

Analisis Pengaruh Kebijakan Deviden, Resiko Bisnis, Kontrol Kepemilikan, *Cash Holding* dan *Non Debt Tax Shield* Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

By:
Rizky Ardhianto
Emrinaldi Nur DP
Nur Azlina

Faculty of Economics, Riau University, Pekanbaru, Indonesia
 email : rizky.ardhi@gmail.com

Analysis of Dividend Policy, Business Risk, Ownership Control, Cash Holding and Non Debt Tax Shield on Capital Structure In Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange

ABSTRACT

Capital structure relates to how companies finance their debts and make decisions about the shape and composition of funding that will be used by the company. Financing companies can be debt or equity capital and need to be considered when obtaining these funds. Several factors can affect the capital structure is the dividend policy, business risk, ownership control, cash holding and non-debt tax shield. This study aims to determine the effect of dividend policy, business risk, ownership control, cash holding and non-debt tax shield on capital structure in companies listed in Indonesia Stock Exchange.

The results of this study found that the Dividend Policy, Business Risk, Ownership Control and Cash Holding has a significant effect on capital structure. While Non-Debt Tax Shields did not have a significant effect on capital structure. The results of this study also found that the dividend policy, business risk, ownership control, Cash Holdings, and non-debt tax shield together have an influence on the capital structure. The influence of independent variables on the dependent variable capital structure which can be described by the equation by 40.1%. While 59.9% influenced by other factors not included in the regression model.

Keywords : *Dividen Policy, Business Risk, Ownership Control, Cash Holding, Non Debt Tax Shield, and Capital Structure*

PENDAHULUAN

Struktur modal berkaitan dengan bagaimana cara perusahaan membiayai hutangnya dan mengambil keputusan mengenai bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Pendanaan perusahaan dapat berupa hutang atau modal sendiri dan perlu dipertimbangkan kapan memperoleh dana-dana tersebut.

Struktur modal adalah pendanaan tetap yang terdiri dari hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Struktur modal juga dapat didefinisikan sebagai suatu perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto 2001:282). Struktur modal suatu perusahaan merupakan gabungan antara modal sendiri dan hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Hutang perusahaan

dapat berasal dari pinjaman dari pihak luar (kreditur).

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh banyak faktor, diantaranya struktur aktiva dan profitabilitas (Taufan, 2009 dan Jortan, 2009), kebijakan dividen dan leverage operasi (Syahputra, 2010), struktur kepemilikan (Susilawati, 2005), ukuran bisnis (Arief, 2006), *tangibles*, *non debt tax shields*, *growth* dan *cash holding* (Susilowati, 2005). Dalam penelitian ini, variabel yang digunakan untuk diteliti pengaruhnya terhadap struktur modal adalah kebijakan deviden, resiko bisnis, kontrol kepemilikan, *cash holding* dan *non debt tax shield* dengan alasan sebagai berikut:

Kebijakan deviden adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Dividen merupakan sejumlah dana yang harus dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham sebagai konsekuensi dari penyertaan modalnya dalam perusahaan. Kebijakan deviden ini akan menentukan berapa banyak bagian keuntungan yang akan dibagikan perusahaan kepada pemegang saham dan berapa banyak bagian keuntungan yang akan ditahan oleh perusahaan sebagai laba ditahan (Syahputra, 2010).

Resiko bisnis adalah risiko yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan bisnis. Resiko diyakini tidak dapat dihindari namun perlu diminimalisir, untuk itu manajemen risiko menjadi bagian penting dari strategi manajemen semua perusahaan. Suatu organisasi dapat menunjukkan risiko yang terjadi pada suatu aktivitas menuju keberhasilan di dalam masing-masing aktivitas dari semua aktivitas. Fokus dari manajemen risiko yang baik adalah identifikasi dan cara mengatasi risiko. Sasarannya untuk

menambah nilai maksimum berkesinambungan (*sustainable*) organisasi. Tujuan utama untuk memahami potensi *upside* dan *downside* dari semua faktor yang dapat memberikan dampak bagi organisasi. Manajemen risiko meningkatkan kemungkinan sukses, mengurangi kemungkinan kegagalan dan ketidakpastian dalam memimpin keseluruhan sasaran organisasi.

Kebanyakan perusahaan masih dimiliki oleh keluarga dan posisi manajer dipegang oleh pemegang saham mayoritas atau manajemennya masih dari kalangan keluarga. Akibatnya para manajer perusahaan publik hanya menjadi kepanjangan tangan pemegang saham terbesar, yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga tertentu, atau dengan kata lain apa yang menjadi pendapat pemegang saham terbesar juga menjadi pendapat manajer. Kepemilikan terkonsentrasi bisa jadi mendorong pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Ekspropriasi adalah suatu proses penggunaan hak kontrol atau kendali seseorang untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens et al., 1999).

Cash Holding adalah keputusan keuangan yang berkaitan dengan ketersediaan kas pada tingkat yang optimal. Ginglinger dan Saddour (2007) dalam Wijaya (2011) menyatakan bahwa penentuan tingkat *cash holding* perusahaan merupakan salah satu keputusan keuangan penting yang harus diambil oleh seorang manajer keuangan. *Cash holding* dapat digunakan untuk beberapa hal, antara lain dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen, melakukan pembelian kembali saham, melakukan investasi atau menyimpannya untuk kepentingan perusahaan di masa depan. Perusahaan harus dapat menjaga kas yang dimiliki pada tingkat yang

optimal karena menahan kas terlalu besar dalam aktiva adalah hal yang tidak produktif dan memerlukan biaya yang tinggi. Tingkat *cash holding* dalam perusahaan merupakan ukuran dari pendanaan internal yang tersedia untuk mendanai investasi.

