



**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING* PADA
PERUSAHAAN *CONSUMER GOODS* YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2015-2019**

Nathania Kimberly

Budi Widiyo Iryanto

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie, Jl. Yos Sudarso Kav. 87, Jakarta 14350

ABSTRAK

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemegang saham dengan cara meningkatkan nilai perusahaan. Hal yang cukup penting untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah besar pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan perusahaan, berarti perusahaan memiliki kepercayaan penuh terhadap prospek masa depan perusahaan. Selain faktor kebijakan dividen, kebijakan hutang juga cukup berpengaruh terhadap nilai perusahaan mengingat perusahaan yang membagikan dividen dengan jumlah yang besar akan mencari pendanaan hutang untuk membiayai investasi. Objek penelitian ini adalah perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015-2019. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan sampel sebanyak 40 perusahaan. Teknik analisis data yang dilakukan adalah uji kesamaan koefisien, statistika deskriptif, uji asumsi klasik, uji koefisien determinasi, uji F, uji t. Selain itu, dilakukan juga analisis jalur dan uji Sobel untuk menguji pengaruh tidak langsung (mediasi). Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, kebijakan hutang tidak dapat memediasi pengaruh kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Kata Kunci : Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Nilai Perusahaan.

ABSTRACT

The main objective of the company is to increase the prosperity of shareholders by increasing firm value. It is quite important to increase firm value is the amount of dividend paid by the company. The greater the dividend the company will distribute, it means that the company has full confidence in the company's future prospects. In addition to the dividend policy factor, the debt policy also has quite an effect on the value of the company, considering that companies that distribute large dividends will seek debt financing to finance investment. The object of this research is consumer goods companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2019. Sampling was done by a purposive sampling method with the sample of 40 companies. The data analysis techniques used are pooling test, descriptive statistics, classical assumption test, coefficient of determination test, F-test, t-test. In addition, path analysis and Sobel test were performed to test indirect effects (mediation). Based on the results of this research, it can be concluded that dividend policy has positive and significant effect on firm value, debt policy has no effect on firm value, dividend policy has negative and significant on debt policy, debt policy does not mediate the effect of dividend policy on firm value.

Keywords: Firm Value, Dividend Policy, Debt Policy.

© Hak cipta milik IBIKGG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mengutip sumbernya.
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKGG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKGG.



PENDAHULUAN

Latar Belakang

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan dengan cara meningkatkan nilai perusahaan menurut Mardiyanti (2012). Peningkatan kesejahteraan pemegang saham dengan meningkatkan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan seringkali bertentangan dengan tujuan pihak manajemen perusahaan, sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*), yang disebut sebagai konflik keagenan menurut Jensen dan Meckling (1976). Salah satu cara untuk dapat meminimalisir konflik tersebut adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajer terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya dalam Susilawati (2007).

Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya bahwa kebijakan dividen dapat mengurangi *free cash flow* pada perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menyatakan variabel pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Demikian juga dengan penelitian Irawan (2019), Ovami dan Nasution (2020) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Namun, hubungan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan menurut Septariani (2017) tidak berpengaruh secara signifikan. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan Mardiyanti *et al.* (2012) dan penelitian Krisnawati (2015) yang menghasilkan kesimpulan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Fenomena yang terjadi saat ini juga menunjukkan demikian pada perusahaan *consumer goods* yang mana dalam masa pandemi COVID-19 ini perusahaan dirasa eksis karena masyarakat membutuhkan bahan-bahan konsumsi. Namun demikian, jika dilihat dari harga sahamnya ada kecenderungan penurunan harga saham pada periode bulan Maret sampai Mei 2020, namun ada juga perusahaan yang harga sahamnya naik. Fenomena ini dibuktikan pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1
Data Harga Close Saham
Perusahaan Consumer Goods yang Terdaftar di BEI
Periode Maret-Mei 2020

No	Nama Perusahaan	Kode	2020		
			Maret	April	Mei
1	PT Unilever Indonesia Tbk.	UNVR	7,250	8,275	7,750
2	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	ICBP	10,225	9,875	8,150
3	PT Gudang Garam Tbk.	GGRM	41,100	45,300	48,750
4	PT Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF	6,350	6,525	5,750
5	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk.	HMSP	1,425	1,595	1,940

Sumber: Yahoo Finance

Terlihat dari Tabel 1 PT Gudang Garam Tbk, PT HM Sampoerna dan PT Unilever Indonesia Tbk harga sahamnya meningkat namun pada PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk dan PT Indofood Sukses Makmur Tbk harga sahamnya menurun. Sehingga terdapat gap yang menarik untuk diteliti karena adanya ketidakselarasan kenaikan dan penurunan harga saham.

1. Dilarang menyalin, mengutip, atau menjiplak isi tulisan ini untuk keperluan pendirian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Penguji tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Tabel 2
Data Dividend Payout Ratio dan Price Book Value
Perusahaan Consumer Goods yang Terdaftar di BEI Periode 2015-2019

No	Kode	2015		2016		2017		2018		2019	
		DPR (%)	PBV	DPR (%)	PBV	DPR (%)	PBV	DPR (%)	PBV	DPR (%)	PBV
1	UNVR	54,31	11,70	50,60	12,59	50,11	16,49	42,29	9,38	79,98	12,13
2	ICBP	86,38	4,79	82,85	5,41	47,24	5,11	41,33	5,37	45,14	4,88
3	GGRM	23,9	2,78	74,93	3,11	64,52	3,82	64,20	3,57	45,98	2,00
4	INDF	75,09	1,05	38,80	1,58	49,47	1,42	50	1,31	42,22	1,28
5	HMSP	1048,4	13,08	2022,7	13,04	98,9	16,13	92,5	12,20	99,32	6,85

Sumber: hasil olahan peneliti

Berdasarkan hasil penelitian Irawan (2019), Ovami dan Nasution (2020) berpendapat bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun data pada Tabel 2 menunjukkan hal yang berbeda. Contohnya adalah PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP), dimana nilai perusahaan pada tahun 2019 lebih tinggi dibandingkan tahun 2015, padahal ICBP menurunkan dividen yang dibagikan.

