



ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI LEVERAGE DENGAN DPR SEBAGAI MEDIATOR PENGARUH INSIDER OWNERSHIP DAN SALES GROWTH TERHADAP LEVERAGE

(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2015)

Anggito P. Sudarmanto, Irene Rini D. P.¹

Anggito_Pangestu@hotmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50275, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This research aims to analyze the factors that affects leverage which is indicated by total debt to total asset ratio. The object of this research refers to manufacturing companies that are listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2011-2015.

The population of this study are 142 manufacturing companies that are listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during 2011-2015. The data are collected from the Bloomberg terminal and with purposive sampling and some criteria, 79 companies are sampled for the object of this study. The data are analyzed by the multiple regression and Sobel test to identify the mediation of the mediator variable.

This research finds that size and tangibility positively and significantly affects the company leverage. Profitability, liquidity and dividend policy is negatively and significantly associated with leverage while insider ownership and sales growth insignificantly affects leverage. Insider ownership and sales growth are proven to be significantly negative affecting the dividend policy. Dividend policy are able to mediate sales growth effect on leverage, while unable to mediate the insider ownership effect on leverage.

Keywords : *Leverage, Dividend Policy, Insider Ownership, Sales Growth, Profitability, Size, Tangibility, Liquidity*

PENDAHULUAN

Perkembangan lingkungan, teknologi dan ilmu pengetahuan dalam dunia bisnis merupakan sesuatu yang tidak bisa dihindari seiring berkembangnya zaman. Keberhasilan perusahaan bisa diperoleh dengan berbagai cara yaitu tak lain dari pemanfaatan lingkungan yang baik, penggunaan teknologi yang lebih maju, dan juga perolehan informasi yang lebih daripada para pesaingnya. Berkembangnya lingkungan, teknologi dan ilmu pengetahuan merupakan sesuatu yang sangat menguntungkan bagi perusahaan dalam menjalankan bisnisnya, memperoleh sumber daya dan terutama dalam memperoleh informasi. Namun pada akhirnya perkembangan - perkembangan tersebut menuntut perusahaan untuk bisa lebih bersaing lagi dalam menjalankan usahanya. Dengan akses informasi yang lebih mudah dicari, maka jadilah kondisi dimana perusahaan mempunyai kemampuan yang hampir sama dalam memperoleh informasi sehingga juga memperketat

¹ *Corresponding author*

persaingan. Keadaan ini akhirnya menuntut perusahaan – perusahaan untuk menjalankan manajemen perusahaannya lebih efektif dan efisien dalam menjalankan perusahaannya dalam tujuan untuk dapat terus bersaing dengan perusahaan-perusahaan pesaingnya.

Terjadi beberapa temuan yang berbeda dari teori – teori yang ada yang mendorong adanya penelitian ini. Beberapa temuan tersebut menuju kepada hasil yang berlawanan satu sama lain. Salah satu contoh adalah berdasarkan *Trade-off Theory* (Myers, 1984) mengusulkan bahwa perusahaan yang mempunyai rasio likuiditas yang tinggi harus berutang lebih lagi dikarenakan kemampuan mereka untuk memenuhi tanggung jawab terhadap biaya dari meminjam tersebut. Tetapi *Pecking Order Theory* (Myers dan Majluf, 1984) menyatakan sebaliknya. Teori tersebut memprediksi bahwa perusahaan yang mempunyai rasio likuiditas yang tinggi lebih memilih untuk menggunakan dana yang dihasilkan dari internal perusahaan untuk membiayai investasi perusahaan. Ditemukan juga kesimpulan yang berbeda dari kedua teori tersebut mengenai profitabilitas perusahaan. *Trade-off Theory* (Myers, 1984) menyatakan adanya hubungan positif dan signifikan antara profitabilitas dan leverage karena profitabilitas yang tinggi mendorong penggunaan utang. Sedangkan *Pecking Order Theory* (Myers dan Majluf, 1984) menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi lebih memilih menggunakan dana yang dihasilkan dari internal perusahaan.

Financing decision atau keputusan pendanaan merupakan salah satu unsur yang penting dalam manajemen keuangan perusahaan. Pendanaan di dalam perusahaan dibagi menjadi dua bagian besar berdasarkan sumbernya (Sugiarto, 2009) yaitu pendanaan yang bersumber dari dalam perusahaan (*internal financing*), dan pendanaan yang bersumber dari luar perusahaan (*external financing*). Pendanaan yang bersumber dari dalam perusahaan berasal dari laba yang ditahan, modal sendiri dan cadangan dana yang dimiliki oleh perusahaan. Sedangkan pendanaan eksternal mempunyai sumber daripada utang perusahaan. Keputusan mengenai pendanaan perusahaan yang terdiri dari pendanaan eksternal dan pendanaan internal perusahaan merupakan hal yang penting karena keputusan yang salah bisa mengakibatkan *financial distress* atau bahkan kebangkrutan perusahaan.