Non debt tax shield adalah penentu struktur modal yang bukan dari hutang, berupa pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi terhadap laba dan rugi. Depresiasi dan amortisasi berfungsi sebagai pendorong bagi perusahaan untuk mengurangi hutang, karena depresiasi dan amortisasi merupakan *cash flow* sebagai sumber modal dari dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi pendanaan dari hutang. Perjanjian utang cenderung menyebabkan biaya transaksi tinggi untuk beberapa perusahaan. Akhirnya, pelindung pajak sering mengeksploitasi ketentuan dalam peraturan akuntansi yang memungkinkan perusahaan untuk mengurangi pajak tanpa mempengaruhi laporan laba rugi. Jika akuntansi soal pendapatan, dan ada banyak literatur mengklaim dukungan untuk gagasan ini, maka ini pelindung pajak mungkin lebih disukai daripada pelindung pajak utang (*non debt tax shield*). Bagi banyak perusahaan, sebagian dari nilai ini dilaporkan sebagai "ketentuan untuk pajak" tersebut diberikan untuk pajak tangguhan yang timbul karena perbedaan waktu.

Berdasarkan penjelasan tersebut maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: "Apakah kebijakan dividen, resiko bisnis, kontrol kepemilikan, *cash holding* dan *non debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?"

TELAAH PUSTAKA

1. Struktur Modal

Struktur modal menunjukkan proposi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasinya, sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya.

Munawir (2004:19), menyatakan bahwa: Modal adalah hak atau bagian yang dimiliki oleh pemilik perusahaan yang ditunjukkan dalam pos modal (modal saham), surplus dan laba ditahan atau kelebihan nilai aktiva yang dimiliki oleh perusahaan terhadap seluruh hutang-hutangnya.

Dalam penelitian ini, untuk mencari seberapa besar struktur modal perusahaan yaitu dengan menggunakan *debt to equity ratio (DER)* yang membandingkan total keseluruhan dari hutang dengan modal sendiri milik perusahaan. Rasio ini akan memperlihatkan bagaimana kemampuan perusahaan dalam melunasi seluruh hutangnya dengan menggunakan modal sendiri milik perusahaan.

Menurut Waluyo (2009:101) menjelaskan bahwa:

Debt to Equity Ratio (DER) adalah kewajiban perusahaan kepada pihak tertentu yang harus dilunasi dalam jangka waktu lebih dari satu periode akuntansi (1 tahun) dihitung mulai dari tanggal pembuatan neraca per 31 desember. Pembayaran dilakukan dengan kas, namun dapat diganti dengan asset tertentu. Dalam operasional normal perusahaan, rekening hutang jangka panjang tidak pernah dikenai oleh transaksi pengeluaran kas. Pada akhir periode akuntansi bagian tertentu dari hutang jangka panjang berubah menjadi hutang jangka pendek. Untuk itu harus dilakukan penyesuaian untuk memindahkan bagian hutang jangka

panjang yang jatuh tempo menjadi hutang jangka pendek.

Debt to Equity Ratio (DER) ini digunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap (*fixed cost asset or fund*) dan juga dapat memperbesar tingkat pendapatan (*return*) bagi pemilik dana. Dengan memperbesar tingkat *leverage*, maka hal ini akan menunjukkan bahwa tingkat ketidakpastian return yang dihasilkan akan semakin tinggi pula.

2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Mamduh, 2004). Kebijakan dividen ini akan menentukan berapa banyak bagian keuntungan yang akan dibagikan perusahaan kepada masing-masing para pemegang saham dan berapa banyak bagian keuntungan yang akan ditahan oleh perusahaan sebagai laba ditahan (Syahputra, 2010). Pembagian dividen ini biasanya ditetapkan oleh dewan komisaris perusahaan. Perusahaan biasanya mempunyai kebijakan dalam menentukan pembayaran dividen. Besar kecilnya pembayaran dividen tergantung dari besarnya laba perusahaan yang dihasilkan.

Bambang Riyanto (2001:201) menyatakan bahwa: Pembayaran dividen adalah bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earnings*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan dalam perusahaan.

Dividen payout ratio atau *DPR* adalah perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapatkan perusahaan dan biasanya disajikan dalam bentuk persentase. Menurut Bambang Riyanto (2001:201) bahwa semakin tinggi *dividen payout ratio* yang ditetapkan oleh perusahaan, maka makin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali di dalam perusahaan yang berarti akan menghambat pertumbuhan perusahaan. Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi besar kecilnya *dividen payout ratio* yaitu terdiri dari faktor likuiditas, kebutuhan dana untuk melunasi hutang, tingkat ekspansi yang direncanakan, faktor pengawasan, ketentuan dari pemerintah dan pajak kekayaan atau penghasilan dari pemegang saham (Syahputra, 2010).

3. Risiko Bisnis

Manajemen risiko adalah bagian penting dari strategi manajemen semua perusahaan. Proses di mana suatu organisasi yang sesuai metodenya dapat menunjukkan risiko yang terjadi pada suatu aktivitas menuju keberhasilan di dalam masing-masing aktivitas dari semua aktivitas. Fokus dari manajemen risiko yang baik adalah identifikasi dan cara mengatasi risiko. Sasarannya untuk menambah nilai maksimum berkesinambungan (*sustainable*) organisasi. Tujuan utama untuk memahami potensi upside dan downside dari semua faktor yang dapat memberikan dampak bagi organisasi. Manajemen risiko meningkatkan kemungkinan sukses, mengurangi kemungkinan kegagalan dan ketidakpastian dalam memimpin keseluruhan sasaran organisasi.