Begitu juga dalam PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), nilai perusahaan pada tahun 2019 lebih tinggi dibandingkan dengan tahun 2015 padahal jumlah dividen yang dibagikan jauh menurun. Sama halnya dengan PT Gudang Garam Tbk (GGRM) dimana nilai perusahaan tahun 2019 lebih rendah dibandingkan tahun 2015 padahal terdapat peningkatan *dividen payout ratio*. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen tidak selalu memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Namun, berdasarkan data pada Tabel 2 PT HM Sampoerna (HMSP) membuktikan hal yang berbeda. *Dividen payout ratio* HMSP pada tahun 2019 menurun jika dibandingkan dengan tahun 2015 hal ini diikuti dengan penurunan nilai perusahaan. PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) yang mengalami kenaikan *dividend payout ratio* pada tahun 2019 jika dibandingkan dengan tahun 2015 kemudian diikuti dengan kenaikan nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap perusahaan.

Berdasarkan gap penelitian di atas, maka dalam penelitian ini memfokuskan pada masalah hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan hutang.

Rumusan Masalah

Berdasarkan batasan-batasan penelitian yang telah dipaparkan di atas, maka peneliti merumuskan masalah penelitian menjadi “Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening?”

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Hak cipta dilindungi undang-undang.
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Hak cipta milik IBIKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)



Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan penelitian yang akan dicapai adalah untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang, pengaruh kebijakan hutang dalam memediasi hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan pengetahuan bagi peneliti sendiri mengenai konsep kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi investor untuk menambah pengetahuan mengenai kebijakan dividen, kebijakan hutang dan nilai perusahaan sehingga investor dapat melakukan pengambilan keputusan investasi yang optimal. Bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi kepada perusahaan dalam mengambil keputusan secara khusus dalam kaitannya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Bagi pihak lain, penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan pengetahuan pembaca mengenai hubungan antara kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi acuan bagi penelitian lain.

KAJIAN PUSTAKA

Landasan Teoritis

Teori Keagenan (Agency Theory)

Teori keagenan dikembangkan pada tahun 1976 oleh Jensen dan Meckling dalam artikelnya yang berjudul "*Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*". Teori ini membahas mengenai suatu hubungan yang berdasarkan pada kontrak yang terjadi antar anggota-anggota dalam perusahaan, yakni antara pemilik dengan manajer yang diberi upah untuk mengelola perusahaan, namun di dalam hubungan tersebut terdapat perbedaan kepentingan antara keduanya terkait dengan pengambilan keputusan dan kebijakan untuk perusahaan sehingga memicu adanya permasalahan keagenan (*agency problem*) antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*).

Meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan. Tujuan pribadi manajer dapat bertentangan dengan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Secara khusus, manajer mungkin lebih tertarik untuk memaksimalkan kekayaan pribadi daripada kekayaan pemegang saham, manajer mungkin membayar gaji pribadinya secara berlebihan sehingga menimbulkan konflik kepentingan menurut Brigham & Houston (2019:13).

Menurut Jensen dan Meckling, penyebab konflik antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*) terutama dalam pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencairan dana (*financing decision*) dan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (*investment decision*). Konflik kepentingan keduanya dapat diminimumkan dengan mekanisme pengawasan, namun dengan adanya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*).

Free Cash Flow Theory

Free Cash Flow Theory dikembangkan oleh Jensen tahun 1986 dalam artikelnya yang berjudul "*Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover*". Menurut Jensen (1986) *free cash flow* merupakan kelebihan arus kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. FCF adalah sumber dana internal perusahaan yang penggunaannya tergantung pada kebijakan manajer. Penggunaan di sini adalah pembayaran dividen, pembelian kembali saham perusahaan (*stock repurchase* atau *share repurchase*), penginvestasian dalam aktiva tetap atau aktiva lainnya, akuisisi terhadap perusahaan lain, atau kebijakan lainnya yang secara teoritis tidak dapat menaikkan nilai perusahaan.

Free cash flow biasanya menimbulkan konflik perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak yaitu pemegang saham ingin mengalokasikan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer (Susilawati, 2010). Berdasarkan permasalahan ini diperlukan

penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

suatu mekanisme dalam memotivasi manajer sehingga mengalokasikan kelebihan *cash flow* pada aktifitas yang tepat, seperti meningkatkan *dividend payout ratio* menurut Ahmad dan Septriani (2008).

Teori Sinyal (Signalling Theory)

Teori sinyal (*signalling theory*) berawal dari tulisan George Akerlof pada karyanya ditahun 1970 “*The Market for Lemons*” yang memperkenalkan istilah informasi asimetris. Akerlof melakukan pengujian terhadap pasar mobil bekas. Dari penelitiannya tersebut, ia menemukan bahwa ketika pembeli tidak memiliki informasi terkait spesifikasi produk dan hanya memiliki persepsi umum mengenai produk tersebut, maka pembeli akan menilai semua produk pada harga yang sama, baik produk yang berkualitas tinggi maupun yang berkualitas rendah, sehingga merugikan penjual produk berkualitas tinggi. Inti dari teori ini perusahaan akan berusaha untuk memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pihak eksternal untuk mengurangi adanya asimetri informasi. Informasi tersebut layaknya sebuah sinyal yang diharapkan akan direspon oleh pihak eksternal untuk menyesuaikan keputusannya akan sinyal tersebut.

Signalling theory kemudian dikembangkan oleh Michael Spence tahun 1973 dalam artikelnya yang berjudul “*Job Market Signalling*”. *Signalling theory* berguna untuk menjelaskan perilaku antara kedua pihak, yakni pihak dalam seperti manajemen yang berperan sebagai pihak yang memberikan sinyal dan pihak luar seperti investor yang berperan sebagai pihak yang menerima sinyal tersebut kemudian pihak investor akan menyesuaikan keputusannya sesuai sinyal tersebut (Conelly *et al.*, 2011).

Teori sinyal juga menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena adanya asimetri informasi antara perusahaan dan pihak eksternal. Kurangnya informasi bagi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi adanya asimetri informasi. Salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi yaitu dengan memberikan sinyal informasi pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan mengurangi adanya ketidakpastian mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang (Gustiandika, 2014).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan tingkat keberhasilan perusahaan yang dilihat salah satunya dari harga saham menurut para investor (Ovami dan Nasution, 2020). Peningkatan nilai perusahaan dari tahun ke tahun merupakan suatu gambaran keberhasilan perusahaan tersebut dalam menjalankan usahanya. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham karena tujuan utama perusahaan bagi para manager adalah memaksimalkan nilai perusahaan secara jangka panjang. (Brigham dan Gapenski, 2019).

