

# PENGARUH PAJAK DAERAH DAN RETRIBUSI TERHADAP PENDAPATAN ASLI DAERAH (PAD) DAN PENDAPATAN DAERAH KOTA KEDIRI

Naning Fatmawatie\*

## Abstract

*Local revenue of local government is a right that is recognized as an addition to net asset value during a given period. For that all goods and services as a result of economic activities that operate in the domestic territory, regardless of whether the factors of production derived from or owned by a resident of the area, is the Gross Domestic Product. Local revenue is the revenue from the tax sector, retribution, the results of companies belonging to the region, the results of the wealth management separated areas, and other areas of legitimate revenue. In Law No. 33 of 2004 on Financial Balance between Central and Local Government, it is stated that the local revenue sources consist of regional revenue, Tax Revenue and Non-Tax.*

*Under Law No. 34 of 2000 on the amendment of Law No. 18 of 1997 on local taxes and levies, what is meant by local taxes are compulsory contributions made by individuals and entities to the area without a direct reward balance, which can be imposed by legislation in force, which is used to finance the implementation of local government and regional development. Whereas levies are payment for certain services or granting special permits provided by the local government or for the benefit of private persons or entities.*

*Local taxes and levies are one source of revenue (PAD). Local Revenue is one source of local revenue. The increased local taxes and levies are expected to increase revenue of an area, and the increased revenue is expected to increase in local revenue.*

**Keywords;** Pajak Daerah, Retribusi, Pendapatan Asli Daerah dan Pajak Daerah

## I. PENDAHULUAN

### A. LATAR BELAKANG

Pembangunan nasional Indonesia bertujuan untuk mewujudkan masyarakat Indonesia yang adil dan makmur melalui peningkatan taraf hidup, kecerdasan serta kesejahteraan seluruh rakyat. Untuk mewujudkan tujuan dari pembangunan nasional tersebut, maka pelaksanaan pembangunan harus merata diseluruh tanah air. Pelaksanaan pembangunan pada dasarnya diselenggarakan atas kerjasama rakyat bersama pemerintah. Untuk itu peran rakyat dalam pembiayaan pembangunan harus di tumbuhkan dengan mendorong kesadaran dan pemahaman rakyat bahwa pembangunan merupakan hak dan kewajiban serta tanggung jawab bersama seluruh rakyat dibawah koordinasi pemerintah. Untuk itu dari Undang-Undang No. 22 tahun 1999. Pada akhirnya, daerah memiliki kewenangan membuat kebijakan daerah untuk memberikan

pelayanan, peningkatan peran, kreasi, inovasi dalam menerapkan prinsip otonomi daerah bahwa penyelenggaraan pemerintahan dan pembangunan secara bertahap akan banyak dilimpahkan kepada pemerintah daerah. Dengan demikian penggunaan prinsip otonomi daerah seluas- luasnya mempunyai makna bahwa daerah diberikan kewenangan mengurus dan mengatur semua urusan pemerintah di luar menjadi urusan pemerintah sesuai dengan yang telah ditetapkan dalam Undang-Undang No. 32 tahun 2004 tentang pemerintah daerah sebagai penyempurna serta pemberdayaan rakyat yang mempunyai tujuan peningkatan kesejahteraan rakyat banyak.

Sejalan dengan pelaksanaan otonomi daerah, pemerintahan daerah dituntut untuk menggali sumber dana sendiri. Hal ini disebabkan peran pemerintah pusat dalam membiayai pengeluaran daerah akan semakin dikurangi. Untuk itu pemerintah daerah dituntut untuk meningkatkan Pendapatan Asli Daerah (PAD). Pajak dan retribusi daerah merupakan komponen utama sumber

---

\*Dosen Tetap Prodi Ekonomi Syariah Jurusan Syariah STAIN Kediri.

penerimaan pendapatan asli daerah. Menurut UU No.28 Tahun 2009, bahwa pajak daerah merupakan kontribusi wajib kepada daerah yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan Undang-Undang dengan tidak mendapatkan imbalan secara langsung untuk keperluan daerah yang digunakan sebesar-besarnya untuk kemakmuran rakyat. Selain itu, Retribusi daerah atau retribusi menurut UU No. 28 Tahun 2009 adalah pemungutan daerah sebagai pembayaran atas jasa atau pemberian izin tertentu yang khusus disediakan dan/atau diberikan oleh pemerintah daerah untuk kepentingan orang pribadi atau badan.

Pendapatan Asli Daerah (PAD) merupakan salah satu sumber pendapatan daerah, disamping dana perimbangan dan lain-lain pendapatan daerah yang syah. Hal ini sesuai dengan Undang-Undang Nomor 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan antar Pemerintah Pusat dan Pemerintah Daerah. PAD sebagai salah satu penerimaan daerah mencerminkan tingkat kemandiriandaerah. Semakin besar PAD maka menunjukkan bahwa daerah itu mampu melaksanakan desentralisasi fiskal dan ketergantungan terhadap pemerintah pusat berkurang. PAD diartikan sebagai penerimaan dari sumber-sumber dalam wilayahnya sendiri, yang dipungut berdasarkan Undang-undang yang berlaku. Menurut Munawir (2000: 289) bahwa sumber pendapatan daerah tersebut diharapkan menjadi sumber pembiayaan penyelenggaraan pemerintahan dan pembangunan daerah, untuk meningkatkan dan pemeratakan kesejahteraan rakyat.