Risiko yang terjadi dapat disebabkan oleh berbagai faktor antara lain kejadian alam, operasional, manusia, politik, teknologi, pegawai, keuangan, hukum,

dan manajemen dari organisasi. Suatu risiko yang terjadi dapat berasal dari risiko lainnya, dan dapat disebabkan oleh berbagai faktor. Risiko rendahnya kinerja suatu instansi berasal dari risiko rendahnya mutu pelayanan kepada publik. Risiko terakhir disebabkan oleh faktor-faktor sumber daya manusia yang dimiliki organisasi dan operasional seperti keterbatasan fasilitas kantor. Risiko yang terjadi akan berdampak pada tidak tercapainya misi dan tujuan dari instansi tersebut, dan timbulnya ketidakpercayaan dari publik. Perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya menggunakan utang yang lebih sedikit, untuk menghindari resiko tidak terbayarnya hutang dimasa yang akan datang. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki resiko cukup rendah, dapat meningkatkan struktur modal mereka melalui hutang jangka panjang.

4. Kontrol Kepemilikan

Kontrol kepemilikan adalah ukuran sejauh mana sebaran kepemilikan saham-saham perusahaan. Kepemilikan adalah kekuasaan yang didukung secara sosial untuk memegang kontrol terhadap sesuatu yang dimiliki secara eksklusif dan menggunakannya untuk tujuan pribadi. Definisi ini mirip dengan definisi kekayaan, baik pribadi atau publik. Perusahaan perseroan adalah perusahaan yang kepemilikannya ditentukan oleh jumlah saham yang dimiliki dalam perusahaan tersebut. Saham-saham tersebut diperjualbelikan di pasar modal sehingga apabila perusahaan memerlukan peningkatan pendanaan, perusahaan dapat menjual sahamnya kepada publik baik perseorangan atau pada institusi lain.

Perusahaan perseroan seperti yang diungkapkan oleh Tandelilin dan Wilberforce (2002) adalah perusahaan yang memiliki struktur kepemimpinan yang sangat tersebar, yang secara efektif

memisahkan fungsi kepemilikan dan fungsi pengambilan keputusan. Organisasi perusahaan perseroan yang paling sederhana terdiri dari satu pemilik (sebagai prinsipal) dan satu manajer (sebagai agen). Pemilik adalah orang atau organisasi lain yang memiliki saham dalam perusahaan (pemegang saham).

Hubungan antara prinsipal dan agen di perusahaan dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dilakukan oleh agen untuk mengatasi konflik agensi, akan tetapi dari pengawasan ini akan muncul biaya agensi (*agency cost*). Hal ini membuat perusahaan yang memiliki kontrol kepemilikan rendah (menyebarkan) akan lebih membutuhkan pendanaan dari luar untuk memenuhi biaya agensi (*agency cost*).

5. Cash Holding

Ginglinger dan Saddour (2007) dalam Wijaya (2011) menyatakan bahwa penentuan tingkat *cash holding* perusahaan merupakan salah satu keputusan keuangan penting yang harus diambil oleh seorang manajer keuangan. *Cash holding* dapat digunakan untuk beberapa hal, antara lain dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen, melakukan pembelian kembali saham, melakukan investasi atau menyimpannya untuk kepentingan perusahaan di masa depan. Perusahaan harus dapat menjaga kas yang dimiliki pada tingkat yang optimal karena menahan kas terlalu besar dalam aktiva adalah hal yang tidak produktif dan memerlukan biaya yang tinggi. Tingkat *cash holding* dalam perusahaan merupakan ukuran dari pendanaan internal yang tersedia untuk mendanai investasi.

Menurut Teruel et al. (2009), *cash holding* merupakan rasio yang membandingkan antara jumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan

dengan jumlah aktiva perusahaan secara keseluruhan. Mengacu pada Teruel et al. (2009), *cash holding* dinotasikan dengan rumus sebagai berikut.

$$\text{Cash holding} = \frac{\text{kas} + \text{setara kas}}{\text{total aktiva} - \text{kas}}$$

6. *Non Debt Tax Shield*

Tax shield dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu *tax loss carryforward* dan *investment tax credit*. *Tax loss carryforward* adalah fasilitas berupa kerugian yang dapat dikompensasikan/dikurangkan terhadap laba paling lama lima tahun ke depan dan *investment tax credit* berupa fasilitas yang diberikan oleh pemerintah. Fasilitas pajak tersebut meliputi: pengurangan beban pajak, penundaan pajak dan pembebasan pajak. Dimana *investment tax credit* sebagai proksi untuk *non debt tax shield* pada umumnya diberikan kepada perusahaan-perusahaan yang memiliki *tangible asset* yang besar sehingga bisa digunakan untuk collateral bagi pengambilan hutang (Sunarsih, 2004).

7. Kerangka Pemikiran dan Hipotesis

a. Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap Struktur Modal

Besar kecilnya deviden yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan. Semakin rendah jumlah deviden yang akan dibagikan kepada pemegang saham, maka akan semakin besar pula jumlah cadangan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan dalam bentuk laba ditahan, sehingga perusahaan dapat menggunakan modal intern yang berasal dari modal sendiri. Dan semakin tinggi deviden yang dibagikan kepada pemegang saham, maka akan semakin kecil pula jumlah cadangan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan dalam bentuk laba

ditahan, sehingga perusahaan cenderung akan menggunakan modal ekstern yang berasal dari pinjaman (hutang) yang diperoleh dari pihak luar.