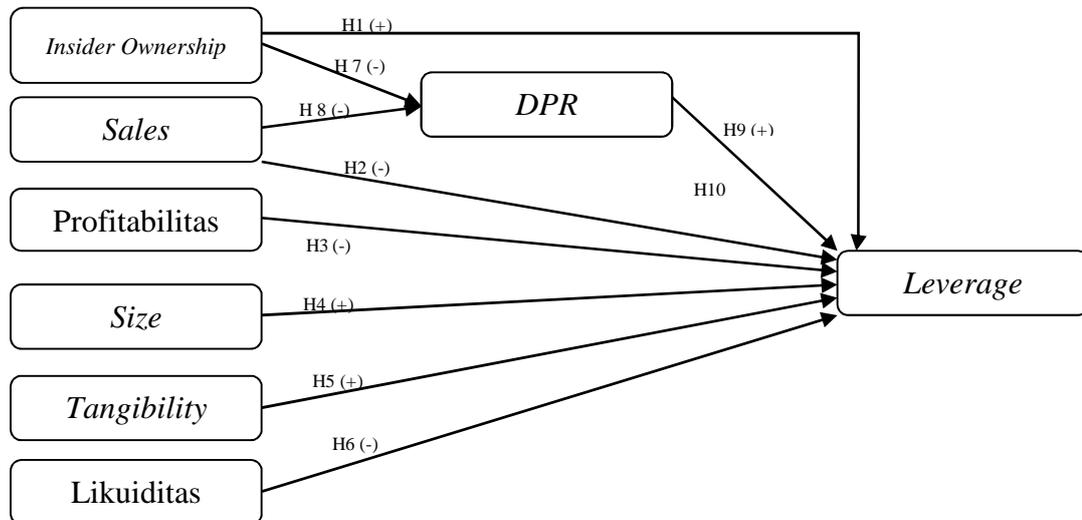
Tabel 1
Fenomena Gap

	2011	2012	2013	2014	2015
Leverage (%)	50,752	51,259	52,472	52,772	51,066
DPR (%)	31,180	23,270	25,400	24,000	26,470
Insider Ownership (%)	4,243	4,243	4,243	4,243	4,243
SalesGrowth (%)	17,38	12,31	12,18	16,12	2,63
ROA (%)	11,008	10,166	8,818	7,920	7,410
Total Asset dalam Juta (Rp)	694208677	804034815	982397917	1079730305	1187489299
Tangibility (%)	38,419	38,969	39,319	40,034	41,936
Liquidity (%)	152,240	155,989	146,602	144,836	148,161

Sumber: data sekunder yang telah diolah

Komposisi utang dalam mendanai aset perusahaan merupakan hal yang vital dalam tujuan untuk mendapatkan keuntungan yang optimal. Namun komposisi dari penggunaan utang yang optimal masih belum ditemukan. Fluktuasi *Leverage* dan hubungannya dengan fluktuasi variabel lainnya terlihat tidak konsisten dari tabel 1. Ketidak konsistenan ini menunjukkan hubungan yang tidak pasti antara leverage dengan variabel lainnya.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor determinasi *Leverage* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) pada tahun 2011-2015

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Sumber: La ode (2013), Sheikh (2011)

Pengaruh Insider Ownership terhadap Leverage

Ketika *insider ownership* dari suatu perusahaan tinggi, manajer akan lebih memperhatikan dan menjadi lebih produktif dalam menggunakan aset perusahaan. dalam konteks ini, penggunaan *leverage* perusahaan akan lebih aktif daripada perusahaan yang mempunyai *insider ownership* yang rendah. Sebaliknya, jika *insider ownership* lebih rendah, manajer akan menjadi lebih waspada dalam memanfaatkan produktifitas dari aset perusahaan.

Makin tingginya *insider ownership*, manajer akan cenderung menggunakan utang untuk aktivitas investasi yang produktif. Hal ini akan bisa terlihat dalam kemampuan manajer untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan. Dengan *insider ownership* yang tinggi, manajer akan diharapkan mempunyai motivasi yang tinggi dalam mengelola utang perusahaan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

H1 : Insider Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap Leverage**Pengaruh Sales Growth terhadap Leverage**

Pertumbuhan penjualan merupakan indikasi kuat dimana perusahaan mempunyai profitabilitas tinggi. Profitabilitas tinggi mengarah kepada tersedianya dana internal perusahaan untuk digunakan dalam mendanai investasi dan aset perusahaan. *Pecking order theory* menyatakan tingginya sales growth perusahaan akan mengurangi tingkat *leverage* perusahaan. Perusahaan dengan *sales growth* yang tinggi cenderung tidak memerlukan utang, karena perusahaan sudah mempunyai keuntungan dari investasi internal perusahaan. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan akan cenderung memilih pendanaan internal perusahaan dibanding pendanaan dengan menggunakan utang (Myers, 1984).

Karena latar belakang tersebut, dan juga berdasarkan teori *pecking order* maka perusahaan akan lebih mengutamakan dana internal dalam mendanai aset mereka. Karena ketersediaan dana internal yang lebih akan mengurangi kebutuhan pendanaan dengan utang. Maka dari itu pertumbuhan penjualan akan berpengaruh negatif *Leverage* perusahaan. Beberapa penelitian terdahulu menemukan *sales growth* berpengaruh negatif terhadap *leverage perusahaan* yaitu Alvazian *et al* (2005); Gracia dan Francisco (2008); Bulan dan Yan (2010); Bhaird *et al* (2011).

H2 : Sales Growth berpengaruh negatif signifikan terhadap Leverage**Pengaruh Profitabilitas terhadap Leverage**

Profitabilitas menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Keuntungan perusahaan akan menambah pendanaan dari internal perusahaan. *Pecking order theory* mengemukakan adanya hubungan negatif antara profitabilitas dan *leverage* perusahaan, dimana perusahaan akan lebih mengutamakan dana internal dari perusahaan terlebih dahulu. Tingginya profitabilitas perusahaan, mengindikasikan tinggi juga ketersediaan dana internal perusahaan. Maka dari itu akan mengurangi kecenderungan perusahaan untuk menggunakan utang dalam mendanai investasi dan aset mereka.

Berdasarkan teori tersebut maka bisa dirumuskan hipotesis dimana meningkatnya profitabilitas maka akan semakin menurunkan penggunaan utang dalam mendanai aset perusahaan. perusahaan akan menggunakan dana internal karena dana internal mempunyai resiko yang jauh lebih rendah dibanding pendanaan eksternal.

Beberapa penelitian telah membuktikan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Leverage* perusahaan yaitu Toy *et al* (1974); Titman dan Wessels (1988); Rajan dan Zingales (1995); Wald (1999); Hanjoo dan Paul (2008).

H3 : Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*

Pengaruh *Size* terhadap *Leverage*

Size merupakan salah satu determinan penting dalam kebijakan *Leverage* perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang besar lebih mempunyai *cash flow* yang stabil dan teratur, yang akan mengurangi risiko pendanaan melalui hutang. Perusahaan yang mempunyai ukuran besar akan lebih kecil kemungkinannya untuk mengalami kebangkrutan dalam pertimbangan menggunakan pendanaan utang.

Myers (1984) menyatakan dalam *trade-off Theory* bahwa perusahaan dengan ukuran yang relatif besar disarankan untuk berutang lebih karena pendanaan perusahaan besar lebih terdiversifikasi dan lebih tidak rawan terhadap kebangkrutan. Perusahaan besar juga lebih mempunyai akses terhadap pasar modal. Maka dari itu berdasarkan teori *trade-off theory*, perusahaan yang berukuran relatif besar akan mempunyai kecenderungan *leverage* yang besar. Beberapa penelitian juga menemukan adanya hubungan positif *size* terhadap *leverage* antara lain Nikolaos *et al* (2007); Avarmaa *et al* (2011); Sheikh (2011); Gharaibeh (2015).