Penelitian ini mengembangkan penelitian terdahulu yang telah dilakukan sebelumnya. Adapun hal penting yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah Pengaruh Pendapatan Daerah dan Retribusi terhadap PAD telah diteliti oleh Faizah, Wachidin (2010); Supto Rini Puspa Sari, A 92012) dan Ruswandi, Rini Rahmawati (2009) akan tetapi peneliti tersebut belum mengaitkan secara langsung Pengaruh Pajak Daerah dan

Retribusi terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD) dan Pendapatan Daerah. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *path analysis*, karena model berbentuk struktural dan memiliki karakteristik hubungan berjenjang. Pada penelitian sebelumnya menggunakan analisis analisis *regresi*.

## B. Pendapatan Daerah

Pendapatan daerah adalah semua penerimaan uang melalui rekening kas umum daerah yang menambah ekuitas dana lancar yang merupakan hak pemerintah daerah dalam 1 (satu) tahun anggaran yang tidak perlu dibayar kembali oleh daerah<sup>1</sup>. Berkaitan dengan hal tersebut, pendapatan daerah yang dianggarkan dalam APBD merupakan perkiraan yang terukur secara rasional yang dapat dicapai untuk setiap sumber pendapatan. Pendapatan Daerah merupakan hak Pemerintah daerah yang diakui sebagai penambah nilai kekayaan bersih dalam periode yang bersangkutan. Untuk itu semua barang dan jasa sebagai hasil dari kegiatan-kegiatan ekonomi yang beroperasi di wilayah domestik, tanpa memperhatikan apakah faktor produksinya berasal dari atau dimiliki oleh penduduk daerah tersebut, merupakan "Produk Domestik Regional Bruto" daerah bersangkutan, sehingga pendapatan yang timbul oleh karena adanya kegiatan produksi tersebut disebut "Pendapatan Regional". Pada kenyataan sebagian dari faktor produksi yang digunakan dalam kegiatan produksi di suatu daerah berasal dari daerah lain atau dari luar negeri, demikian juga sebaliknya faktor produksi yang dimiliki penduduk daerah tersebut dapat ikut serta dalam proses produksi di daerah lain atau di luar negeri. Kondisi ini menyebabkan nilai produk domestik yang timbul di suatu daerah tidak sama dengan pendapatan yang diterima daerah tersebut. Menurut UU No 33 Tahun 2004, Sumber Pendapatan Daerah terdiri dari: Pendapatan Asli Daerah (PAD), Dana Perimbangan DAN. Lain-lain penerimaan yang syah.

<sup>1</sup>UU No. 33 Tahun 2004

### C. Pendapatan Asli Daerah (PAD)

Pendapatan asli daerah adalah penerimaan yang diperoleh dari sektor pajak daerah, retribusi daerah, hasil perusahaan milik daerah, hasil pengelolaan kekayaan daerah yang dipisahkan, dan lain-lain pendapatan asli daerah yang sah. Di dalam Undang-Undang Nomor 33 Tahun 2004 tentang Perimbangan Keuangan Antara Pemerintah Pusat dan Pemerintah Daerah disebutkan bahwa sumber pendapatan daerah terdiri dari Pendapatan Asli Daerah, Bagi Hasil Pajak dan Bukan Pajak. Pendapatan Asli Daerah sendiri terdiri dari: Pajak daerah, Retribusi daerah, Hasil pengolahan kekayaan daerah yang dipisahkan, dan Lain-lain PAD yang sah.

Klasifikasi PAD yang terbaru berdasarkan Permendagri Nomor 13 Tahun 2006 terdiri dari: Pajak daerah, retribusi daerah, hasil pengelolaan daerah yang dipisahkan, dan lain-lain pendapatan asli daerah yang sah. Jenis pajak daerah dan retribusi daerah dirinci menurut objek pendapatan sesuai dengan undang-undang tentang pajak daerah dan retribusi daerah. Jenis hasil pengelolaan kekayaan daerah yang dipisahkan dirinci menurut objek pendapatan yang mencakup bagian laba atas penyertaan modal pada perusahaan milik daerah/ BUMD, bagian laba atas penyertaan modal pada perusahaan milik pemerintah/ BUMN, dan bagian laba atas penyertaan modal pada perusahaan milik swasta atau kelompok usaha masyarakat. Jenis lain-lain PAD yang sah disediakan untuk menganggarkan penerimaan daerah yang tidak termasuk dalam pajak daerah, retribusi daerah dan hasil pengelolaan kekayaan daerah yang dipisahkan dirinci menurut objek pendapatan yang mencakup hasil penjualan kekayaan daerah yang tidak dipisahkan, jasa giro, pendapatan bunga, penerimaan atas tuntutan ganti kerugian daerah, penerimaan komisi, potongan, ataupun bentuk lain sebagai akibat dari penjualan dan/atau pengadaan barang dan / atau jasa oleh daerah, penerimaan keuntungan dari selisih nilai tukar Rupiah terhadap mata uang asing, pendapatan denda

atas keterlambatan pelaksanaan pekerjaan, pendapatan denda pajak, pendapatan denda retribusi. Pendapatan hasil eksekusi atau jaminan, pendapatan dari penyelenggaraan pendidikan dan pelatihan, pendapatan dari angsuran/cicilan penjualan.