Proxy dari nilai perusahaan yang dipilih adalah *Price to book value* karena PBV dianggap lebih melihat pada keadaan sebenarnya dari sebuah perusahaan karena melihat dari sisi modal perusahaan. Nilai perusahaan yang diprosikan dengan PBV juga menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menunjukkan nilai perusahaan terkait dengan harga saham terhadap modal perusahaan. Jika perusahaan dapat mengembalikan aset dengan tinggi maka nilai perusahaan akan tinggi dan begitu juga sebaliknya (Ovami dan Nasution, 2020).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan dalam membagikan laba tersebut atau ditahan untuk dijadikan investasi kembali. Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan seberapa besar bagian laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan ditahan dalam perusahaan untuk dijadikan investasi kembali. Semakin besar dividen yang dibayarkan, maka laba ditahan semakin sedikit, akibatnya pertumbuhan perusahaan menjadi lambat. Sebaliknya semakin besar laba yang ditahan untuk pertumbuhan perusahaan, berarti laba yang dibagikan sebagai dividen semakin kecil (Septariani, 2017).





Dividen merupakan alasan bagi investor untuk menginvestasikan modal yang dimiliki, karena dividen merupakan pengembalian yang akan diterima atas investasi yang ditanamkan pada perusahaan. Dividen yang diharapkan oleh investor memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan perusahaan mengharapkan pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidup serta memberikan kesejahteraan kepada pemegang saham (Septariani, 2017).

Proxy dari kebijakan dividen yang dipilih untuk penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR), dengan alasan bahwa, DPR lebih dapat menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa besar keuntungan yang dibagikan kepada *shareholders* sebagai dividen dan berapa yang disimpan di perusahaan (Mardiyanti *et al.*, 2012).

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan hutang. Hutang merupakan sumber pendanaan eksternal perusahaan untuk menjalankan kegiatan operasionalnya. Penggunaan hutang bagi perusahaan memiliki pengaruh yang sensitif terhadap tinggi rendahnya nilai perusahaan. Semakin tinggi proporsi hutang yang ditetapkan perusahaan pada tingkat tertentu, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Jika tingkat hutang melebihi proporsi hutang yang ditetapkan oleh perusahaan, maka nilai perusahaan akan turun, karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang relatif kecil daripada biaya yang ditimbulkannya (Septariani, 2017).

Proxy dari kebijakan hutang yang dipilih untuk penelitian ini adalah *Debt to equity ratio* (DER), karena rasio ini mengukur tingkat hutang suatu perusahaan. Peningkatan hutang juga mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang diterima karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen (Khaddafi dan Syahputra, 2019).

Kerangka Pemikiran

1. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Semakin banyak dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja manajerial yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula (Octavia, 2013).

Perusahaan yang mampu membagikan dividen setiap tahunnya menunjukkan bahwa pengelolaan keuangan mereka bagus. Apabila terjadi peningkatan dividen maka akan dianggap sebagai suatu sinyal positif oleh investor yang berarti perusahaan memiliki prospek yang baik kedepannya, sehingga menimbulkan naiknya harga saham akan yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen atau tidak melakukan pembagian dividen cenderung dianggap sebagai suatu sinyal negatif oleh investor yang berarti perusahaan kurang memiliki prospek yang baik, sehingga menimbulkan penurunan harga saham yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut selaras dengan asumsi dalam teori *signalling*.

Bird in the hand theory menyatakan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen saat ini jika dibandingkan dengan pertumbuhan *capital gain* di masa depan. Investor beranggapan bahwa pembagian dividen saat ini sebagai bentuk pengurangan risiko jika dibandingkan dengan pertumbuhan *capital gain* di masa depan. Semakin besar jumlah dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham maka kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik pula oleh investor.

Investor lebih memilih dividen yang sudah pasti nominalnya daripada *capital gain* yang nilainya masih bisa berubah – ubah dan tidak menentu seiring berjalannya waktu. Sujoko dan Soebiantoro (2007) mengemukakan bahwa dengan adanya pembayaran dividen yang meningkat maka akan menunjukkan prospek perusahaan semakin bagus, kinerja manajer dianggap telah



sesuai dengan fungsi pokok manajer yaitu sebagai agen bagi para pemegang saham yang bertujuan untuk meningkatkan kesejahteraan dari pemegang saham. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian Irawan (2019) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Ovami dan Nasution (2020) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Hutang merupakan salah satu bentuk pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan yang bersumber dari pendanaan eksternal perusahaan. Berdasarkan teori agency, salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan adalah dengan cara penggunaan hutang. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dan menghindari investasi yang sia-sia, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Dari uraian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Septariani (2017) menemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil serupa juga ditemukan oleh Irawan (2019) bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Konflik antara manajer dan pemegang saham terjadi karena adanya *free cash flow*. Salah satu cara untuk mengurangi hal tersebut adalah dengan pembagian dividen. Semakin tinggi dividen yang dibagikan maka manajer harus meningkatkan pendanaan dari hutang agar perusahaan dapat berinvestasi (Susilawati, 2007). Sehingga, semakin tinggi pembagian dividen akan berpengaruh terhadap penambahan dana dari hutang. Hal ini dapat diperkuat dengan *pecking order theory* yang menjelaskan urutan perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan. Pertama perusahaan akan menggunakan pembiayaan laba ditahan, jika laba ditahan tidak mencukupi maka pembiayaan utang akan digunakan. Dengan meningkatkan pembayaran dividen, dana yang tersedia untuk membiayai perusahaan dalam laba ditahan akan lebih kecil. Sehingga untuk memenuhi kebutuhan keuangan perusahaan, manajer lebih cenderung menggunakan lebih banyak hutang. Dari uraian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini sesuai dengan penelitian Anggraini (2015) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening

Dalam penjelasan uraian yang ada, dapat dilihat bahwa kebijakan dividen dapat digunakan sebagai alat *monitoring*. Fungsi dari *monitoring* kebijakan dividen merupakan cara untuk mengurangi adanya *agency cost*. Dengan meningkatkan pembagian dividen, maka akan menurunkan *free cash flow* sehingga manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Pengurangan *free cash flow* mengakibatkan manajer terpaksa mencari sumber pendanaan dari luar berupa hutang untuk melakukan investasi (Susilawati, 2007). Peningkatan pendanaan dari hutang juga akan mengurangi adanya *agency cost*. Dengan adanya pembagian dividen dan peningkatan pendanaan dari hutang, diharapkan mampu membuat perusahaan bekerja lebih efektif sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini juga sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa jika ekuitas internal perusahaan tidak cukup untuk menyelesaikan masalah kebutuhan modal, maka perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal dengan risiko yang paling kecil yaitu hutang. Selain itu, pembagian dividen yang tinggi berarti perusahaan menggunakan lebih banyak hutang untuk membiayai investasinya (Ismiyanti dan Hanafi, 2004). Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang dapat memediasi hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