H4 : *Size* berpengaruh positif signifikan terhadap *Leverage*

Pengaruh *Tangibility* terhadap *Leverage*

Tangibility menggambarkan aset-aset fisik yang berwujud dalam suatu perusahaan. Tingginya tingkat aset yang berwujud dalam perusahaan dipandang baik bagi pihak kreditur. Semakin tingginya aset yang berwujud (*tangible*) perusahaan debitur akan dipandang baik oleh pihak kreditur. Aset yang berwujud yang nilainya *tangible* dipandang sebagai aset yang dapat dijaminkan untuk dapat memenuhi kewajiban perusahaan (*collateral asset*). Hal ini akan menambah kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan utang yang lebih dalam mendanai aset perusahaan.

Tingginya *tangibility* perusahaan diprediksi akan mempunyai hubungan positif terhadap kebijakan *leverage* perusahaan. Teori *Trade-off* menyatakan bahwa ada *cost* dalam menggunakan utang di pendanaan perusahaan dimana manajer perusahaan mempunyai informasi yang lebih dari pemegang saham. Tingginya *Tangibility* dimana menunjukkan nilai aset perusahaan yang berwujud (*tangible*) akan menghilangkan *cost* tersebut dan menunjang penggunaan utang untuk membiayai aset perusahaan. Pengaruh positif *tangibility* terhadap *leverage* perusahaan juga telah ditemukan oleh beberapa peneliti terdahulu, antara lain Gharaibeh (2015); Viviani (2008); Jong *et al* (2008).

H5 : *Tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap *Leverage*

Pengaruh Likuiditas terhadap *Leverage*

Kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Tingginya rasio likuiditas perusahaan menunjukkan banyaknya ketersediaan dana perusahaan untuk dapat memenuhi kewajibannya. Ketersediaan dana ini akan mengurangi kecenderungan perusahaan dalam menggunakan dana eksternal untuk membiayai aset mereka.

Ketika suatu perusahaan mempunyai kemampuan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, perusahaan akan tidak memerlukan utang. Karena dengan likuiditas yang tinggi, maka perusahaan tersebut akan tidak memerlukan dana lebih dalam menjalankan kewajiban jangka pendeknya. Maka dari itu diprediksi adanya hubungan negatif antara rasio likuiditas dengan *leverage* perusahaan. Penelitian-penelitian terdahulu yang juga menunjukkan adanya hubungan negatif antara likuiditas dengan *Leverage* perusahaan antara lain; Deesomsak *et al* (2004); Mazur (2007); Viviani (2008); Alipour dan Pejman (2015).

H6 : Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*

Pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Dividen Payout Ratio*

Insider Ownership merupakan salah satu fenomena yang mengatasi masalah agensi perusahaan. Kepemilikan saham manajerial akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer – manajer di dalam perusahaan. Adanya kesempatan dari pihak manajer untuk menjalankan perusahaan berbeda dari keinginan pemegang saham perusahaan. kepemilikan saham manajerial akan memperkecil kemungkinan perbedaan tujuan dari pihak manajer dan pihak pemegang saham perusahaan.

Agency Theory yang dikemukakan oleh Jensen (1976) menyatakan bahwa pembagian dividen merupakan salah satu kebijakan yang meminimalkan adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent*. Pembagian dividen merupakan salah satu wujud keberhasilan manajer perusahaan dalam menjalankan perusahaannya. Disisi lain, pembagian dividen juga merupakan salah satu cara dari pemegang saham untuk tetap memastikan bahwa manajer perusahaan tetap menjalankan perusahaan sesuai dengan kemauan pemegang saham. Karena adanya kesejajaran antara kepentingan *principal* dan *agent* dengan adanya *insider ownership*, maka dividen akan tidak diperlukan lagi untuk meminimalisir biaya agensi. Karena adanya kesetaraan kepentingan antara kedua pihak *principal* dan *agent* maka para manajer akan lebih cenderung mengeluarkan dividen untuk mensejahterahkan pemegang saham, dan dengan adanya *insider ownership*, mensejahterahkan dirinya sendiri. Pengaruh positif *insider ownership* terhadap kebijakan dividen juga ditemukan oleh peneliti terdahulu yaitu Moradi *et al* (2012); Wahla *et al* (2012).

H7 : *Insider Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap *Dividen Payout Ratio*

Pengaruh *Sales Growth* terhadap *Dividen Payout Ratio*

Salah satu sumber dana utama dari perusahaan adalah dari penjualannya. Bertambahnya penjualan perusahaan akan menambah ketersediaan dana dari internal perusahaan sehingga perusahaan dapat menggunakannya sebagai investasi kembali ke aset perusahaan atau memberikan keuntungannya sebagai pembayaran dividen kepada pemegang saham perusahaan.

Meningkatnya ketersediaan dana internal dari pertumbuhan penjualan akan memungkinkan perusahaan untuk membayar dividen lebih lagi. Dengan kebijakan dividen merupakan salah satu solusi dari masalah agensi menurut *Agency Theory* (Jensen, 1976). Masalah agensi perusahaan akan terlihat ketika perusahaan memiliki kas yang banyak tetapi disertakan dengan pertumbuhan perusahaan yang rendah. Salah satu cara untuk mengontrol agen (manajer) perusahaan adalah dengan menuntut manajer untuk memberikan dividen secara berkala. Pembayaran dividen sesuai dengan permintaan dan ekspektasi pemegang saham adalah indikator keberhasilan manajemen perusahaan (agen) dan meminimalisir *Agency Cost*. Suatu teori yang dikemukakan oleh Gordon (1959) yaitu *Bird in hand Theory* menyatakan bahwa investor lebih memilih *return* investasinya berupa dividen daripada *capital gain*. Beberapa penelitian sebelumnya juga mendukung adanya pengaruh positif dari *Sales growth* terhadap *Dividend Payout Ratio* antara lain Nadjibah (2008) dan Difah (2011).

H8 : *Sales Growth* berpengaruh positif signifikan terhadap *Dividen Payout Ratio*

Pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap *Leverage*

Pembayaran dividen akan mengurangi ketersediaan dana dari perusahaan untuk membiayai aset dan investasi perusahaan. Hal ini akan mendorong perusahaan untuk menggunakan dana eksternal untuk dapat menambahkan dana internal untuk membiayai aset dan investasi perusahaan.

Dalam keadaan ini, berdasarkan *pecking order theory* perusahaan akan menerbitkan hutang dengan tujuan mendapatkan suntikan dana untuk membiayai aset dan investasi perusahaan.