PAD dipisahkan menjadi empat jenis pendapatan, yaitu: pajak daerah, retribusi daerah, hasil perusahaan milik daerah, dan hasil pengelolaan kekayaan milik daerah yang dipisahkan, lain-lain PAD yang sah.

### D. Pajak Daerah

Berdasarkan UU Nomor 34 Tahun 2000 tentang perubahan atas UU Nomor 18 Tahun 1997 tentang pajak daerah dan retribusi daerah yang dimaksud dengan pajak daerah adalah iuran wajib yang dilakukan oleh orang pribadi dan badan kepada daerah tanpa imbalan langsung yang seimbang, yang dapat dipaksakan berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku, yang digunakan untuk membiayai penyelenggaraan pemerintah daerah dan pembangunan daerah. Jenis pajak daerah dibagi menjadi 2 yaitu:

- a. Pajak daerah provinsi yang terdiri dari:
  1. Pajak kendaraan bermotor.
  2. Bea balik nama kendaraan bermotor.
  3. Pajak bahan bakar kendaraan bermotor.
  4. Pajak pengambilan dan pemanfaatan air bawah tanah dan air permukaan
- b. Pajak daerah kabupaten/ kota yang terdiri dari:
  1. Pajak hotel dan restoran
  2. Pajak hiburan
  3. Pajak reklame
  4. Pajak penerangan jalan
  5. Pajak pengambilan dan pengolahan bahan galian golongan C
  6. Pajak Parkir

### E. Retribusi Daerah

Yang dimaksud dengan retribusi menurut Saragih (2003:65) adalah "pungutan daerah sebagai pembayaran atas jasa atau pemberian izin tertentu yang khusus disediakan dan atau

diberikan oleh Pemda untuk kepentingan orang pribadi atau badan”. Retribusi untuk kabupaten/kota dapat dibagi menjadi 2, yakni:

1. Retribusi untuk kabupaten/kota ditetapkan sesuai kewenangan masing-masing daerah, terdiri dari: 10 jenis retribusi jasa umum, 4 jenis retribusi perizinan tertentu,
2. Retribusi untuk kabupaten/kota ditetapkan sesuai jasa/pelayanan yang diberikan oleh masing-masing daerah, terdiri dari: 13 jenis retribusi jasa usaha.

#### F. Pengaruh Pajak Daerah dan Retribusi terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD) dan Pendapatan Daerah

Pajak daerah dan retribusi merupakan salah satu sumber Pendapatan Asli Daerah (PAD). Pendapatan Asli Daerah (PAD) merupakan salah satu sumber pendapatan daerah. Jika pajak daerah dan retribusi meningkat diharapkan dapat meningkatkan PAD suatu daerah. Meningkatnya PAD diharapkan dapat meningkatkan pendapatan daerah.

#### G. Fomulasi Hipotesis

Berdasarkan kerangka konseptual penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, maka perumusan hipotesis-hipotesis penelitian ini dapat diuraikan sebagai berikut.

1. Hipotesis untuk menguji pengaruh Pajak Daerah dan Retribusi terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD).

Hipotesis Mayor yang diajukan adalah:

$H_1$ : Pajak Daerah dan Retribusi berpengaruh terhadap Pendapatan Asli daerah (PAD).

Hipotesis Minor yang diajukan adalah:

$H_{1a}$ : Pajak Daerah berpengaruh positif terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD).

$H_{1b}$ : Retribusi berpengaruh positif terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD).

2. Hipotesis untuk menguji pengaruh Pendapatan Asli Daerah (PAD) terhadap Pendapatan Daerah.

$H_2$ : Pendapatan Asli Daerah (PAD) berpengaruh positif terhadap Pendapatan Daerah.

3. Hipotesis untuk menguji pengaruh Pajak Daerah dan Retribusi terhadap Pendapatan Daerah.

Hipotesis Mayor yang diajukan adalah:

$H_3$ : Pajak Daerah dan Retribusi berpengaruh positif terhadap Pendapatan Daerah.

Hipotesis Minor yang diajukan adalah:

$H_{3a}$ : Pajak Daerah berpengaruh positif terhadap Pendapatan Daerah.

$H_{3b}$ : Retribusi berpengaruh positif terhadap Pendapatan Daerah.