H₁: Kebijakan deviden berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

b. Pengaruh Resiko Bisnis Terhadap Struktur Modal

Risiko berhubungan dengan ketidakpastian ini terjadi oleh karena kurang atau tidak tersedianya cukup informasi tentang apa yang akan terjadi. Sesuatu yang tidak pasti (*uncertain*) dapat berakibat menguntungkan atau merugikan. Risiko yang terjadi akan berdampak pada tidak tercapainya misi dan tujuan dari instansi tersebut, dan timbulnya ketidakpercayaan dari publik. Perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya menggunakan utang yang lebih sedikit, untuk menghindari resiko tidak terbayarnya hutang dimasa yang akan datang. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki resiko cukup rendah, dapat meningkatkan struktur modal mereka melalui hutang jangka panjang.

H₂: Resiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

c. Pengaruh Kontrol Kepemilikan Terhadap Struktur Modal

Menurut Zulhawati (2004) terkait dengan perbedaan kepentingan ini, manajemen atau manajer perusahaan cenderung lebih mengutamakan kepentingannya yang umumnya bertentangan dengan tujuan utama perusahaan. Pemegang saham tidak menyukai hal tersebut karena dapat menambah biaya (*cost*) perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima (Wahidahwati, 2001). Hal tersebut memicu adanya konflik

kepentingan antar manajer dan pemegang saham yang biasa disebut konflik agensi (Tarjo dan Jogiyanto, 2003).

H₃ : Kontrol kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

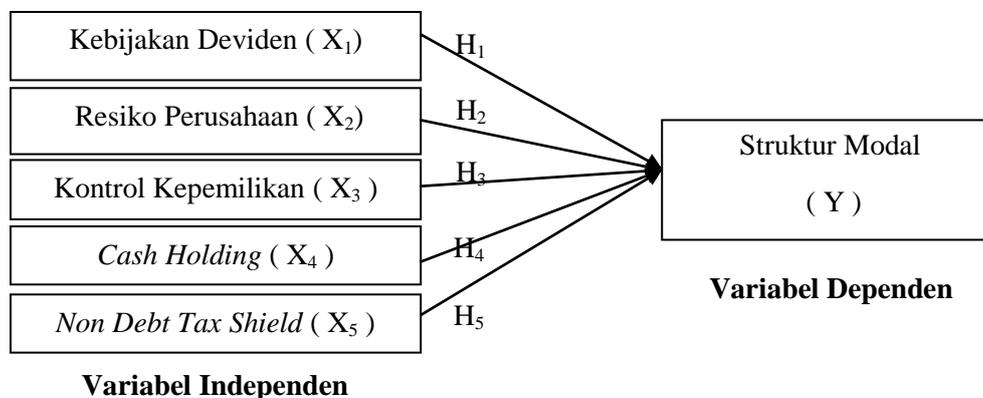
d. Pengaruh *Cash Holding* Terhadap Struktur Modal

Penentuan tingkat *cash holding* perusahaan merupakan salah satu keputusan keuangan penting yang harus diambil oleh seorang manajer keuangan karena *cash holding* dapat digunakan untuk beberapa hal, antara lain dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen, melakukan pembelian kembali saham, melakukan investasi atau menyimpannya untuk kepentingan perusahaan di masa depan. Perusahaan harus dapat menjaga kas yang dimiliki pada tingkat yang optimal karena menahan kas terlalu besar dalam aktiva adalah hal yang tidak produktif dan memerlukan biaya tinggi (Martono & Harjito, 2001).

H₄ : *Cash Holding* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Kerangka Penelitian

Gambar 2.1
Model Penelitian



e. Pengaruh *Non Debt Tax Shield* Terhadap Struktur Modal

Ukuran dari penyebaran pajak mencoba untuk menangkap *tax shield* atau *shelters* yang sering diabaikan dalam literatur struktur modal. Untuk pengukuran penyebaran ini ada dua cara. Yang pertama adalah perbedaan antara taksiran pajak pada laporan laba rugi perusahaan dan pajak benar-benar dibayar sebagaimana terungkap dalam catatan kaki atas laporan akuntansi. Bagi banyak perusahaan, sebagian dari nilai ini dilaporkan sebagai "ketentuan untuk pajak" tersebut diberikan untuk pajak tangguhan yang timbul karena perbedaan waktu. Ada banyak literatur mengklaim dukungan untuk gagasan ini, maka ini pelindung pajak mungkin lebih disukai daripada *non debt tax shield*. Dengan kata lain, peningkatan *non debt tax shield* akan meningkatkan hutang perusahaan.

H₅ : *Non debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2012, dimana pada saat tersebut jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah sebanyak 137 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Berdasarkan teknik pengumpulan sampel, maka perusahaan yang menjadi sampel adalah sebanyak 23 perusahaan. Data penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder merupakan data primer yang telah diolah lebih lanjut dan disajikan baik oleh pihak pengumpul data primer atau oleh pihak lain, kemudian digunakan untuk diproses lebih lanjut (Umar, 2008:42). Adapun sumber data yang digunakan Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan sumber data eksternal yaitu terbitan data yang dikeluarkan oleh Pusat Informasi Pasar Modal, Bursa Efek Indonesia, Bank Indonesia dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur. Metode yang digunakan dalam pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu metode pengumpulan data yang dilakukan dengan cara menduplikasikan data-data atau bahan-bahan penelitian.