Semakin tinggi dividen yang dibayarkan, semakin kecil sisa pendanaan internal, maka semakin banyak pendanaan eksternal yang digunakan. Karena uraian tersebut maka bisa diprediksi bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. Penelitian terdahulu telah dilakukan dan menemukan hasil yang sama yaitu pengaruh negatif pembayaran dividen terhadap *leverage* perusahaan. beberapa diantaranya antara lain Umer (2014); Vo dan Nguyen (2014).

H9 : Dividend Payout Ratio berpengaruh Positif signifikan terhadap Leverage

Dividend Payout Ratio memediasi pengaruh Insider Ownership terhadap Leverage

Dengan adanya kebijakan dividen Insider ownership yang tinggi akan mendorong manajer untuk memanfaatkan *leverage* dalam investasi perusahaan yang menguntungkan. Efektivitas manajemen aset perusahaan melalui penggunaan *leverage* akan mengurangi konflik agensi antara pemegang saham dan para manajer, diikuti dengan pembayaran dividen.

Kebijakan dividen menunjukkan sinyal positif yaitu manajemen perusahaan yang baik oleh para manajer perusahaan. *Insider Ownership* akan membuat para manajer perusahaan menjadi lebih berhati – hati dan produktif dalam menggunakan utang untuk mendanai aset perusahaan. Dengan asumsi tersebut penggunaan *leverage* akan bertambah terus sampai kepada nilai optimalnya untuk memaksimalkan nilai perusahaan. manajer dan pemegang saham perusahaan mempunyai harapan akan memaksimalkan nilai perusahaan lewat harga pasar saham tersebut. karena perusahaan bergantung kepada apresiasi pasar, manajemen perusahaan yang baik dapat ditunjukkan dari pembagian dividen. Hubungan langsung *insider ownership* terhadap *leverage* bersifat positif karena samanya kepentingan manajer dan pemegang saham, berbeda ketika hubungan *insider ownership* dan *leverage* dengan mediasi kebijakan dividen.

Perusahaan yang tidak membayar dividen mengindikasikan adanya laba perusahaan yang ditahan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sedang ingin menggunakan dana internal dalam investasi mereka dan akan mengurangi adanya penggunaan dana eksternal dalam pendanaan perusahaan. tetapi jika pembayaran dividen meningkat, pendanaan internal akan berkurang. Hasilnya, akan adanya kebutuhan dana tambahan bagi perusahaan. Dari sebab ini maka perusahaan akan cenderung menggunakan dana eksternal yaitu utang untuk mendanai investasi mereka. keputusan manajer dalam meningkatkan laba ditahan bertujuan untuk mengurangi ketergantungan terhadap utang untuk mendanai investasi perusahaan. karena berbagai latar belakang tersebut, kebijakan dividen akan mengurangi pengaruh *insider ownership* terhadap *leverage* perusahaan.

H10: Dividend Payout Ratio memediasi pengaruh Insider Ownership terhadap Leverage

Dividend Payout Ratio memediasi pengaruh Sales Growth terhadap Leverage

Penelitian ini memprediksikan adanya efek mediasi dari rasio pembayaran dividen terhadap hubungan *sales growth* dan *leverage*. Efek *sales growth* terhadap *leverage* bersifat tidak langsung. Tingginya pertumbuhan penjualan perusahaan akan mendorong perusahaan untuk tidak menggunakan pendanaan eksternal karena adanya dana internal yang tinggi juga. Tetapi dengan meningkatnya penjualan, perusahaan akan dituntut untuk membayar dividen, maka dari itu akan ada berakibat ke penggunaan utang. Pembayaran dividen akan menggambarkan performa baik manajemen perusahaan tersebut dan juga pertumbuhan penjualan. Dengan tersedianya aliran kas dari peningkatan penjualan, maka perusahaan akan diharapkan untuk mengeluarkan pembayaran dividen. Pembayaran dividen ini berakibat kepada berkurangnya pendanaan internal perusahaan.

Pertumbuhan penjualan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Makin tingginya pertumbuhan perusahaan, makin tingginya lagi profitabilitas yang akan mendorong perusahaan untuk membayarkan dividen. Karena sebagian dana internal dialokasikan kepada pembayaran dividen, perusahaan akan memerlukan dana tambahan untuk membiayai investasinya.

Mempertimbangkan kebijakan dividen, sisa laba ditahan tidak akan cukup untuk membiayai aset perusahaan. Maka dari itu perusahaan akan cenderung menggunakan dana eksternal berupa utang untuk mendanai aset mereka. Hal ini membuktikan efek mediasi variabel

pembayaran dividen terhadap hubungan *sales growth* dan *leverage* (Ia ode, 2013). Makin tingginya dividen, akan memperbesar permintaan ketersediaan kas perusahaan. Maka tingginya dividen akan juga memperbesar jumlah utang yang diperlukan perusahaan, dan memperbesar *leverage*.

H11 : Dividend Payout Ratio memediasi pengaruh Sales Growth terhadap Leverage

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini variabel yang digunakan terdiri dari variabel dependen, variabel intervening, dan variabel independen. Variabel dependen yang digunakan *Leverage*, variabel intervening yang digunakan adalah DPR, dan variabel independen yang digunakan adalah *Insider Ownership*, *Sales Growth*, Profitabilitas, *Size*, *Tangibility* dan Likuiditas.

**Tabel 2
Variabel dan Indikator**

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Sumber
<i>Leverage</i>	pendanaan aset dan investasi daripada perusahaan dengan menggunakan sumber dana daripada utang	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$	Sheikh (2011), La ode <i>et al</i> (2013)
DPR	Kebijakan pembayaran Dividen	$\frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$	La ode <i>et al</i> (2013)
<i>Insider Ownership</i>	kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan	$\frac{\text{jumlah saham manajemen}}{\text{jumlah seluruh saham}}$	Robert Ang (1997)
<i>Sales Growth</i>	Pertumbuhan penjualan perusahaan	$\frac{\text{Sales}(t) - \text{Sales}(t-1)}{\text{Sales}(t-1)}$	Rafique (2012)
<i>Profitability</i>	menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba	$\frac{\text{EBT}}{\text{Total Asset}}$	Sheikh (2011)
<i>Size</i>	menunjukkan besar kecilnya ukuran suatu perusahaan	$\ln \frac{\text{Total Asset}}{\text{Total Assets}}$	Gharaibeh (2015)
<i>Tangibility</i>	menunjukkan aset perusahaan yang berwujud atau <i>tangible</i>	$\frac{\text{Net Fixed Assets}}{\text{Total Asset}}$	Sheikh (2011)
<i>Liquidity</i>	kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kebutuhan jangka pendeknya	$\frac{\text{Total Asset}}{\text{Current Assets}}$ $\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$	Sheikh (2011)

Populasi dan Sampel

Populasi yang akan dijadikan objek dalam penelitian ini adalah 142 perusahaan—perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode tahun 2011-2015. Teknik pengambilan sampel penelitian ini digunakan metode *purposive sampling*, yang adalah menentukan sampel berdasarkan kriteria tertentu dan pertimbangan tertentu. Sampel yang diperoleh adalah 79 Perusahaan.