4. Hipotesis untuk menguji pengaruh Pajak Daerah dan Retribusi terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD) dan Pendapatan Daerah.

Hipotesis Mayor yang diajukan adalah:

$H_4$ : Pajak Daerah dan Retribusi melalui Pendapatan Asli Daerah (PAD) berpengaruh positif terhadap Pendapatan Daerah.

Hipotesis Minor yang diajukan adalah:

$H_{4a}$ : Pajak Daerah melalui Pendapatan Asli Daerah (PAD) berpengaruh positif terhadap Pendapatan Daerah.

$H_{4b}$ : Retribusi melalui Pendapatan Asli Daerah (PAD) berpengaruh positif terhadap Pendapatan Daerah.

#### H. Metode Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian ini, yaitu untuk menganalisis “Pengaruh Pajak Daerah dan Retribusi terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD) dan Pendapatan Daerah”, maka jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian *eksplanatoris*. Penelitian jenis *eksplanatoris* adalah penelitian yang dilakukan dengan tujuan untuk meningkatkan pemahaman tentang sebuah fenomena yang telah diketahui terjadinya dan memiliki deskripsi yang detail, dimana dapat diteliti lebih lanjut untuk mendapat penjelasan, tentang alasan mengapa terjadi.<sup>2</sup> Untuk itu, penelitian ini mencari penyebab dan alasan di balik sebuah fenomena melalui pengujian hipotesis.

<sup>2</sup>Efferin, et al. *Metode Penelitian Akuntansi*, (Bayu Media Publishing, Malang, 2004)

Penelitian ini objek dilakukan dengan mengambil objek dari Pemerintah Kota Kediri utamanya pada Dinas Pendapatan Pengelolaan Keuangan dan Asset (DPPKA) yang terletak di Jl. Pahlawan Kusuma Bangsa Kediri.

Pada penelitian ini terdapat dua variabel endogen yaitu nilai Pendapatan Daerah dan Pendapatan Asli Daerah (PAD). Selanjutnya untuk variabel eksogen terdapat dua variabel, yaitu Pajak Daerah dan Retribusi.

Lingkup Penelitian adalah penelitian Akuntansi Sektor Publik. Penelitian ini untuk menguji pengaruh Pajak Daerah dan Retribusi terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD) dan Pendapatan Daerah di Kota Kediri dengan periode penelitian tahun 2007 sampai 2012.

Data yang digunakan berupa data *archival*, yaitu data sekunder yang diperoleh dari Biro Pusat Statistik (BPS), Perpustakaan Pemerintah Daerah Kota Kediri, dan DPPKA Pemerintah Daerah Kota Kediri yang meliputi data laporan keuangan tahunan untuk periode pengamatan tahun 2007 sampai 2012.

Teknik analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah *path analysis*. *Path analysis* merupakan teknik yang digunakan untuk menganalisis pola hubungan antarvariabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tak langsung seperangkat variabel bebas (*eksogen*) terhadap variabel terikat (*endogen*).<sup>3</sup> *Path analysis* yang digunakan dalam penelitian ini adalah model dekomposisi pengaruh antarvariabel. Model dekomposisi merupakan model yang menekankan pada pengaruh yang bersifat kausalitas antarvariabel, baik pengaruh langsung maupun tidak langsung dalam kerangka *path analysis*, sedangkan hubungan yang sifatnya nonkausalitas atau hubungan

## II. HASIL PENELITIAN

Berdasarkan kerangka teoritis, data empiris serta analisis hasil penelitian, maka dapat diuraikan pembahasan dan penalaran mengenai; struktur modal, kebijakan dividen,

biaya keagenan dan nilai perusahaan. Uraian tersebut mencakup; pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap biaya keagenan; pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan; pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan serta pengaruh struktur modal, kebijakan dividen dan biaya keagenan terhadap nilai perusahaan.

### A. Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Biaya Keagenan

#### 1. Pengaruh struktur modal terhadap biaya keagenan

Pengaruh struktur modal secara langsung terhadap biaya keagenan adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis ( $H_{1a}$ ) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap biaya keagenan.

Temuan ini menunjukkan bahwa semakin besar penggunaan utang dalam struktur modal, dapat meningkatkan biaya keagenan. Makna dari temuan ini adalah semakin besar penggunaan utang, konsekwensinya semakin besar pula beban bunga dan semakin besar probabilita bahwa terjadi penurunan penghasilan. Kondisi ini dapat menyebabkan ancaman kebangkrutan (*financial distress*). Selanjutnya, jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka akan timbul biaya kebangkrutan, yang disebabkan antara lain: adanya keterpaksaan menjual aktiva di bawah harga pasar, biaya likuiditas perusahaan, rusaknya aktiva tetap dimakan waktu sebelum terjual dan lain sebagainya. Selain itu, ancaman akan terjadinya kebangkrutan juga merupakan biaya. Hal ini disebabkan bahwa manajemen cenderung menghabiskan waktu untuk menghindari kebangkrutan daripada membuat keputusan yang baik. Selanjutnya, penggunaan utang dalam struktur modal juga melibatkan hubungan pemilik perusahaan (pemegang saham) dengan kreditur. Pada hubungan ini, ada kemungkinan pemilik perusahaan melakukan tindakan yang merugikan kreditur, antara lain: 1) perusahaan

