesis 9 diterima.
10. Berdasar hasil pengujian hipotesis 8 menunjukkan bahwa DER mampu memediasi pengaruh institutional ownership terhadap DPR sehingga hipotesis 10 diterima.

### 5.2. Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan yang disarankan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Manajer perusahaan manufaktur perlu menjaga besarnya profitabilitas dan asset tangibility dalam mengambil keputusan struktur modal. Hutang dijadikan alat bagi manajemen untuk meningkatkan pangsa pasarnya sehingga profitabilitas yang diperoleh bisa lebih besar, dengan tingginya profitabilitas maka kesempatan untuk membagikan dividen menjadi lebih besar. Berdasarkan prioritas, manajer perusahaan besar meningkatkan pertumbuhan investasi pada jangka panjang untuk tetap menjaga laba perusahaan, sehingga mempunyai dividen yang tinggi di masa mendatang.
2. Perusahaan perlu meningkatkan besarnya aset asset tangibility, dimana asset tangibility yang meningkat akan merangsang perusahaan untuk meningkatkan hutang melalui besarnya asset tangibility yang dapat digunakan sebagai jaminan.

### 5.3. Keterbatasan Penelitian

Adanya keterbatasan data dalam penelitian ini lebih ditekankan pada generalisasi hasil penelitian hanya pada perusahaan manufaktur dan hasil penelitian nilai adjusted R square pada perusahaan manufaktur yang rendah, dimana pada

perusahaan manufaktur mempunyai nilai adjusted R square 30,9% sehingga generalisasi hanya pada obyek yang diteliti.

Keterbatasan lain dalam penelitian ini adalah 2 perusahaan yang masuk dalam kategori plat merah, dimana mempunyai dividen yang besarnya diatas 40% selama periode amatan Tahun 2009-2011 yaitu perusahaan PT. Tambang Batubara Bukit Asam dan PT. Timah, hal ini dapat menyebabkan outlayer, namun bila kedua perusahaan tersebut dikeluarkan dari sampel, maka sampel penelitian menjadi 29 dibawah syarat minimal regresi yaitu 30 sampel, sehingga dalam penelitian ini kedua perusahaan tersebut tetap dimasukkan kedalam sampel meski hasil penelitian terbebas dari permasalahan normalitas, namun untuk penelitian mendatang sebaiknya perusahaan yang masuk dalam daftar plat merah tidak perlu dimasukkan kedalam sampel.

### 5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Disarankan untuk penelitian yang akan datang agar memperluas obyek penelitian yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI, tidak hanya pada satu industri saja. Selain itu juga perlu menambah variabel mikro ekonomi (suku bunga, inflasi, jumlah saham beredar) (Benston et al., 2003) yang mempengaruhi Dividen agar hasil penelitian ini menjadi lebih sempurna sehingga nilai adjusted R square menjadi lebih besar.