Metode Analisis Data

Pada penelitian ini, metode pengumpulan data dari Terminal Bloomberg FEB Universitas Diponegoro dan dilakukan dengan cara tabulasi manual. Metode analisis data yang digunakan adalah metode analisis regresi berganda dan Path analysis dan uji Sobel. Berikut adalah model perhitungan penelitian ini:

$$Y_1 = \alpha_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + e_1$$

$$Y_2 = \alpha_2 + \beta_3 X_1 + \beta_4 X_2 + \beta_5 X_3 + \beta_6 X_4 + \beta_7 X_5 + \beta_8 X_6 + \beta_9 X_7 + e_2$$

Keterangan:

β_1	= konstanta	β_2	= Profitabilitas
β_2	= koefisien regresi	β_3	= <i>Size</i>
β_3	= DPR	β_4	= <i>Tangibility</i>
β_4	= <i>Leverage</i>	β_5	= Likuiditas
β_5	= <i>Insider Ownership</i>	β_6	= DPR
β_6	= <i>Sales Growth</i>	$e_1 \text{ \& } e_2$	= Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 3
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INSIDERR	240	,00	,28	,0143	,04697
SALESGROW	240	-,36758	1,48547	,1387450	,19479508
PROFIT	240	-,00979	,55903	,1368616	,11793065
SIZE	240	98019131	97524233	30018570	,67688941
TANGIBLE	240	,04490	,84296	,3480673	,18142781
LIQUID	240	,47802	13,35001	2,7823904	2,30615461
DPR	240	,02441	1,99893	,3963200	,29765428
LEV	240	,06918	,84363	,3989217	,17303157
Valid N (listwise)	240				

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2017

Deskripsi data *Insider Ownership* menunjukkan rata-rata sebesar 1,43%. Hal ini menunjukkan rata-rata saham dari perusahaan sampel selama tahun 2011 – 2015 yaitu 1,43%. jumlah persentase dari seluruh saham yang dimiliki oleh manajerial (*Insider Ownership*). Jumlah kepemilikan saham manajerial yang paling rendah adalah sebesar 0,00 atau 0% yaitu terdapat pada beberapa perusahaan dan nilai tertinggi adalah 28% yaitu terdapat pada perusahaan BRAM (PT Indo Kordsa Tbk). Standar deviasi sebesar 0,046 yang lebih besar dari rata-ratanya menunjukkan bahwa sampel memiliki variasi kepemilikan saham manajerial yang relatif besar.

Variabel pertumbuhan penjualan (*Sales Growth*) perusahaan menunjukkan rata-rata sebesar 0,138745 atau 13,87% yang menunjukkan rata-rata besarnya *Sales Growth* perusahaan di sektor manufaktur sebesar 13,87%. Nilai pertumbuhan Penjualan perusahaan terendah adalah sebesar -0,3676 atau -36,76% yaitu terdapat pada perusahaan TPIA (PT Chandra Asri Petro Chemical Tbk) tahun 2015 sedangkan nilai pertumbuhan perusahaan tertinggi adalah sebesar 1,48547 atau 148,55% yaitu terdapat pada perusahaan AISA (PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk) pada tahun 2011. Standar deviasi sebesar 0,1947 yang lebih besar dari rata-ratanya menunjukkan bahwa sampel memiliki variasi pertumbuhan yang relatif besar.

Variabel rasio profitabilitas yang diukur dengan rasio laba sebelum pajak terhadap total aset (ROA) menunjukkan rata-rata sebesar 0,1368 yang menunjukkan rata-rata ROA perusahaan di sampel sebesar 13,68%. Nilai profitabilitas terkecil adalah sebesar -0,0097 yaitu pada perusahaan TKIM (Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk) pada tahun 2015 dan nilai profitabilitas tertinggi adalah sebesar 0,5590 yaitu terdapat pada perusahaan UNVR (PT Unilever Indonesia Tbk) pada tahun 2013. Standar deviasi sebesar 0,1179 yang lebih besar dari rata-ratanya menunjukkan bahwa sampel memiliki variasi profitabilitas yang relatif besar.

Deskripsi Statistik variabel ukuran perusahaan (*Size*) menunjukkan total aset yang dimiliki oleh perusahaan rata-rata sebesar 30018570. *Size* perusahaan terbesar yang dimiliki sampel adalah sebesar 97524233 yaitu pada perusahaan INKP (PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk) pada tahun

2015, sedangkan *Size* perusahaan terendah pada sampel adalah sebesar 98019131 yaitu pada perusahaan LMSH (PT Lion Mesh Prima Tbk) pada tahun 2011.

Rasio *Tangibility* pada sampel menunjukkan rata-rata sebesar 0,3963 yang menunjukkan rata-rata aset berwujud pada sampel sebesar 39,63% dari total aset yang dimiliki perusahaan sampel. Nilai rasio *Tangibility* terkecil sebesar 0,0449 yaitu terdapat pada perusahaan DPNS (PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk) pada tahun 2015 dan nilai rasio *Tangibility* terbesar adalah sebesar 0,8429 yaitu terdapat pada perusahaan SMCB (PT Holcim Indonesia Tbk) pada tahun 2014.

Deskripsi statistik likuiditas (*Liquidity*) pada Tabel 3 menunjukkan rata-rata likuiditas pada perusahaan sampel sebesar 2,7823. Hal ini menunjukkan rata-rata likuiditas perusahaan pada sampel mencapai 2,7823 kali. Nilai Likuiditas terendah pada sampel adalah sebesar 0,4780 yaitu terdapat pada perusahaan MASA (PT Multistrada Arah Sarana Tbk) pada tahun 2011 dan nilai likuiditas tertinggi pada sampel adalah sebesar 13,3500 yaitu terdapat pada perusahaan DPNS (PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk) pada tahun 2015.