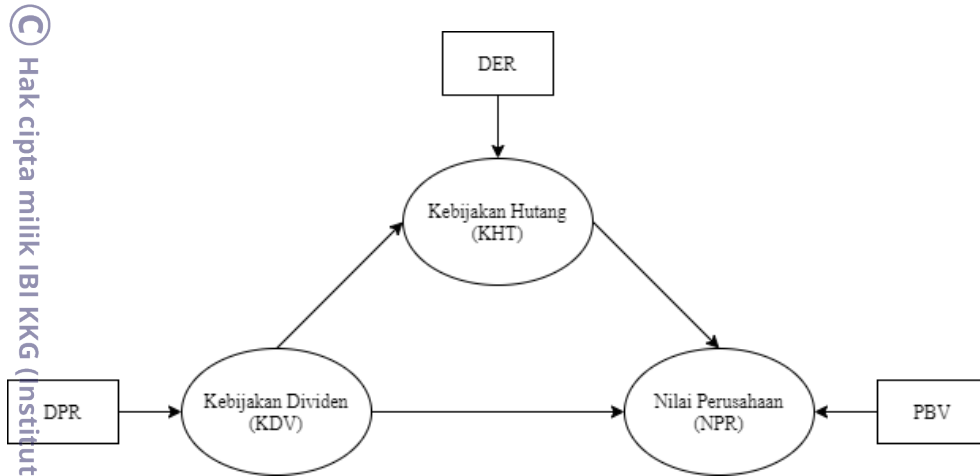
Berikut merupakan gambar kerangka pemikiran dalam penelitian ini

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

4

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Hipotesis

Berdasarkan tujuan, teori, penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran, maka hipotesis yang akan dalam penelitian ini adalah:

- H1: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H2: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H3: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
- H4: Kebijakan hutang memediasi pengaruh antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan *consumer goods* yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian mulai tahun 2015-2019. Teknik pengambilan sampel penelitian menggunakan *purposive sampling* dimana peneliti menentukan pengambilan sampel dengan cara menetapkan kriteria-kriteria khusus yang sesuai dengan tujuan penelitian. Berikut merupakan tabel teknik pengambilan sampel:

Tabel 3
Sampel Penelitian

Kriteria	Total
Perusahaan <i>consumer goods</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2015-2019.	139
Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara konsisten selama lima tahun yaitu pada tahun 2015-2019.	137
Perusahaan yang menyampaikan laporan keuangan dalam satuan rupiah selama periode 2015-2019.	131
Perusahaan yang memiliki laba bersih positif setelah pajak selama periode 2015-2019.	70
Perusahaan yang selalu membagikan dividen selama periode 2015-2019.	40

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
 1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis atau dengan cara lain untuk keperluan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
 2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

Kebijakan Dividen

Pada penelitian ini, variabel dependen adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan rumus *dividen payout ratio* yaitu perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba bersih per lembar saham. *Dividend payout ratio* menurut Gitman (2015:630) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Dividend payout ratio} = \frac{\text{dividend per share}}{\text{earning per share}}$$

Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, variabel independen adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan sebagai variabel dependen akan dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Pengaruh ini baik secara langsung maupun melalui variabel intervening kebijakan hutang. Nilai perusahaan pada penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio *Price Book Value (PBV)*. *Price Book Value (PBV)* menurut Gitman (2015:132) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{PBV} = \frac{\text{harga saham}}{\text{nilai buku per lembar saham}}$$

Dimana menurut Gitman (2015:132) nilai buku per lembar saham (*book value per share*) adalah perbandingan antara ekuitas saham biasa dengan jumlah saham yang beredar.

$$\text{Nilai buku per lembar saham} = \frac{\text{total ekuitas}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

Kebijakan Hutang

Pada penelitian ini, variabel intervening adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan keputusan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan hutang yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Penggunaan hutang tidak selalu buruk, jika pendanaan hutang digunakan untuk memperluas perusahaan maka hal ini dapat menjadi nilai positif dimata investor sehingga mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan hutang dalam penelitian ini menggunakan rumus *Debt to Equity Ratio (DER)* yaitu perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan. *Debt to Equity Ratio* menurut Gitman (2015:126) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total ekuitas}}$$

Teknik Analisis Data

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis ini digunakan untuk memberi gambaran atau deskripsi suatu data (Ghozali, 2018). Analisis ini menghitung nilai *min*, *max*, *mean*, dan standar deviasi dari variabel-variabel yang diujikan. Nilai *min* adalah nilai terendah dari sejumlah data yang dianalisis pada suatu periode tertentu. Nilai *max* adalah nilai tertinggi dari sejumlah data yang dianalisis pada suatu periode tertentu. Nilai *mean* adalah nilai rata-rata dari sejumlah data yang dianalisis pada suatu periode tertentu. Standar deviasi adalah nilai yang menunjukkan variasi data yang dianalisis pada periode tertentu. Analisis ini menekankan pada pembahasan data dan subjek penelitian dengan menyajikan data secara *statistic* dan tidak menyimpulkan hasil penelitian.



Uji Pooling (Uji Kesamaan Koefisien)

Menurut Ghazali (2018), uji kesamaan koefisien dilakukan untuk mengetahui apakah *pooling* data penelitian (penggabungan *cross-section* dan *time series*) dapat dilakukan. Peneliti menggunakan alat bantu SPSS versi 26.0 untuk melakukan uji kesamaan koefisien. Uji kesamaan koefisien dilakukan dengan menggunakan variabel *dummy*. Jika nilai sig > 0,05, maka dapat dilakukan *pooling* data. Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah ada perbedaan *slope* diantara persamaan regresi. Jika terdapat perbedaan, maka data tidak dapat dilakukan *pooling*. Model uji pooling dari penelitian ini ialah sebagai berikut:

Uji Pooling Model Pertama:

$$NPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 KDV + \beta_2 KHT + \beta_3 DT_1 + \beta_4 DT_2 + \beta_5 DT_3 + \beta_6 DT_4 + \beta_7 DT_1 KDV + \beta_8 DT_1 KHT + \beta_9 DT_2 KDV + \beta_{10} DT_2 KHT + \beta_{11} DT_3 KDV + \beta_{12} DT_3 KHT + \beta_{13} DT_4 KDV + \beta_{14} DT_4 KHT + \epsilon$$