<sup>3</sup>Riduwan dan Engkos, *Cara Menggunakan dan Memaknai Analisis Jalur: Path Analysis*, (Alfabeth Bandung, 2008)

mengambil proyek-proyek yang risikonya lebih besar daripada yang diperkirakan oleh kreditur, atau 2) perusahaan meningkatkan jumlah utang hingga mencapai tingkatan yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan kreditur. Kondisi ini, menjadi pemicu masalah keagenan antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Mengingat dalam kondisi apapun pihak kreditur akan kalah, maka kreditur yang bijak akan menyadari kondisi ini, sehingga pada umumnya mereka akan membuat rambu-rambu dalam bentuk kesepakatan saat pinjaman diberikan. Rambu-rambu ini diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan antara kreditur dengan pemegang saham. Konsekuensi dari kesepakatan tersebut, rupanya membuat manajer perusahaan kurang leluasa dan cepat dalam membuat keputusan bisnis yang penting, di samping perusahaan harus selalu melakukan monitor untuk menjamin kepatuhan terhadap kesepakatan yang telah dibuat tersebut. Akhirnya, biaya untuk memonitornya (merupakan biaya keagenan) dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga utang yang lebih tinggi. Biaya keagenan ini terdiri dari biaya kehilangan kebebasan atau efisiensi dan biaya untuk memonitor perusahaan.

Hasil penelitian ini, mendukung Brigham *et al.*, (1999), Sartono (2001) dan Atmaja (2008) yang menyatakan bahwa peningkatan penggunaan utang, dapat menimbulkan beban bunga dan angsuran yang tinggi, sehingga dapat mengganggu kelancaran *cash flow*. Bila perusahaan mempunyai permasalahan keuangan dapat menimbulkan ancaman kebangkrutan. Namun temuan ini, tidak mendukung teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa semakin besar penggunaan utang dalam struktur modal dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan keberadaan utang tersebut mengharuskan manajer bertindak sangat hati-hati, terutama dalam mengelola keuangan antara lain dengan mengurangi *free cash flow* dan dapat mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien, mengingat kompensasi penggunaan utang adanya kewajiban

perusahaan mengembalikan pokok dan bunga dari pinjaman tersebut. Selain itu, temuan ini, juga tidak mendukung Moh'd *et al.*, (1998) serta Crutchley dan Hensen (1989) yang menyatakan bahwa manajer akan menggunakan utang dalam struktur modalnya untuk menurunkan biaya keagenan.

## 2. Pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya keagenan

Pengaruh kebijakan dividen secara langsung terhadap biaya keagenan adalah tidak signifikan, berarti bahwa kebijakan dividen secara langsung tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis ( $H_{1b}$ ) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Makna dari temuan ini adalah kebijakan dividen tidak dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa tidak terjadi masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Masalah keagenan keagenan antara manajer dengan pemegang saham tidak terjadi, karena tidak adanya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan. Padahal asumsi pada teori keagenan adalah terjadinya pemisahan pemilikan dari pengelolaan. Dampak dari adanya pemisahan pemilikan dari pengelolaan akan muncul masalah keagenan. Upaya untuk mengurangi masalah keagenan dengan mengeluarkan biaya keagenan. Salah satu alternatif untuk mengurangi biaya keagenan dengan kebijakan dividen. Pada akhirnya kebijakan dividen tidak mampu menekan biaya keagenan bila kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa manajemen perusahaan ada pada kendali anggota keluarga, atau bisa dikatakan manajemen perusahaan merupakan kepanjangan tangan dari pemegang saham.

Temuan ini mendukung Fadah (2007) dan Darman (2005) yang menyatakan bahwa variabel kebijakan dividen kas yang diproksi

dengan *dividend payout ratio* dan *dividend yield* tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan (*agency cost*). Namun hasil penelitian ini, tidak mendukung teori keagenan yaitu *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976) dan beberapa hasil penelitian di negara maju seperti Rozeff (1982), Cruthley dan Hansen (1989), Schooley dan Barney (1994), Easterbrook (1984), Manos (2002) dan Laporta *et al.*, (2000) bahwa kebijakan dividen akan membantu menurunkan biaya keagenan. Dasar pemikirannya adalah bahwa pemegang saham akan menuntut pembayaran dividen sebagai tanggung jawab manajer sebagai pengelola perusahaan. Kebijakan dividen dapat memacu manajer untuk lebih berhati-hati memperhatikan kepentingan pemegang saham, serta mengurangi kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Hasil penelitian ini berbeda dengan teori keagenan yaitu *theory of the firm* dari Jensen dan Meckling (1976). Perbedaan hasil penelitian ini dengan *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976) dan beberapa hasil penelitian di negara maju seperti Rozeff (1982), Cruthley dan Hansen (1989), Schooley dan Barney (1994), Easterbrook (1984), Manos (2002) dan Laporta *et al.*, (2000) disebabkan: (1) tidak adanya pemisahan yang jelas antara kepemilikan dari pengelolaan perusahaan yang terdaftar di BEI; (2) *agency theory* dibangun di negara yang kondisi pasar modalnya sudah maju dibandingkan dengan pasar modal Indonesia, dan secara historis mempunyai latar belakang masyarakat yang berbeda. Teori manajemen keuangan khususnya teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) dikemukakan oleh ahli-ahli dari negara maju dan diturunkan berdasarkan situasi dan kondisi yang ada disekitarnya.