Tabel 3 menunjukkan bahwa rata-rata rasio DPR adalah sebesar 0.3963 yang menunjukkan bahwa rata-rata dividen yang dibagikan pada sampel adalah 39,63%. Nilai DPR terkecil pada sampel sebesar 0,0244 atau 2,44% yaitu terdapat pada perusahaan PBRX (PT Pan Brothers Indonesia Tbk) pada tahun 2011 dan nilai DPR tertinggi pada sampel adalah sebesar 1.99 atau 199% yaitu terdapat pada perusahaan IGAR (PT Champion Pacific Indonesia Tbk) pada tahun 2011.

Statistik deskriptif pada tabel 3 menunjukkan bahwa rata-rata rasio *leverage* pada sampel adalah sebesar 0,3898 yang menunjukkan leverage pada sampel mempunyai rata-rata 38,98%. Nilai rasio *leverage* terbesar pada sampel adalah sebesar 0,8436 yaitu terdapat pada perusahaan JECC (PT Jembo Cable Company Tbk) pada tahun 2014 dan nilai rasio *leverage* terendah pada sampel adalah sebesar 0,0692 yaitu terdapat pada perusahaan SIDO (PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk) pada tahun 2014.

UJI ASUMSI KLASIK

Tabel 4
Uji Normalitas model 1 dan 2
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual	Unstandardized Residual
N		240	240
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7	0E-7
	Std. Deviation	,72170541	,07062998
Most Extreme Differences	Absolute	,042	,061
	Positive	,025	,061
	Negative	-,042	-,045
Kolmogorov-Smirnov Z		,650	,945
Asymp. Sig. (2-tailed)		,793	,333

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 5
Pengujian multikolinieritas Model 1

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
1 INSIDERR	,996	1,004
SALESGROW	,996	1,004

a. Dependent Variable: LnDPR

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 6
Pengujian multikolinieritas Model 2

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
INSIDERR	,928	1,077
SALESGROW	,904	1,106
PROFIT	,738	1,355
SIZE	,856	1,168
TANG	,718	1,393
LnLIQ	,712	1,404

LnDPR	,723	1,384
-------	------	-------

a. Dependent Variable: LEV

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 7
Pengujian autokorelasi model 1
Model Summary^p

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,224 ^a	,050	,042	,72474	1,991

a. Predictors: (Constant), SALESGROW, INSIDERR

b. Dependent Variable: LnDPR

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2017

Tabel 8
Pengujian autokorelasi 2
Model Summary^p

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,913 ^a	,833	,828	,07168760	1,949

a. Predictors: (Constant), LnDPR, TANG, INSIDERR, SALESGROW, SIZE, PROFIT, LnLIQ

b. Dependent Variable: LEV

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 9
Uji Heteroskedastisitas model 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,575	,036	15,760	,000
	INSIDERR	-,414	,611	-,044	,498
	SALESGROW	,006	,147	,003	,044

a. Dependent Variable: absresdpr

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 10
Uji Heteroskedastisitas model 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	,033	,056	,591	,555	
	INSIDERR	-,102	,062	-,110	-1,651	,100
	SALESGROW	-,003	,015	-,014	-,207	,836
	PROFIT	-,030	,027	-,082	-1,096	,274
	SIZE	,002	,004	,030	,429	,668
	TANG	-,004	,004	-,078	-1,030	,304
	LnLIQ	-,005	,005	-,076	-1,004	,316
	LnDPR	-,003	,004	-,056	-,742	,459

a. Dependent Variable: absresall

Sumber: Data sekunder yang diolah

Hasil pengujian asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas bisa ditunjukkan pada tabel 4 sampai tabel 10 telah membuktikan bahwa kedua model penelitian ini telah lolos uji asumsi klasik.

Analisis Regresi Berganda

Tabel 11
Hasil analisis regresi model 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-1,048	,060		-17,539	,000
INSIDERR	-1,993	1,000	-,126	-1,993	,047
SALESGROW	-,731	,241	-,192	-3,031	,003

a. Dependent Variable: LnDPR

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari hasil analisis tersebut dapat diketahui bahwa variabel independen *Insider Ownership* dan *Sales Growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR ($\text{sig} < 0,05$). Berdasarkan persamaan diketahui bahwa variabel independen yang berpengaruh paling tinggi adalah *Sales Growth* dengan koefisien sebesar -0,192. Kemudian diikuti variabel *Insider Ownership* dengan koefisien sebesar -0,126.

Tabel 12
Hasil analisis regresi model 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,374	,094		3,989	,000
INSIDERR	-,173	,102	-,047	-1,685	,093
SALESGROW	,025	,025	,028	1,006	,315
PROFIT	-,113	,046	-,077	-2,460	,015
SIZE	,024	,007	,093	3,206	,002
TANG	,075	,007	,359	11,352	,000
LnLIQ	-,252	,008	-,987	-31,096	,000
LnDPR	-,021	,007	-,090	-2,866	,005

a. Dependent Variable: LEV

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari hasil analisis tersebut dapat diketahui bahwa variabel independen *Insider Ownership*, *Sales Growth* tidak berpengaruh terhadap *Leverage* ($\text{sig} > 0,05$). *Tangibility* dan *Size* perusahaan ditemukan berpengaruh positif signifikan terhadap *Leverage*. Profitabilitas, Likuiditas dan DPR ditemukan berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*.

Uji Sobel (Uji Mediasi)

Tabel 6
Hasil Uji Sobel

Pengaruh Tidak Langsung			Sobel Test Statistic	P-Value
<i>Insider Ownership</i>	DPR	<i>Leverage</i>	1,6660061	0,09690
<i>Sales Growth</i>	DPR	<i>Leverage</i>	2.1329597	0,03292

Dari hasil uji Sobel dapat disimpulkan bahwa DPR dapat memediasi pengaruh *Sales Growth* terhadap *Leverage* ($t > 1.96$) dan tidak dapat memediasi pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Leverage* ($t < 1.96$)

KESIMPULAN

Penelitian ini menemukan bahwa *Size* dan *Tangibility* berpengaruh positif signifikan terhadap *Leverage*. Profitabilitas, Likuiditas dan kebijakan Dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap *Leverage*, sedangkan *Insider Ownership* dan *Sales Growth* tidak berpengaruh terhadap *Leverage*. *Insider Ownership* dan *Sales Growth* ditemukan berpengaruh negatif terhadap kebijakan Dividen. Kebijakan dividen terbukti bisa memediasi hubungan *Sales growth* terhadap *Leverage* tetapi tidak dengan hubungan *Insider Ownership* terhadap *Leverage*.