Uji Pooling Model Kedua:

$$KHT_{it} = \beta_0 + \beta_1 KDV + \beta_2 DT_1 + \beta_3 DT_2 + \beta_4 DT_3 + \beta_5 DT_4 + \beta_6 DT_1 KDV + \beta_7 DT_2 KDV + \beta_8 DT_3 KDV + \beta_9 DT_4 KDV + \epsilon$$

Keterangan:

NPR	: Nilai Perusahaan
KDV	: Kebijakan Dividen
KHT	: Kebijakan Hutang
β_0	: Konstanta
β_1 - β_{14}	: Koefisien regresi
DT ₁	: Variabel dummy (1 untuk tahun 2019, 0 selain tahun 2019)
DT ₂	: Variabel dummy (1 untuk tahun 2018, 0 selain tahun 2018)
DT ₃	: Variabel dummy (1 untuk tahun 2017, 0 selain tahun 2017)
DT ₄	: Variabel dummy (1 untuk tahun 2016, 0 selain tahun 2016)
ϵ	: Error

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan agar perhitungan koefisien tidak terdapat bias atas hasil analisis regresi yang telah dilakukan, dimana dengan menggunakan uji asumsi klasik dapat diketahui sejauh mana hasil analisis regresi dapat diandalkan tingkat keakuratannya. Uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, multikolinieritas, heterokedastisitas, dan autokorelasi.

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen dan independen memiliki distribusi data normal atau tidak. Menurut Ghazali (2018) dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel residual nya berdistribusi normal. Pengujian ini menggunakan metode *Kolmogorov Smirnov* dengan kriteria pengujian $\alpha = 0,05$. Jika Sig. $\geq 0,05$ berarti data sampel yang diambil berdistribusi normal.

2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas menurut Ghazali (2018) bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolonieritas dengan menggunakan nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dan *Tolerance*. Jika nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) ≤ 10 dan nilai *Tolerance* $\geq 0,10$ maka tidak terjadi multikolinieritas terhadap data yang di uji.



3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antara residual pada periode t dengan residual $t-1$ (sebelumnya). Uji autokorelasi dapat dilakukan dengan cara uji *Durbin Watson (DWtest)*. Uji Durbin Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan mensyaratkan adanya intercept (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lag di antara variabel independen (Ghozali, 2018).

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas menurut Ghozali (2018) bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dalam residual dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Uji heterokedastisitas dalam penelitian ini menggunakan metode uji *park*. Uji *park* merupakan salah satu cara untuk menguji heteroskedastisitas pada data pada variabel didalam penelitian dengan meregresikan nilai logaritma natural dari residual kuadrat. Apabila $\text{Sig.} \geq 0,05$ berarti tidak terdapat heteroskedastisitas di dalam penelitian.

Uji Koefisien Determinasi (*Adj. R-Square*)

Menurut Ghozali (2018) menjelaskan bahwa uji ini mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu dimana nilai R^2 yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen. Banyak peneliti yang menyarankan untuk menggunakan nilai *Adjusted R Square* dikarenakan adanya bias terhadap jumlah variabel independen dalam penggunaan R^2 . Nilai *Adjusted R Square* dapat naik atau turun dengan penambahan variabel independen, tidak seperti nilai R^2 yang selalu meningkat jika ada penambahan variabel. Jika *Adjusted R Square* bernilai negatif, maka nilai tersebut dianggap nol, yang berarti bahwa variabel independen tidak mampu menjelaskan sedikitpun variasi variabel dependen. Kriteria batasan hasil R^2 ada tiga klasifikasi yaitu 0,67 (substansi), 0,33 (moderat), dan 0,19 (lemah) menurut Chin (1998:323).

Uji F

Menurut Ghozali (2018), uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama berpengaruh atau berhubungan linier terhadap variabel dependen. Nilai signifikansi yang digunakan adalah 5%. Apabila nilai signifikansi $F < 5\%$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima yang berarti model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen. Apabila hasil tingkat signifikansi $F > 5\%$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak yang berarti model regresi tersebut tidak dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen.

Uji t

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen secara individual (parsial) mempunyai pengaruh terhadap variabel dependennya dengan tingkat probabilitas 0.05. Jika nilai menunjukkan nilai probabilitas $\text{Sig.} > 0.05$, artinya variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Sedangkan jika hasil Uji t menunjukkan nilai probabilitas (sig) < 0.05 , artinya terdapat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen.

Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Menurut Ghozali (2018), *path analysis* digunakan untuk menguji pengaruh variabel *intervening*. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda, atau analisis jalur adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (model kausal) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori. Analisis jalur digunakan untuk menguji pengaruh tidak langsung dari suatu model penelitian melalui variabel *intervening*

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang
Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Uji Sobel dilakukan dengan cara menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel X (independen) ke Y (dependen) melalui Z (intervening). Uji Sobel dilakukan dengan cara menghitung standar eror pengaruh tidak langsung yaitu sebagai berikut:

$$Sp2p3 = \sqrt{p3^2Sp2^2 + p2^2Sp3^2 + Sp2^2Sp3^2}$$

Keterangan:

- Sp2p3 : Standar eror pengaruh tidak langsung
- p2 : Koefisien jalur variabel intervening dengan variabel dependen
- p3 : Koefisien jalur variabel independen dengan variabel intervening
- Sp2 : Standar eror koefisien jalur P2
- Sp3 : Standar eror koefisien jalur P3

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka perlu dihitung nilai t dari koefisien p1p2 dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p2p3}{Sp2p3}$$

Nilai t hitung dibandingkan dengan t tabel. Jika nilai t hitung > t tabel, maka dapat disimpulkan bahwa terjadi pengaruh mediasi (pengaruh tidak langsung antara variabel independen terhadap variabel dependen).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 4
Analisis Deskriptif

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
KDV	200	0,02	25,21	0,77495	2,40374833
KHT	200	0,0002	4,29	1,10315	0,96279304
NPR	200	0,07	46,41	4,0281	6,13416885

1. Kebijakan Dividen

Pengukuran kebijakan dividen pada penelitian ini menggunakan indikator *dividen payout ratio*. Pada Tabel 4 diperoleh gambaran bahwa DPR tertinggi berjumlah 25,21 (PT Delta Djakarta Tbk pada tahun 2015) sementara yang terendah berjumlah 0,02 (PT Enseval Putera Megatrading Tbk pada tahun 2015-2018). Rata-rata DPR adalah 0,77 dengan standar deviasi sebesar 2,40. PT Delta Djakarta Tbk merupakan perusahaan yang memiliki DPR tertinggi pada tahun 2015.