## **B. Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan**

Pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis ( $H_2$ ) yang menyatakan bahwa biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan biaya keagenan akan meningkatkan nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah biaya keagenan potensi muncul akibat adanya hubungan keagenan antara pemilik perusahaan dengan kreditor. Berarti bahwa semakin besar penggunaan utang, potensi biaya keagenan juga semakin meningkat. Namun, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information*, bahwa pemilihan penggunaan utang dalam struktur direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung temuan dari Smith (1996), Crutchley *et al.*, (1999) dan Fadah (2007) yang menyatakan bahwa biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Secara teoritis, mendukung *Asymmetric Information Theory* dan *Pecking Order Theory* dari Myers (1984) bahwa untuk menghindari persepsi negatif dari investor urutan penggunaan dana dalam keputusan pendanaan (struktur modal) adalah laba ditahan, utang dan emisi saham. Pemilihan penggunaan utang dalam struktur akan direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya akan terjadi peningkatan nilai perusahaan

## **C. Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.**

### **1. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan.**

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis ( $H_{3a}$ ) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah bahwa penggunaan utang dalam struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan penggunaan utang dalam struktur modal memberikan keuntungan berupa penghematan pajak dari pembayaran

bunga dan berdampak positif terhadap harga saham, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information*, bahwa untuk menghindari persepsi negatif dari investor urutan penggunaan dana dalam keputusan pendanaan (struktur modal) adalah laba ditahan, utang dan emisi saham. Pemilihan penggunaan utang dalam struktur akan direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya akan terjadi peningkatan nilai perusahaan. Sebaliknya, penerbitan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dana merupakan informasi kurang baik bagi investor terutama pemegang saham lama. Hal ini disebabkan, penerbitan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dana, dapat menyebabkan lembar saham perusahaan yang beredar ditambah dan dapat berdampak pada penurunan laba per lembar saham, sehingga kondisi ini direspon investor dengan penurunan harga saham.

Hasil penelitian ini mendukung Han *et al.*, (1999), Iturriaga dan Santz (2001); Indahwati (2003) serta Ismail (2007) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, temuan ini juga mendukung temuan Beiner, Drobotz, Schmid dan Zimmermann (2004) bahwa *total liabilities to total assets* berpengaruh positif terhadap *market to book ratio*. Secara teoritis hasil penelitian ini mendukung teori keputusan pendanaan dari Modigliani dan Miller (1963) yang menyatakan bahwa penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena bungautangmengurangihasilkan yang kena pajak. Selain itu juga mendukung kombinasi teori *trade-off* dan teori *asymmetric information* yang dapat disimpulkan bahwa perilaku perusahaan dalam membuat keputusan pendanaan yang berkaitan dengan penentuan struktur modal antara lain penggunaan utang tertentu memberikan keuntungan karena adanya pengurangan pembayaran pajak akibat bunga dari utang. Oleh karena itu sebagai sumber pendanaan, perusahaan sebaiknya menggunakan utang dalam struktur modal.

Selanjutnya juga mendukung *Pecking Order Theory* dari Myers (1984) yang menyatakan bahwa sebaiknya untuk memenuhi kebutuhan pendanaan dipenuhi dengan urutan sebagai berikut: 1) laba ditahan; 2) utang; 3) saham. Namun hasil penelitian ini, tidak mendukung Sudarma (2004); Muslimin (2005) dan Indahwati (2004) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (*corporate value*).

## 2. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan, berarti bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis ( $H_{3b}$ ) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pada dasarnya terdapat dua kelompok besar investor di pasar modal berdasarkan preferensinya, terhadap dividen atau *capital gain*. Kelompok investor pertama adalah investor yang lebih suka dividen yang tinggi dibandingkan dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan. Kelompok kedua adalah investor yang lebih menyukai *capital gain* atau dividen yang rendah dan pertumbuhan perusahaan yang tinggi.