Untuk dapat menguji hipotesis dan untuk menyatakan kejelasan mengenai kekuatan variabel independen terhadap keputusan pendanaan dalam penelitian ini, maka dalam penelitian ini digunakan regresi linear berganda. Adapun bentuk model statistik yang digunakan adalah:

$$\begin{aligned} \text{Ln Struktur Modal} = & \\ & a + b_1 \text{ Ln Kebijakan Dividen} + b_2 \\ & \text{Ln Risiko Bisnis} + b_3 \text{ Ln Kontrol} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Kepemilikan} + b_4 \text{ Ln Cash Holding} \\ & + b_5 \text{ Ln Non Debt Tax Shields} + e \dots (1) \end{aligned}$$

Dimana:

- a = konstanta
- b₁ = koefisien regresi Kebijakan Dividen
- b₂ = koefisien regresi Risiko Bisnis
- b₃ = koefisien regresi Kontrol Kepemilikan
- b₄ = koefisien regresi *Cash Holding*
- b₅ = koefisien regresi *Non Debt Tax Shields*
- e = error

Selanjutnya, berdasar hasil output SPSS yang diperoleh, akan dilakukan analisis pengujian model regresi linier berganda melalui beberapa tahapan, Tahapan-tahapan tersebut antara lain: Uji Data Outlier, Uji Normalitas, Uji Asumsi Klasik dan Uji Regresi Linier Berganda.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

1. Hasil Uji Outlier

Data penelitian yang digunakan adalah sebanyak 23 perusahaan sehingga jumlah sampel yang akan uji sebanyak 92. Data dalam penelitian dilakukan uji outlier. *Outlier* adalah kasus atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim. Dalam penelitian ini, uji outlier dapat dilakukan dengan nilai z antara -1,96 atau + 1,96. Jadi, suatu data disebut outlier apabila z-score data tersebut lebih kecil dari -1,96 atau lebih besar dari 1,96. Dalam penelitian ini, jumlah data awal adalah sebanyak 92 sampel penelitian yakni (23 emiten dikali 4 tahun amatan). Akan tetapi, dalam penelitian ini, ditemukan sebanyak 23 data outlier yang harus dieliminasi dari sampel penelitian. Oleh karena itu, sampel akhir dalam penelitian

ini adalah sebanyak 69 sampel yang didapat dari 92 dikurangi 23 data outlier.

regresi telah berdistribusi normal atau tidak. Hasil pengujian normalitas adalah sebagai berikut :

2. Hasil Uji Normalitas Data

Pengujian normalitas bertujuan untuk menguji nilai residual dalam model

Tabel 1
Uji Normalitas Setelah Logaritma Natural

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Ln Kebijakan Dividen	Ln Risiko Bisnis	Ln Kontrol Kepemilikan	Ln Cash Holding	Ln Non Debt Tax Shields	Ln Struktur Modal
N		69	69	69	69	69	69
Normal Parameters ^a	Mean	3.4653	2.6665	4.2232	2.3421	1.1304	3.9078
	Std. Deviation	.77081	.44093	.24120	.95540	.57225	.75453
Most Extreme Differences	Absolute	.141	.109	.174	.126	.135	.074
	Positive	.124	.098	.174	.083	.084	.074
	Negative	-.141	-.109	-.132	-.126	-.135	-.048
Kolmogorov-Smirnov Z		1.175	.906	1.445	1.044	1.125	.617
Asymp. Sig. (2-tailed)		.126	.385	.051	.226	.159	.841

a. Test distribution is Normal.

Sumber: Data sekunder diolah, Tahun 2014

Pengujian statistik menggunakan uji statistik Kolmogorov-Smirnov menunjukkan Asymp. Sig. Variabel Ln Kebijakan Dividen bernilai 0,126, Asymp. Sig. Variabel Ln Risiko Bisnis bernilai 0,385, Asymp. Sig. Ln Variabel Kontrol Kepemilikan bernilai 0,051, Asymp. Sig. Variabel Ln Cash Holding bernilai 0,226, Asymp. Sig. Variabel Ln Non Debt Tax Shield bernilai 0,159, dan Asymp. Sig. Variabel Ln Struktur Modal bernilai 0,841. Dari data diatas, dapat diketahui bahwa semua variabel Asymp. Sig. > 0,05. Yang artinya, keenam variabel telah terdistribusi normal.

3. Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Hasil Uji Multikolinearitas

Tabel 2
Hasil Uji Multikolinieritas

Model	Collinearity Statistics		Keterangan
	Tolerance	VIF	
1 (Constant)			
Ln Kebijakan Dividen	.963	1.039	Bebas Multikolinieritas
Ln Risiko Bisnis	.890	1.123	Bebas Multikolinieritas
Ln Kontrol Kepemilikan	.958	1.044	Bebas Multikolinieritas
Ln Cash Holding	.912	1.096	Bebas Multikolinieritas
Ln Non Debt Tax Shields	.868	1.152	Bebas Multikolinieritas

a. Dependent Variable: Ln Struktur Modal

Sumber: Data sekunder diolah, Tahun 2014

Dari hasil data pada Tabel 2 menunjukkan hasil nilai VIF untuk semua variabel independen masih lebih kecil dari pada 10 ($VIF < 10$) dan nilai tolerance masih lebih besar dari 0,1 ($tolerance > 0,1$). Maka dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi gejala multikolinearitas..

b. Hasil Uji Autokorelasi

Tabel 3
Hasil Uji Autokorelasi

Model	Durbin-Watson
1	2.178

Sumber: Data olahan, 2014

Dari hasil Durbin-Watson pada Tabel 3 di atas menghasilkan nilai 2,178. Sedangkan dari Tabel statistik Durbin-Watson, diketahui bahwa d_l (durbin lower): 1,458 sedangkan d_u (durbin upper): 1,780. Dari nilai d_l , d_u , dan d_w . Dapat dibuat persamaan yang sesuai adalah:

$$d_u < d < 4 - d_u$$

$$1,780 < 2,178 < 2,220$$

Berdasarkan hasil durbin watson diatas, maka dapat disimpulkan persamaan regresi tidak ada autokorelasi negatif dan positif dengan keputusan tidak ditolak sehingga model ini dapat digunakan.