SARAN UNTUK PERUSAHAAN

Likuiditas telah ditemukan berpengaruh negatif terhadap leverage. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio Likuiditas suatu perusahaan, maka jumlah utang di perusahaan tersebut akan semakin berkurang. Perusahaan yang mempunyai kemampuan tinggi dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya disarankan untuk menurunkan tingkat penggunaan utangnya di perusahaan karena tidak perlunya dana tambahan dalam memenuhi kewajiban perusahaan.

Profitabilitas akan menambah ketersediaan dana internal bagi perusahaan, maka dari itu pendanaan dari utang akan tidak diperlukan lagi. Hal ini menunjukkan pengaruh negatif Profitabilitas terhadap *Leverage* perusahaan sesuai dengan hasil penelitian ini. Ketersediaan dana yang lebih lagi dari tingginya Profitabilitas akan lebih efektif untuk digunakan dalam mendanai aset dan investasi perusahaan karena risikonya lebih rendah dibandingkan dengan utang.

Tangibility telah ditemukan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Leverage* perusahaan. Ketika perusahaan memerlukan dana lebih dan ingin mendapatkannya dengan utang kepada pihak lain, maka disarankan perusahaan untuk mempunyai aset berwujud (*Tangibility*) yang tinggi. Aset berwujud yang banyak akan membuat perusahaan mempunyai agunan yang banyak dan dapat dengan mudah untuk mendapatkan hutang karena banyaknya aset yang bisa dijadikan agunan (*Collateral Asset*).

Ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Leverage*. Semakin tinggi ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi juga jumlah utang yang digunakan perusahaan dalam mendanai aset dan investasi mereka. Hal ini dianjurkan karena perusahaan yang relatif besar akan mendanai perusahaan mereka dengan sumber dana yang terdiversifikasi dengan tujuan mendapatkan distribusi risiko yang tepat.

Dividen terbukti berpengaruh negatif terhadap *Leverage* perusahaan. Hubungan ini terlihat ketika perusahaan mengurangi dividen, artinya perusahaan tersebut sedang menahan dana internal perusahaan untuk mendanai aset mereka. Dalam keadaan ini perusahaan akan membutuhkan dana yang lebih lagi, sehingga berkurangnya dividen tersebut akan menambahkan jumlah utang yang dimiliki perusahaan dengan asumsi ingin mendanai aset dan investasi perusahaannya.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki *adjusted R Square* sebesar 0.828 atau 82.8% pada model kedua yaitu *Leverage* sebagai variabel dependennya. Hal tersebut menunjukkan bahwa ada 17.2% sisa pengaruh terhadap variabel *Leverage* diluar variabel yang digunakan dalam penelitian ini yang masih bisa diselidiki oleh peneliti selanjutnya. Selain itu outlier yang berjumlah 53 observasi yang dikeluarkan dari sampel penelitian dalam tujuan untuk lolos uji asumsi klasik mengurangi jumlah observasi dalam penelitian ini. Secara statistik, pengolahan data dalam penelitian ini masih bersifat diwakili oleh jumlah sampel, belum oleh jumlah seluruh populasi.

Saran Bagi Penelitian Selanjutnya

Berdasarkan keterbatasan penelitian yang disampaikan, maka peneliti selanjutnya dapat mengembangkan kembali penelitian ini dengan menambahkan beberapa variabel diluar penelitian ini yang mencakup hal yang berhubungan dengan dependen penelitian ini yaitu seperti variabel volatilitas pendapatan seperti pada penelitian Sheikh (2011). Penambahan variabel diharapkan dapat menambahkan koefisien (R^2) lebih lagi.

Jumlah sampel 79 perusahaan masih jauh daripada populasi seluruh perusahaan manufaktur pada periode waktu penelitian. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian dengan meneliti sampel perusahaan lebih banyak. Penambahan sektor lain juga disarankan untuk mendapat sampel yang lebih banyak lagi, contohnya seperti penelitian pada perusahaan di sektor non finansial.

REFERENSI

- Ahmed, H. (2008). The Determinants of Dividend Policy in Pakistan, (Winter).
- Agrawal, A and C.R. Knoeber., *Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (3), 1996. 377-397
- Al-Gharaibeh, M. (2013). The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(9), 769–796.
- Al Najjar, B., & Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure. *Managerial Finance*, 34(12), 919–933.
<https://doi.org/10.1108/03074350810915851>
- Al Najjar, Basil, (2012), "Dividend Behavior and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data", *Bristol Business School*
- Alipour, M.E. Pejman. 2015. *The impact of performance measures, leverage and efficiency on market value added: Evidence from Iran: Global Economics and Management Review*. 20. 6–14
- Alvazian, Varouj A. Ying Ge and Jiaping Qiu. 2005. *The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence, Journall of Corporate Financem* Vol.11, 277-291
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft Indonesia
- Avarmaa, Aaro Hazak & Kadri Männasoo (2011) Capital structure formation in multinational and local companies in the Baltic States, *Baltic Journal of Economics*, 11:1, 125-145, DOI: 10.1080/1406099X.2011.10840494
- Baron, R.M dan Kenny, D.A. 1986. "The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual Strategic, and Statistical Consideration". *Journal of Personality and Social Psychology*. 51. 1173-1182.
- Bhaird, Ciaran Mac'an and Brian Lucey. 2011. *An Empirical Inviestigation of The Financial Growth Lifecycle: Journall of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 18 (4), 715-731
- Bulan, Laarni and Zhipeng Yan. 2010. *Firm Maturity and the Pecking Order Theory: International Journal of Business and Economics*, Vol.9 (3). 179-200
- Cao, L., Du, Y., & Hansen, J. Ø. (2017). Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China. *International Business Review*.
<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.02.001>
- Deesomsak, R., Paudyal, K. and Pescetto, G. (2004), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.14, pp.387-405
- Difah, Siti Syamsiroh. 2011. *Analnsis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2009*. Skripsi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Dramawan, I. D. K. A. (2015). Pengaruh Risiko Penjualan dan Pertumbuhan Penjualan Pada Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Property. *Jurnal Buletin Studi Ekonomi*.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321–331.