2. Kebijakan Hutang

Pengukuran kebijakan hutang pada penelitian ini menggunakan indikator *debt to equity ratio*. Pada Tabel 4 diperoleh gambaran bahwa DER tertinggi berjumlah 4,29 (PT Midi Utama Indonesia tahun 2017) sementara yang terendah berjumlah 0,0002 (PT Perusahaan Perkebunan London Sumatera Indonesia Tbk tahun 2017). Rata-rata DER adalah 1,10 dengan standar deviasi 0,96. PT Midi Utama Indonesia memiliki DER tertinggi pada tahun 2017. Hal ini dikarenakan perusahaan meningkatkan liabilitas sebesar 14,89% pada tahun 2017 dibandingkan periode sebelumnya.



3. Nilai Perusahaan

Pengukuran nilai perusahaan pada penelitian ini menggunakan indikator *price to book value*. Pada Tabel 4 diperoleh gambaran bahwa PBV tertinggi berjumlah 46,41 (PT Matahari Department Store Tbk pada tahun 2015) sementara yang terendah berjumlah 0,07 (PT Gema Grahasarana Tbk tahun 2016). Rata-rata PBV adalah 4.02 dengan standar deviasi 6,13.

PT Matahari Department Store Tbk merupakan perusahaan yang memiliki PBV tertinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan melakukan penambahan laba ditahan sehingga ekuitas meningkat sebanyak 594% dari Rp153,3 miliar menjadi Rp1.106,2 miliar di tahun 2015.

Uji Pooling Data (Uji Kesamaan Koefisien)

Tabel 5
Hasil Uji Kesamaan Koefisien Model Pertama

Variabel	Sig.
KDV	0,339
KHT	0,061
DT1	0,863
DT2	0,904
DT3	0,825
DT4	0,710
DT1_KDV	0,610
DT1_KHT	0,343
DT2_KDV	0,439
DT2_KHT	0,198
DT3_KDV	0,515
DT3_KHT	0,280
DT4_KDV	0,456
DT4_KHT	0,380

Sumber: hasil pengolahan peneliti

Tabel 6
Hasil Uji Kesamaan Koefisien Model Kedua

Variabel	Sig.
KDV	0,213
DT1	0,825
DT2	0,806
DT3	0,914
DT4	0,665
DT1_KDV	0,790
DT2_KDV	0,907
DT3_KDV	0,522
DT4_KDV	0,996

Hasil uji *pooling* menunjukkan seluruh variabel yang diuji memiliki nilai signifikansi di atas 0,05 baik untuk hasil uji *pooling* model pertama dan model kedua. Hasil ini menunjukkan bahwa data dalam penelitian ini telah lulus uji kesamaan koefisien sehingga data yang diuji dapat digabung atau *dipool*.



Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Tabel 7
Hasil Uji Normalitas

Model Penelitian	Asymp Sig. (2-tailed)
Model Pertama	0,200
Model Kedua	0,012

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan metode *Kolmogorov Smirnov*, pada model persamaan pertama dapat diketahui nilai Asymp. Sig 0,200 > alpha 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model persamaan pertama data berdistribusi secara normal. Model persamaan kedua memiliki Sig 0,000 < alpha 0,05 yang menunjukkan bahwa model persamaan kedua memiliki data yang tidak berdistribusi normal. Namun, menurut Bowerman *et al.* (2015:270) masalah asumsi normalitas dapat diabaikan apabila sampel penelitian lebih besar atau sama dengan 30 sampel. Dalam penelitian ini sampel yang digunakan sebanyak 200 sampel, maka dapat disimpulkan bahwa data penelitian model persamaan kedua berdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Tabel 8
Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF
Kebijakan Dividen (KDV)	0,980	1,021
Kebijakan Hutang (KHT)	0,980	1,021

Pengujian multikolinieritas hanya dilakukan untuk model persamaan pertama yang merupakan model regresi linear berganda. Berdasarkan hasil uji multikolinieritas yang terdapat dalam Tabel 8, hasil variabel independen kebijakan dividen (KDV) dan kebijakan hutang (KHT) memiliki nilai VIF $1,021 \leq 10$ dan *Tolerance* $0,980 \geq 0,1$. Maka dapat disimpulkan bahwa model persamaan pertama pada penelitian ini tidak ada gejala multikolinieritas antar variabel independen.

Uji Autokorelasi

Tabel 9
Hasil Uji Autokorelasi

Model Penelitian	d	dl	du	4-dl	4-du
Model Pertama	2,029	1,7483	1,7887	2,2517	2,2113
Model Kedua	2,597	1,7584	1,7785	2,2416	2,2215

Model persamaan pertama memiliki $du < d < 4-du$ yaitu $1.7887 < 2.029 < 2.2517$ maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi positif negatif pada model persamaan pertama. Sedangkan model persamaan kedua memiliki nilai *durbin-watson* sebesar 2,597 berada di 4-dl dengan 4 yaitu $2.2416 < 2,597 < 4$ sehingga dapat disimpulkan pada model persamaan kedua terjadi autokorelasi negatif. Pengujian autokorelasi pada data yang tidak bersifat *time series* (*cross section* atau panel) akan tidak berarti (Basuki dan Prawoto, 2016). Gejala autokorelasi ini juga terjadi dalam penelitian Octaviani (2020) dan Wijayanti (2015). Kegagalan uji autokorelasi dapat terjadi karena data penelitian bukan data *time series*, melainkan data *pooled* (Wijayanti, 2015).

Hak cipta milik IBI (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Ditanggung (M) Maja Gendeng

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan sumber:
a. Pengutipan hanya untuk keperluan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Uji Heteroskedastisitas

Tabel 10
Hasil Uji Heterokedastisitas Model Pertama

Variabel	Sig.
Kebijakan Dividen (KDV)	0,896
Kebijakan Hutang (KHT)	0,088

Tabel 11
Hasil Uji Heterokedastisitas Model Kedua

Variabel	Sig.
Kebijakan Hutang (KHT)	0,796

Berdasarkan Tabel 10 dan Tabel 11 dapat diketahui bahwa seluruh variabel independen pada model persamaan pertama dan model persamaan kedua memiliki nilai Sig. > alpha 0,05, maka dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada kedua model persamaan di dalam penelitian ini.

Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Nilai *R²* digunakan untuk menunjukkan seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Kriteria batasan hasil *R²* ada tiga klasifikasi yaitu 0,67 (substansi), 0,33 (moderat), dan 0,19 (lemah). Nilai *R²* dapat dilihat pada Tabel 4.9.