c. Hasil Uji Heterokedastisitas

Tabel 4
Hasil Uji Heterokedastisitas

Model	Sig.
1 (Constant)	.832
Ln Kebijakan Dividen	.867
Ln Risiko Bisnis	.582
Ln Kontrol Kepemilikan	.905
Ln <i>Cash Holding</i>	.985
Ln <i>Non Debt Tax Shields</i>	.857

a. Dependent Variable: AbsResY

Sumber: Data sekunder diolah, Tahun 2014

Hasil uji *Glejser* pada Tabel 4 menunjukkan bahwa kebijakan dividen, risiko bisnis, kontrol kepemilikan, *Cash Holding*, dan non debt tax shield masing-masing 0.867, 0.582, 0.905, 0.985 dan 0.857. Karena tingkat signifikansi variabel independen di atas tingkat kepercayaan 5% (probabilitas > 0,05) Maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung adanya heterokedastisitas.

4. Pengujian Hipotesis

a. Analisis Regresi Linear Berganda

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan bantuan program SPSS 16.0 untuk analisa regresi berganda diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 5
Uji Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
	B	Std. Error	Beta
1 (Constant)	10.773	1.303	
Ln Kebijakan Dividen	-.219	.094	-.224
Ln Risiko Bisnis	-.419	.170	-.245
Ln Kontrol Kepemilikan	-.916	.300	-.293
Ln <i>Cash Holding</i>	-.362	.078	-.458
Ln <i>Non Debt Tax Shields</i>	-.240	.133	-.182

a. Dependent Variable: Ln Struktur Modal

Sumber: Data sekunder diolah, Tahun 2014

Dari hasil uji regresi berganda, dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Ln Struktur Modal} =$$

$$10,773 - 0,219 \text{ Ln Kebijakan Dividen} - 0,419 \text{ Ln Risiko Bisnis} - 0,916 \text{ Ln Kontrol Kepemilikan} - 0,362 \text{ Ln Cash Holding} - 0,240 \text{ Ln Non Debt Tax Shields}$$

Dari persamaan di atas diketahui bahwa konstanta sebesar 10,773 menyatakan bahwa jika semua variabel independen diasumsikan bernilai nol, maka struktur modal sebesar 10,773.

Kebijakan Dividen yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio* memiliki beta koefisien negatif sebesar 0,219 terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa setiap penambahan 1 satuan *Dividend Payout Ratio* (dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka struktur modal akan turun sebesar 0,219, tetapi sebaliknya *Dividend Payout Ratio* turun 1 satuan (dengan asumsi bahwa

koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka struktur modal diprediksi mengalami kenaikan sebesar 0,219.

Risiko Bisnis yang diukur dengan *Return on Asset* memiliki beta koefisien negatif sebesar 0,419 terhadap struktur modal, Hal ini menunjukkan bahwa setiap penambahan 1 satuan *Return on Asset* (dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka akan menurunkan struktur modal sebesar 0,419, tetapi sebaliknya apabila *Return on Asset* turun 1 satuan dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka struktur modal diprediksi mengalami penambahan sebesar 0,419.

Kontrol Kepemilikan yang diukur dengan Persentase Kepemilikan Institusional memiliki beta koefisien negatif sebesar 0,916 terhadap struktur modal, Hal ini menunjukkan bahwa setiap penambahan 1 satuan Persentase Kepemilikan Institusional (dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka akan menurunkan struktur modal sebesar 0,916, tetapi sebaliknya apabila Persentase Kepemilikan Institusional turun 1 satuan dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka struktur modal diprediksi mengalami penambahan sebesar 0,916.

Cash Holding memiliki beta koefisien negatif sebesar 0,362 terhadap struktur modal, Hal ini menunjukkan bahwa setiap penambahan 1 satuan *Cash Holding* (dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka akan menurunkan struktur modal sebesar 0,362, tetapi sebaliknya apabila *Cash Holding* turun 1 satuan dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka struktur modal diprediksi mengalami penambahan sebesar 0,362.

Non Debt Tax Shields memiliki beta koefisien negatif sebesar 0,240 terhadap struktur modal, Hal ini menunjukkan bahwa setiap penambahan 1 satuan *Non Debt Tax Shields* (dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka akan menurunkan struktur modal sebesar 0,240, tetapi sebaliknya apabila *Non Debt Tax Shields* turun 1 satuan dengan asumsi bahwa koefisien variabel lain tetap atau tidak berubah), maka struktur modal diprediksi mengalami penambahan sebesar 0,240.

b. Pengujian Individu atau Parsial (Uji t)

Pengujian parsial atau uji t dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen secara individu berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Berikut adalah pengujian parsial (uji t) :

Tabel 6

Hasil Uji Individu atau Parsial (Uji t) Coefficients^a

Model	t	Sig.	Kesimpulan
1 (Constant)	8.269	.000	
Ln Kebijakan Dividen	-2.339	.023	Berpengaruh signifikan
Ln Risiko Bisnis	-2.462	.017	Berpengaruh signifikan
Ln Kontrol Kepemilikan	-3.054	.003	Berpengaruh signifikan
Ln <i>Cash Holding</i>	-4.665	.000	Berpengaruh signifikan
Ln <i>Non Debt Tax Shields</i>	-1.804	.076	Tidak Berpengaruh Signifikan

a. Dependent Variable: Ln Struktur Modal
Sumber: Data sekunder diolah, Tahun 2014