- <https://doi.org/10.1108/03074350710739605>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
<https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Fuad. 2005. *Simultanitas dan Trade-off Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi: Peran dari Corporate Ownership*. Jurnal SNA Solo: 263-278
- Ghazouani, T. (2013). The capital structure through the trade-off theory: evidence from Tunisian firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 625-636.
- Ghozali, imam (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gharaibeh, A. (2015). The determinants of capital structure: empirical evidence from kuwait. *European Journal of Business, Economics and Accountancy*.
- Gordon, M. . (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economic and Statistics*, 41(2), 99–105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Gujarati, D. 2003. *Basic Econometrics*. Mc-Grawhill. New York
- Hanjoon Kim, Paul D. Berger, (2008) "A Comparison of Capital Structure Determinants: The United States and The Republic of Korea", *Multinational Business Review*, Vol. 16 Issue: 1, pp.79-100, <https://doi.org/10.1108/1525383X200800004>
- Harjito, D. Agus dan Nurfauziah. 2006. *Hubungan Kebijakan Utang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia*, *Jurnal Asosiasi Accounting Indonesia*, Vol. 10 (2), 19-36
- Jensen, michael c., & Meckling, william h. (1976). theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305–360.
- Jogiyanto, H.M. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 2*. Yogyakarta : BPFE-Yogyakarta
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y., Balçilar, M., & Onal, Y. B. (2009). Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5), 594–609. <https://doi.org/10.1108/09596110910967827>
- López-Gracia, J. & Sogorb-Mira, F. Small Bus Econ (2008) Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs 31: 117. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9088-4>
- Mao, Connie X. 2003. *Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.12 (3), 399-423
- Masdupi, Erni. 2005. *Analisa Dampak Struktur Kepemilikan ada Kebijakan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan*, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 20 (1), 57-69
- Mazur, K. (2007), "The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies", *International Advances in Economic Research*, Vol.13, pp. 495-514
- Millert, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Source: The Journal of Business*, 34(4), 411–433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Modigliani, F., & Miller, merton h. (1958). the cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, (3), 261–297.
- Moradi, Javad, Hashem Valipour, dan Sayedeh Sara Mousavi, (2012), "Determinant Factors of Dividend Policy in firm Listed in Tehran Stock Exchange," *American Journal of Scientific Research*.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Review of Financial Studies*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.1093/rfs/8.4.1185>
- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 187–221.
- Nadjibah. 2008. *Analisa Pengaruh Asset Growth, Size, Cash Ratio, dan Return On Asset Terhadap Dividen Payout Ratio*. Belum dipublikasikan. diakses pada www.google.com
- Ojah, Kalu and Justo Manrique. 2005. *Determinants of Corporate Debt Structure in a Privately Dominated Debt Market: a Study of the Spanish Capital Market: Applied Financial*

- Economics*. Vol.15, 455-468
- Pao, Hsiao Tien, and Yao Yu Chih. 2005. *Comparison of Linear and Nonlinear Models for Panel Data Forecasting: Debt Policy in Taiwan: Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol.8 (3), 525-541
- Rafique, M. (2012). Factors Affecting Dividend Payout : Evidence From Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange © Society for Business and Management Dynamics © Society for Business and Management Dynamics. *Business Management Dynamics*, 1(11), 76–92.
- Ramachandran, A., & Packkirisamy, V. (2010). The Impact of Firm Size on Dividend Behaviour: A Study With Reference to Corporate Firms across Industries in India. *Managing Global Transitions*. Retrieved from http://www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1581-6311/8_049-078.pdf
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data", *The Journal of Finance*, Vol.50
- Rejeki, sutari sri. (2011). PENGARUH DEBT TO EQUITY RATIO , NET PROFIT MARGIN , ASSET GROWTH , FIRM SIZE , DAN CURRENT RATIO TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO . (Studi Kasus Pada Perusahaan Non Financial Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan* Edisi 4. Yogyakarta: Bagian Penerbitan FE
- Rozeff, M.1982. 'Growth, Beta, and Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios" dalam *The Journal of Financial Research*. No.3/Vol.5.
- Sekaran, Uma. 2006. *Research Methods for Business*. Jakarta : Salemba Empat.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37(12), Hal: 117-133. <https://doi.org/10.1108/03074351111103668>
- Subramanyam, K. R. (2010). Financial Statement Analysis. *Salemba Empat*. <https://doi.org/10.2307/2327225>
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan, dan Informasi Asimetri*. Yogyakarta: Graha Ilmu
- Sumail, la ode, Moeljadi, Djazuli, A., & Solimun. (2013). relationship between insider ownership and sales growth with dividend policy and leverage (study on manufacturing company in indonesia stock exchange). *International Journal of Business and Management Invention*, 2(5), 40–49.
- Tariq, A. (2015). the Joint-Determinants of Leverage and Dividend Policy: a Balanced Panel Study of Non Financial Firms of India and Pakistan. *European Scientific Journal*.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988), 'The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal Of Financem* Vol. 43 No. 1, pp.1-19
- Tong, Guanqun., and Christopher J. Green. 2005. *Pecking Order or Trade-off Hypothesis? Evidence on Capital Structure of Chinese Companies*, *Applied Economics*, 37. 2179-2189
- Toy, N., Stonehill, A., Remmers, L., Wright, R. and Beekhuisen, T. (1974) "A Comparative International Study of Growth, Profitability and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector", *The Journal of Financuak and Quantitative Analysis*, Vol.9 No.5, pp. 875-876
- Usman, M. (2014). Determinants of Capital Structure : Empirical Evidence from Large Taxpayer Share Companies in Ethiopia. *International Journal of Economics and Finance*, 6(1), 53–65. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n1p53>
- Van Horne, James C. 2002. *Financial Management Policy*. United States of America : Prentice Hall
- Viviani, J. (2008), "Capital Structure Determinants: an Empirical Study of French Companies in the Wine Industry". *International Journal of Wine Business Research*, Vol.20 No. 2, pp. 171-194
- Vo, duc hong, & Nguyen, van thanh-yen. (2014). managerial ownership, leverage and dividend policies: empirical evidence from vietnam's listed firms. *International Journal of Economics and Finance*, 6(5), 274–284.



- Wahla, K.-U.-R., Shah, S. Z. A. & Hussain, Z. (2012) *Impact of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Non-Financial Listed Companies at Karachi Stock Exchange. International Research Journal of Finance and Economics*, 84(1), 6-13.
- Wald, J.K. (1999), " *How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison*", *The Journal of Financial Research*, Vol. 22 No. 2, pp. 161-187`
www. <http://quantpsy.org/sobel/sobel.htm>