Tabel 12
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Penelitian	Adjusted R Square	Kriteria
Model Pertama	0,116	Lemah
Model Kedua	0,020	Lemah

Penelitian ini memperoleh nilai *Adjusted R Square* pada model pertama sebesar 0,116. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan dividen dan kebijakan hutang sebesar 11,6% sedangkan sisanya 88,4% dipengaruhi oleh faktor lain di luar penelitian ini. Pada model kedua diperoleh nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,020. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi oleh kebijakan dividen sebesar 2% sedangkan sisanya 98% dipengaruhi oleh faktor lain di luar penelitian ini.

Uji F

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Apabila nilai Sig. < 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen.

Tabel 13
Hasil Uji F

Model Penelitian	Sig.
Model Pertama	0,000
Model Kedua	0,044

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruhnya atau cara-cara lainnya yang serupa tanpa izin IBIKKG.
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Berdasarkan hasil uji statistik F model pertama, dapat diketahui nilai Sig. $0,000 < \alpha 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen dan kebijakan hutang secara bersama-sama mempunyai berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Model kedua memiliki nilai Sig. $0,044 < \alpha 0,05$. Dengan demikian baik model pertama maupun model kedua penelitian sudah dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian.

Uji Hipotesis

Uji t

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

Analisis Jalur

Tabel 14
Hasil Uji t Model Pertama

Variabel Independen	Koefisien Beta	Sig. (2-tailed)
Kebijakan Dividen (KDV)	0,382	0,000
Kebijakan Hutang (KHT)	0,016	0,820

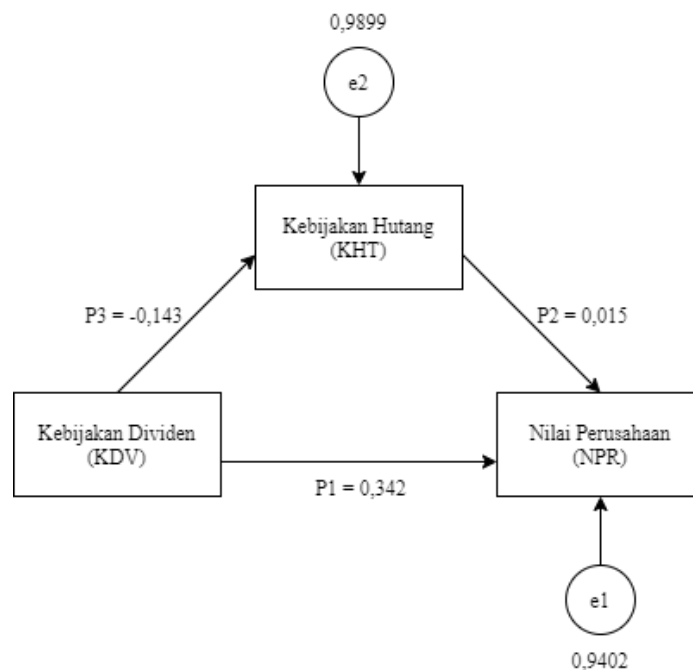
Variabel dependen: Nilai Perusahaan

Tabel 15
Hasil Uji t Model Kedua

Variabel Independen	Koefisien Beta	Sig. (2-tailed)
Kebijakan Dividen (KHT)	-0,157	0,044

Variabel dependen: Kebijakan Hutang

Gambar 2
Model Analisis Jalur Penelitian





Pengaruh langsung KDV ke NPR	= 0,342
Pengaruh tidak langsung KDV ke KHT ke NPR (-0,143 x 0,015)	= -0,002145 +
Pengaruh total (korelasi KDV ke NPR)	= 0,339855

Dari analisis jalur diketahui pengaruh mediasi (pengaruh tidak langsung) menghasilkan koefisien jalur sebesar -0,002145. Untuk mengetahui signifikan atau tidaknya koefisien jalur tersebut dapat diuji melalui uji Sobel sebagai berikut:

Hitung standar error dari koefisien *indirect effect* ($Sp2p3$)

$$Sp2p3 = \sqrt{p3^2 Sp2^2 + p2^2 Sp3^2 + Sp2^2 Sp3^2}$$

$$= \sqrt{(-0,143)^2 (0,069)^2 + (0,015)^2 (0,077)^2 + (0,069)^2 (0,077)^2}$$

$$= 0,01126586362$$

Keterangan:

- $Sp2p3$: Standar eror pengaruh tidak langsung
- $p2$: Koefisien jalur variabel intervening dengan variabel dependen
- $p3$: Koefisien jalur variabel independen dengan variabel *intervening*
- $Sp2$: Standar eror koefisien jalur P2
- $Sp3$: Standar eror koefisien jalur P3

Setelah menghitung standar error selanjutnya menghitung nilai t statistik pengaruh mediasi sebagai berikut:

$$\frac{p2p3}{Sp2p3} = \frac{-0,002145}{0,01126586362} = -0,19$$

Pembahasan

1. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dengan *dividen payout ratio*. Hipotesis satu pada penelitian ini adalah kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa nilai Sig. $0,000 < \alpha 0,05$ dengan nilai koefisien beta 0,382 sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai koefisien beta yang positif ini berarti bahwa semakin tinggi kebijakan dividen, maka nilai perusahaan akan semakin tinggi juga. Penelitian didukung oleh teori *signalling* yaitu semakin tinggi pembayaran dividen merupakan sinyal positif yang menunjukkan bahwa kedepannya prospek perusahaan semakin baik. Sejalan dengan *Bird in the hand theory* bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Investor akan merespon positif jika perusahaan membagikan dividen dan nilai perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian dari Irawan (2019), Ovami dan Nasution (2020) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio*. Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun, hal ini



tidak dapat dibuktikan karena nilai Sig. 0,820 > alpha 0,05 dengan nilai koefisien beta 0,016. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya faktor lain yang menjadi pertimbangan investor dalam menilai perusahaan. Investor tidak melihat kebijakan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Krisnawati dan Munasiron (2015) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat dibuktikan dengan hasil uji hipotesis dengan uji t yang menunjukkan bahwa nilai Sig. 0,044 < alpha 0,05 dengan nilai koefisien beta -0,157. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Nilai koefisien beta negatif berarti semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang diambil perusahaan, dengan kata lain kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Anggraini (2015) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening

Hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang mampu memediasi hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Dengan adanya kebijakan dividen dapat mengurangi *free cash flow* sehingga manajer meningkatkan pendanaan hutang dari pihak luar (Susilawati, 2007). Hal ini juga sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa jika ekuitas internal perusahaan tidak cukup untuk menyelesaikan masalah kebutuhan modal, maka perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal dengan risiko yang paling kecil yaitu hutang. Adanya pembagian dividen dan peningkatan pendanaan hutang diharapkan dapat membuat perusahaan bekerja lebih efektif sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Namun, hal ini tidak dapat dibuktikan dikarenakan hasil analisis jalur dan uji sobel menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar -0,19 lebih kecil dibandingkan dengan t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu 1,97. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak memediasi pengaruh antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Tallamma (2016) yang berpendapat bahwa kebijakan hutang tidak dapat memediasi pengaruh antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan penelitian dan analisis yang telah dilakukan, maka peneliti menyimpulkan bahwa:

1. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
3. Kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.
4. Kebijakan hutang tidak memediasi pengaruh antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Saran

Adapun saran dari penulis untuk penelitian selanjutnya yang tertarik pada topik penelitian ini adalah:

Pertama, dari segi hubungan antar variabel tergolong dalam kategori lemah. Oleh sebab itu, penulis menyarankan untuk penelitian selanjutnya agar menggunakan lebih banyak variabel agar dapat memperkecil kemungkinan R^2 yang bernilai rendah.

Kedua, penelitian ini menemukan bahwa kebijakan hutang tidak memediasi pengaruh kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Namun, kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan penelitian ini, maka penulis menyarankan agar penelitian selanjutnya lebih memperhatikan variabel *intervening* yang digunakan untuk memediasi hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan, misalnya kondisi ekonomi dan risiko bisnis.

Hak Cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.





DAFTAR PUSTAKA

Ahmad, A. W., Y. Septriani (2008), *Konflik Keagenan: Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya*, Jurnal Akuntansi & Manajemen, Vol. 3, No. 2, p. 47-55.

Akerlof, G. A. (1970), *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics.

Anggraini, N. (2015), *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2010-2012)*, Jurnal Ilmiah Mahasiswa, Vol 1, No. 1.

Anindhita, N. (2017), *Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Publik, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014*, JOM Fekon Vol. 1 No. 2.

Basuki, A. T., Prawoto, N. (2016), *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis: Dilengkapi Aplikasi SPSS & Eviews*, Jakarta: Rajawali Pers.

Bowerman, Bruce L., O'Connell, Richard T., Murphree, Emily S., Orris, J. B. (2015), *Essentials of Business Statistic*, Edisi 15, New York: Mc Graw Hill Education.

Brigham, Eugene F., Daves, Philip R. (2018), *Intermediate Financial Management*, Edisi 13, USA: Cengage Learning.

Brigham, Eugene F., Houston, Joel F. (2019), *Fundamental of Financial Management*, Edisi 15, USA: Cengage Learning.

Chin, W. W. (1998), *The Partial Least Square Approach for Structural Equation Modeling, Modern Methods for Business Research* (pp. 295-336). London: Lawrence Erlbaum Associates

Connelly, Brian L., Certo, S. Trevis., Ireland, R. Duane., Reutzell, Christopher R. (2011), *Signaling Theory: A Review and Assessment*, Journal of Management.

Ghozali, I. (2018), *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*, Edisi 9, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gitman, Lawrence J., & Zutter, C. J. (2015), *Principles of Managerial Finance*, Edisi 14, USA: Pearson.

Gordon, M., John Lintner (1956), *Distribution of Income of Corporations Among Dividend, Retained Earning and Taxes*, The American Economic Review.

Gustiandika, T. (2014), Skripsi: *Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Governance sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan yang dinilai Corporate Governance Preception Index Tahun 2007-2011)*, Universitas Diponegoro.

Irawan (2019), *Analisis Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*, Jurnal Akuntansi Bisnis dan Publik.

Ismiyati, F. & M. Hanafi (2003), *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan*, Simposium Nasional Akuntansi VI. Hlm. 820-849.

Jensen, Michael C. (1986), *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review.

Jensen, Michael C., W. H. Meckling (1976), *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics.

© Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
 Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mengutip sumber:
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Jensen, Michael. (1986). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review, Vol. 76, No. 2.

Khaddafi, M., E. Syahputra (2019), *Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang melalui Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar pada BEI Tahun 2015-2017)*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 7, No. 2, p. 105-120.

Kieso, Donald E., Weygandt, Jerry E., Warfield, Terry D. (2019), *Intermediate Accounting*, Edisi 17, USA: Wiley.

Krisnawati, E., Munasiron M. (2015), *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur*, Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Jakarta.

Litzenberger, Robert H., Krishna Ramaswamy (1979), *The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence*, Journal of Financial Economics.

Mardiyanti, U., Ahmad, G. N., & Putri, R. (2012), *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010*, Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI), Vol. 3, No. 1.

Myers, S. & N. Majluf (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have*. Journal of Financial Economics, Vol.13, pp.187-221

Octavia, L. (2013), Skripsi: *Analisis Pengaruh Kebijakan Utang, Dividen, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di BEI Periode 2008-2012*, Universitas Diponegoro.

Octaviani, K., & Suhartono, S. (2020), *Peran Kualitas Laba dalam Memediasi Pengaruh Konservatisme Akuntansi terhadap Nilai Perusahaan*, Jurnal Akuntansi Bisnis, Vol. 14, No. 1.

Oyami, Debbi C., Nasution, Ananda A. (2020), *Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks LQ 45*, Riset dan Jurnal Akuntansi Volume 4 Nomor 2.

Purnomo, Hendi (2017), Skripsi: *Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel Moderating*, Universitas Negeri Semarang.

Septariani, D. (2017), *Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan LQ45 di BEI Periode 2012-2015)*, Journal of Applied Business and Economics, Vol. 3, No.3.

Susilawati, R. A. E. (2007), *Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory*, Jurnal Ekonomi Modernisasi.

Susilawati, R. A. E. (2010), *Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia*, Jurnal Ekonomi Modernisasi.

Tallama, A. F. B. (2016), Skripsi: *Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Kebijakan Hutang (Studi Kasus Pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di BEI kecuali Perusahaan Keuangan dan BUMN Periode 2012-2014)*, Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie.

Wijayanti, Fitri L. (2015), *Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Dewan Direksi, dan Ukuran Dewan Komisaris terhadap Biaya Keagenan*, Jurnal EBBANK, Vol. 6, No. 2, p.1-16.