Berikut ini pembahasan pengujian kelima hipotesis:

1. Hipotesis 1

Variabel Kebijakan Dividen berdasarkan hasil uji pada Tabel 6 menunjukkan nilai $-t_{hitung} = -2,339$ dan signifikansi 0,023. Karena nilai $-t_{hitung} \leq -t_{Tabel}$ ($-2,339 < -1,998$) nilai signifikansi

$0,023 < 0,05$ maka hipotesis H_0 ditolak dan hipotesis H_1 diterima bahwa Kebijakan Dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Besar kecilnya deviden yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan. Semakin rendah jumlah deviden yang akan dibagikan kepada pemegang saham, maka akan semakin besar pula jumlah cadangan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan dalam bentuk laba ditahan, sehingga perusahaan dapat menggunakan modal intern yang berasal dari modal sendiri. Semakin tinggi deviden yang dibagikan kepada pemegang saham, maka akan semakin kecil pula jumlah cadangan modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan dalam bentuk laba ditahan, sehingga perusahaan cenderung akan menggunakan modal ekstern yang berasal dari pinjaman (hutang) pada pihak luar.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Syahputra (2010) dan Hamidi & Hariyani (2012) yang membuktikan bahwa terdapat pengaruh kebijakan deviden terhadap struktur modal perusahaan.

2. Hipotesis 2

Risiko Bisnis berdasarkan hasil uji berdasarkan hasil uji pada Tabel 6 menunjukkan nilai $-t_{hitung} = -2,462$ dan signifikansi 0,017. Karena nilai $-t_{hitung} > -t_{tabel}$ ($-2,462 < -1,998$) nilai signifikansi $0,017 < 0,05$ maka hipotesis H_0 diterima dan hipotesis H_2 ditolak bahwa Risiko Bisnis memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Hasil pengujian terhadap variabel Risiko Bisnis diperoleh suatu gambaran bahwa Risiko Bisnis berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa Risiko

Bisnis tepat dijadikan faktor penentu struktur modal.

Resiko bisnis adalah risiko yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan bisnis. Resiko diyakini tidak dapat dihindari namun perlu diminimalisir, untuk itu manajemen risiko menjadi bagian penting dari strategi manajemen semua perusahaan. Suatu organisasi dapat menunjukkan risiko yang terjadi pada suatu aktivitas menuju keberhasilan di dalam masing-masing aktivitas dari semua aktivitas.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hidayati (2009) dan Yuniati (2011). yang menemukan bahwa Risiko Bisnis berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal.

3. Hipotesis 3

Kontrol Kepemilikan berdasarkan hasil uji berdasarkan hasil uji pada Tabel 6 menunjukkan nilai $-t_{hitung} = -3,054$ dan signifikansi 0,003. Karena nilai $-t_{hitung} < -t_{tabel}$ ($-3,054 < -1,998$) nilai signifikansi $0,003 < 0,05$ maka hipotesis H_0 ditolak dan hipotesis H_3 diterima bahwa Kontrol Kepemilikan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Kebanyakan perusahaan masih dimiliki oleh keluarga dan posisi manajer dipegang oleh pemegang saham mayoritas atau manajemennya masih dari kalangan keluarga. Akibatnya para manajer perusahaan publik hanya menjadi kepanjangan tangan pemegang saham terbesar, yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga tertentu, atau dengan kata lain apa yang menjadi pendapat pemegang saham terbesar juga menjadi pendapat manajer. Kepemilikan terkonsentrasi bisa jadi mendorong pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Ekspropriasi adalah suatu proses penggunaan hak kontrol atau kendali seseorang untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri

dengan distribusi kekayaan dari pihak lain.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan Susilawati (2005) dan Yusraini (2007) membuktikan adanya pengaruh kontrol kepemilikan terhadap struktur modal.

4. Hipotesis 4

Cash Holding berdasarkan hasil uji berdasarkan hasil uji pada Tabel 6 menunjukkan nilai $-t_{hitung} = -4,665$ dan signifikansi 0,000. Karena nilai $-t_{hitung} < -t_{Tabel}$ ($-4,665 < -1,998$) nilai signifikansi $0,000 < 0,05$ maka hipotesis H_0 ditolak dan hipotesis H_4 diterima bahwa *Cash Holding* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Hasil pengujian terhadap variabel *Cash Holding* diperoleh suatu gambaran bahwa *Cash Holding* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa *Cash Holding* faktor penentu struktur modal.

Perusahaan harus dapat menjaga kas yang dimiliki pada tingkat yang optimal karena menahan kas terlalu besar dalam aktiva adalah hal yang tidak produktif dan memerlukan biaya yang tinggi. Tingkat *cash holding* dalam perusahaan merupakan ukuran dari pendanaan internal yang tersedia untuk mendanai investasi.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Susilowati (2005) yang menyatakan bahwa *cash holding* terbukti berhubungan negatif dengan *leverage* (kebijakan pendanaan), begitu pula penelitian Yulianto (2011) yang menyatakan bahwa *cash holding* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

5. Hipotesis 5

Non Debt Tax Shields berdasarkan hasil uji berdasarkan hasil uji pada Tabel 6 menunjukkan nilai $-t_{hitung} = -1,804$ dan signifikansi 0,076. Karena nilai $-t_{hitung} > -t_{Tabel}$ ($-1,804 > -1,996$) nilai signifikansi $0,076 > 0,05$ maka hipotesis H_0 diterima

dan hipotesis H_5 ditolak bahwa *Non Debt Tax Shields* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian ini menunjukkan bahwa *Non debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Penggunaan utang mempunyai manfaat yakni bunga utang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Akan tetapi, Perusahaan Real Estate dapat mengurangi pajaknya dengan menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak selalu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki utang yang tinggi.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Margaretha dan Ramadhan (2010) dan Murhadi (2011) yang menemukan bahwa *non debt tax shield* tidak terbukti berpengaruh terhadap *leverage*.