Sesuai dengan teori perbedaan pajak, bahwa investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen, karena pajak pada *capital gain* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui/dinikmati, berarti bahwa investor lebih suka bila perusahaan menetapkan dividen yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan. Selanjutnya, menurut teori dividen yang tidak relevan dari Modigliani dan Miller (1961) bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan dengan keputusan investasi perusahaan tersebut, bukan pada kebijakan dividennya. Keputusan investasi tentu diikuti dengan keputusan pendanaan. Apakah

investasi tersebut didanai dari laba ditahan, utang atau saham. Menurut *Pecking Order Theory* dari Myers, sebaiknya perusahaan lebih memfokuskan dan mengoptimalkan pendanaan dari laba ditahan, berarti bahwa lebih baik laba yang dihasilkan perusahaan diinvestasikan agar pertumbuhan perusahaan semakin cepat. Pendanaan investasi dengan pendanaan dari laba ditahan akan menyebabkan penurunan pada kebijakan dividen. Penurunan kebijakan dividen merupakan sinyal buruk (*bad news*) bagi investor, karena penurunan kebijakan dividen dapat diartikan investor terhadap menurunnya kinerja perusahaan, sehingga kondisi ini dapat menurunkan nilai perusahaan.

Temuan ini mendukung Ratnawati (2001) dan Muslimin (2006) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Secara teoritis mendukung teori perbedaan pajak dari Litzenberger dan Ramaswamy, teori dividen yang tidak relevan (*irrelevance of dividend proposition*) dari Modigliani dan Miller (1961) dan *Pecking Order Theory* dari Myers (1984). Namun, hasil penelitian ini tidak mendukung temuan Fadah (2007) dan Sudarma (2004) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen direspon positif oleh investor publik, akhirnya berpengaruh positif terhadap kenaikan harga saham. Secara teoritis temuan ini, tidak mendukung *teory the bird-in-the hand* dari Gordon dan Litner (1963) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang diterima bagaikan burung di tangan, dimana risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Selain itu, hasil penelitian ini, juga tidak mendukung temuan Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa dividen memiliki informasi atau sebagai syarat (*signaling*) akan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Selanjutnya, juga tidak mendukung *signaling hypothesis* dari Donaldson (1960) dan Moggue dan Mukherjee (1994) yang menyatakan bahwa manajer perusahaan menggunakan dividen sebagai isyarat atau sinyal akan kondisi perusahaan di masa yang akan datang. Kenaikan pembayaran dividen akan

memberikan sinyal positif terhadap prospek perusahaan yang bersangkutan, sedangkan penurunan pembayaran dividen merupakan sinyal kondisi kurang menguntungkan bagi prospek perusahaan di masa yang akan datang.

#### **D. Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Melalui Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan**

##### **1. Pengaruh struktur modal melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan**

Pengaruh struktur modal melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis ( $H_{4a}$ ) yang menyatakan bahwa struktur modal melalui biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini adalah struktur modal melalui biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah bahwa pemilihan penggunaan utang dalam struktur modal, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information* direspon positif oleh investor dengan meningkatnya harga saham, berarti terjadi peningkatan nilai perusahaan. Namun, penggunaan utang dalam struktur modal, dapat menimbulkan biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Temuan ini ini mendukung temuan Indahwati (2003) dan Ismail (2007) bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung Muslimin (2006) yang menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar penggunaan utang, semakin besar keuntungan dari penggunaan utang. Namun PV biaya *financial distress* dan PV *agency cost* juga meningkat, bahkan lebih besar lagi. Akibatnya penggunaan utang justru akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan, karena kenaikan keuntungan dari penggunaan utang tidak sebanding dengan kenaikan biaya *financial distress* dan *agency problem*. Secara teoritis, temuan ini mendukung teori struktur modal yang melibatkan *trade-off* antara risiko dan tingkat pengembalian, yang dikenal

dengan *trade-off theory* atau *balancing theory* dari Modigliani Miller (1963). Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung *asymmetric information theory* dan *pecking order theory* dari Myers (1984).

## 2. Pengaruh kebijakan dividen melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh kebijakan dividen melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan, berarti bahwa kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis ( $H_{4b}$ ) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen melalui biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah kebijakan dividen tidak dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa tidak adanya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan. Sesuai dengan asumsi pada teori keagenan, bahwa terjadi pemisahan antara pemilikan dari pengelolaan. Pada akhirnya kebijakan dividen tidak mampu menekan biaya keagenan bila kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, sehingga kondisi ini tidak dapat berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung Sartono (1997), Muslimin (2006) dan Ratnawati bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian ini tidak mendukung Ismail (2007) bahwa alternatif yang dapat mengurangi biaya keagenan adalah meningkatkan *dividend payout ratio*. Peningkatan *dividend payout ratio* ini akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia, sehingga dapat mengurangi tindakan manajer untuk kepentingan sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham, sehingga biaya keagenan dapat diturunkan. Penurunan biaya keagenan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Secara teoritis, temuan ini tidak mendukung teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu alternatif untuk dapat mengurangi biaya keagenan.