## DAFTAR REFERENSI

---

- Abor, Joshua; dan Nicholas Biekpe, (2008); "Corporate debt policy of small and medium enterprises in Ghana," **JEL Classification**
- Ang, Robert, (1997). **Buku pintar: pasar modal Indonesia (the intelligent guide to Indonesian capital market)**. Mediasoft Indonesia. First Edition.
- Antao, Paula dan Dana Bonfim, (2012), "The dynamic of capital structure decisions," **Working Pappers**
- Brigham, Eugene F. (1983). **Fundamentals of Financial Management**. Third Edition. Holt-Saunders Japan: The Dryden Press.
- Brigham, E.F dan Gapenski, L.C. (1996), **Intermediate Financial Management**, Fifth edition-International edition. The Dryden Press.
- Cassar, Gavin dan Holmes, Scott, (2003), "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence," **Accounting and Finance**, 43, (2003), 123-147.
- Chang, RP dan Rhee, SG, (1990), The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions, **Financial Management** Summer, 21-30
- Crutchley, Claire E., and Hansen, Robert S. (1989). "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend". **Financial Management**, Winter 1989.
- Cuong, Nguyen Thanh, dan Nguyen Thi Canh, (2012), "The factors affecting capital structure for each group of enterprises in each debt ratio threshold: evidence from Vietnams seafood processing enterprises," **International Research Journal of Finance and Economics**
- Darminto, (2012), "Pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur modal dan struktur kepemilikan saham terhadap Dividen," **Jurnal Ilmu-Ilmu Sosial**
- Fama, E.F. dan French, K.R. (2000). "Testing Trade Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt," **The Center for Research in Security Prices Working Paper**, 506, 1-38.
- Ghozali, I. (2005). **Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS**. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gotzamanai, K.D., George D. Tsiotras. 2002. "The True Motives behind ISO 9000 Certification; Their effect on the overall certification benefits and long term contribution toward TQM". **International Journal of Quality & Reliability Management Vol. 19 No. 2, pp. 151-169.**
- Hosain, Farouk dan Ayub Ali, (2012), "Impact of firm specific factors on capital structure decision: An empirical study of Bangladesh Companies," **International Journal of Bussiness and Research Management**
- Huson, Juhor; Mohd Ali dan Nazrul, (2006), "The impact of ownership structure on corporate debt policy, " **International Bussiness and Economics Research Journal**
- Hsien, C.K. dan Chi, H.L. (2003), "The determinants of the capital structure of commercial banks in Taiwan," **International Journal of Managemen, 20-4.**
- Jensen, M., and W. Meckling, *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure*, **Journal of Financial Economics**, (1976), 305-360.
- Jensen, Solberg and Zorn, 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend policies," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol 27, No.2 (1992), 247-263
- Mayangsari, Sekar. (2001), "Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan : Pengujian pecking order hyphotesis," **Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi**, 1, 1-26.
- Moradi, Javad; Hashem Valipour; dan Seyedeh Sara Mousavi, (2012), "Determinant factors of dividend policy in firm listed in Tehran Stock Exchange," **American Journal of Scientific Research**
- Myers, S, (1984), "The Capital Structure Puzzle", **Journal of Finance**, Vol. 39. July, 1984
- Myers, S. dan N. Majluf (1984). "Corporate Borrowing." **Journal of Finance Economics**, 5,147-176.
- Modigliani, F. dan Miller, H. (1968). "The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment." **Journal American Economic Review**. 48.
- Ozkan, Aydin, (2001), "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data," **Journal of Business Finance and Accounting**, 28 (1) & (2), January/March, 2001



- Putri, Imanda Firmantyas dan Mohammad Nasir, (2012), "Analisis persamaan simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institutional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Dividen dalam perspektif teori keagenan," **Simposium Nasional Akuntansi 9**
- Siddiqui, Sayla Sowat, (2012), "Capital structure determinants of non bank financial institutions in Bangladesh," **World Review of Bussiness Research**
- Sujianto, Agus Eko (2001). Analisis hubungan antara kelengkapan pengungkapan laporan keuangan dengan struktur modal dan tipe kepemilikan perusahaan. **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**. 15, 70–82.
- Suad Husnan, (1998), **Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)**, Buku I, Edisi 4, BPFE
- Taleb, Al Ghassan, (2012), "Measurement of impact agency costs level of firms on dividend and leverage policy: an empirical study," **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Bussiness**
- Tamulyte, Julija, (2012), "The determinants of capital structure in the Baltic states and Rusia," **Electronic Publications of Pan European Institutes**
- Titman, S dan R Wessels, (1988), "The Determinant of Capital Structure Choice, **Journal of Finance** 43, hal.1-19
- Van Horne, J.C (1995). **Financial Management and Policy**. Edisi 10. New York: Prentice-Hall.
- Vidhan, Prakash, Vijay Kumar, Rahul Khana. 2001. "Strategic Orientation and Financial Performance of Firms Implementing ISO 9000". **International Journal of Quality & Reliability Management** Vol. 21 No. 1, pp. 72-89.
- Wahidahwati. (2002). Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang perusahaan: sebuah perspektif theory agency. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, 5,1-16.
- Weston, J.F dan Copeland, T.E, (1997), **Manajemen Pendanaan**, Edisi 9, Jakarta, Penerbit Bina Rupa Aksara
- Yousefi, Zahra; Shaer Biabani; dan Mohammad Thaleghani, (2012), "The effect of industry on the relation between capital structure and profitability of Tehran stock exchange firms," **Journal of Basic and Applied Scientific Research**