c. Pengujian Simultan (Uji F)

Pengujian menyeluruh atau uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Berikut adalah hasil pengujian menyeluruh (uji F) :

Tabel 7
Hasil Uji F
ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	17.216	5	3.443	10.091	.000 ^a
Residual	21.497	63	.341		
Total	38.713	68			

Sumber: Data sekunder diolah, Tahun 2014

Berdasarkan hasil uji simultan (uji F) menunjukkan bahwa nilai F sebesar 10,091 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Karena $F_{hitung} > F_{Tabel}$ ($10,091 > 2,36$) dan tingkat signifikansi $< 0,05$ maka hipotesis H_a diterima dan H_0

ditolak. Maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen, risiko bisnis, kontrol kepemilikan, *Cash Holding*, dan non debt tax shield secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

d. Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (Adjusted R²) berfungsi untuk mengukur seberapa besar perubahan atau variabel dependen dapat dijelaskan oleh perubahan atau variasi variabel independen. Berikut ini merupakan hasil pengujian koefisien determinasi :

Tabel 8

Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.667 ^a	.445	.401	.58414

Sumber: Data sekunder diolah, Tahun 2014

Berdasarkan dari penhitungan Tabel 8 diatas, nilai koefisien determinasi (Adjusted R²) sebesar 0,401. Hal ini menunjukkan bahwa 40,1% perubahan atau variasi dari variabel Struktur modal dapat dijelaskan variasi dari variabel kebijakan dividen, risiko bisnis, kontrol kepemilikan, *Cash Holding*, dan non debt tax shield. Sedangkan sisanya sebesar 59,9% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang dapat mempengaruhi perubahan struktur modal.

PENUTUP

Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah: Kebijakan Dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Risiko Bisnis memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Kontrol Kepemilikan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. *Cash Holding* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. *Non*

Debt Tax Shields tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Kebijakan dividen, risiko bisnis, kontrol kepemilikan, *Cash Holding*, dan non debt tax shield secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Besar pengaruh variabel independen yaitu terhadap variabel dependen Struktur Modal yang dapat diterangkan oleh persamaan ini sebesar 40,1%. Sedangkan 59,9% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai keterbatasan sebagai berikut: 1) Penelitian ini hanya menggunakan objek perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 4 tahun. 2) Penelitian ini hanya menggunakan lima variabel independen yakni Kebijakan Dividen, Risiko Bisnis, Kontrol Kepemilikan, *Cash Holding*, *Non Debt Tax Shields*

Saran

Untuk memprediksi nilai struktur modal, hendaknya para investor mempertimbangkan variabel kebijakan dividen, kontrol kepemilikan dan *Cash Holding* yang dalam penelitian ini terbukti berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Bagi peneliti selanjutnya, sebaiknya menambah variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap struktur modal selain variabel yang digunakan dalam penelitian ini, karena kelima variabel independen dalam penelitian ini hanya mempunyai kontribusi pengaruh sebesar 40,1% terhadap Struktur Modal

DAFTAR PUSTAKA

Alfian, Angga. 2013. *Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Pemilihan Konservatisme*

- Akuntansi*. Skripsi. Universitas Diponegoro
- Claessens, S., S. Djankov, J.P.H. Fan, and L. Lang. 2002. *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*. *Journal of Finance*, 57, pp. 2741-2771.
- Ginglinger, Edith; dan Khaoula Saddour. 2007. *Cash Holdings, Corporate Governance and Financial Constraints*. Available on line at <http://www.ssrn.com>. Diakses tanggal 21 Maret 2010.
- Mamduh, Hanafi M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE-UGM.
- Martono dan Agus Harjito, 2001, *Manajemen Keuangan*, Edisi Keempat, Yogyakarta
- Munawir, S .2004. *Analisis Laporan Keuangan*. Penerbit Liberty, Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*. Penerbit YKBP Gajah Mada, Yogyakarta.
- Sunarsih. 2004. *Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Maturitas Hutang serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya*. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol.1, hal :65-84
- Sulistiyowati, Wiwit Apit. 2009. *Penentuan Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. *Skripsi*
- Syahputra, Dedy Chandra. 2010. *Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Leverage Operasi Terhadap Struktur Pendanaan pada Perusahaan Perbankan di BEI*. Skripsi S1. Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi. Universitas Riau, Pekanbaru.
- Tarjo dan Jogiyanto. 2003. *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia*. *Simposium Nasional VI*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Teruel, Pedro J. García; Pedro Martínez Solano; dan Juan Pedro Sánchez Ballesta. 2009. *Accruals quality and corporate cash holdings*. *Journal compilation Accounting and Finance*. Vol. 49 Issue 1 (March): 95–115.
- Wahidahwati. 2002. *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen*. *Simposium Nasional Akuntansi V*. Ikatan Akuntansi Indonesia
- Waluyo, Dr, Msc, MM, Act. 2009. *Akuntansi Perpajakan Edisi Kedua*. Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Wijaya, Anggita Langgeng. 2011. *Perbedaan Cash Holding Pada Perusahaan Dengan Leverage Tinggi Dan Rendah*. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*. ISSN: 2088-0685. Vol. 1 No. 1.