## III. KESIMPULAN

- a. Struktur modal berpengaruh positif terhadap biaya keagenan, namun kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar penggunaan utang, semakin besar pula beban bunga dan semakin besar kemungkinan terjadi penurunan penghasilan, akhirnya dapat menyebabkan ancaman kebangkrutan. Bila perusahaan mengalami kebangkrutan, maka akan timbul biaya kebangkrutan. Selain itu, penggunaan utang dalam struktur modal, melibatkan hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dengan kreditur. Hal ini memungkinkan pemilik perusahaan melakukan tindakan yang merugikan kreditur. Kondisi ini, menjadi pemicu masalah keagenan antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Selanjutnya kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa tidak adanya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan. Padahal asumsi yang berlaku pada teori keagenan adalah bahwa terjadinya pemisahan pemilikan dari pengelolaan. Pada akhirnya kebijakan dividen tidak mampu menekan biaya keagenan bila kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham.
- b. Biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa biaya keagenan potensi akan muncul bila

pemilik perusahaan melakukan hubungan keagenan dengan kreditur. Padahal, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information*, bahwa pemilihan penggunaan utang dalam struktur direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

- c. Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal memberikan keuntungan berupa penghematan pajak dari pembayaran bunga dan berdampak positif terhadap harga saham, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information*, bahwa untuk menghindari persepsi negatif dari investor, urutan penggunaan dana dalam keputusan pendanaan (struktur modal) adalah laba ditahan, utang dan emisi saham. Pemilihan penggunaan utang dalam struktur akan direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya akan terjadi peningkatan nilai perusahaan. Selanjutnya, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sesuai dengan teori perbedaan pajak, bahwa investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen, karena pajak pada *capital gain* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui/dinikmati, berarti bahwa investor lebih suka bila perusahaan menetapkan dividen yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan. Selain itu, menurut teori dividen yang tidak relevan dari Modigliani dan Miller (1961) bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan dengan keputusan investasi perusahaan tersebut, bukan pada kebijakan dividennya.
- d. Struktur modal melalui biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai

perusahaan, namun kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information* direspon positif oleh investor dengan meningkatnya harga saham, berarti terjadi peningkatan nilai perusahaan. Namun, penggunaan utang dalam struktur modal, dapat menimbulkan biaya keagenan dan ancaman kebangkrutan (*financial distress*). Selanjutnya, kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa tidak adanya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan, sehingga tidak adanya masalah keagenan. Hal ini tidak sesuai dengan asumsi pada teori keagenan, bahwa terjadi pemisahan antara pemilikan dengan pengelolaan. Pada akhirnya kebijakan dividen tidak mampu menekan biaya keagenan bila kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, sehingga kondisi ini tidak dapat berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan.

Penelitian ini menghasilkan saran-saran sebagai berikut;

- a. Kepada manajer perusahaan disarankan agar peningkatan penggunaan utang dalam struktur modal diimbangi dengan optimalisasi kekayaannya dengan menghasilkan investasi-investasi yang menghasilkan NPV positif dan melakukan pengawasan terhadap penggunaan utang, untuk menghindari *financial distress*.
- b. Kepada manajer perusahaan disarankan agar dalam penentuan kebijakan dividen mempertimbangkan posisi likuiditas perusahaan dan peluang investasi.
- c. Kepada investor dan calon investor, disarankan mempertimbangkan penggunaan

utang dalam struktur modal perusahaan, mengingat adanya biaya keagenan dan *financial distress* dalam memprediksi harga saham, disamping memperhatikan pengaruh pasar dan perekonomian secara global dalam menganalisis investasi di pasar modal.

- d. Pemerintah sebagai pemegang otoritas, disarankan memberikan motivasi kepada perusahaan agar mencari sumber pendanaan melalui penerbitan saham perusahaan di pasar modal. Antara lain dengan memberikan keringanan pajak bagi perusahaan publik, sehingga diharapkan dapat membuat kenyamanan perusahaan untuk *go publik*.
- e. Peneliti selanjutnya, disarankan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi variabel biaya keagenan lainnya, antara lain variabel struktur kepemilikan dan variabel kepemilikan institusional serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Atmaja, L.S, *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*. Andi Offset, Yogyakarta. 2008.
- Brigham, E.F. dan J.F. Houston, *Manajemen Keuangan*. Terjemahan Wibowo, Erlangga, Jakarta. 2001.
- Charitou, A. dan N. Vafeas, The Association Between Operating Cash Flows and Dividend Changes: An Empirical Investigation. *Journal of Business Finance & Accountin.* (January-Maret), 1998.
- Chen, C.R dan T.L. Steiner, Managerial Ownership And Agency Conflicts: A Nonlinier Simultaneous Equation Analysis Of Managerial Ownership, Risk Taking, debt policy and Dividend policy. *The Financial Review*. 1999.
- Chynthia, A.U, Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya. Bagian 1 dari 2 tulisan. *Usahawan*. No. 01 th XXXII, 2002.
- Collins, M.C, The Role Of Insider dan Dividend policy: A Comparison of Regulated and Unregulated Firms. *Journal of Financial and Strategic Decision*. Vol 9, 1996.
- Crutchley, C.E, dan R.S. Hansen, A Test of The Agency of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend, *Financial Economisc*. 1989.
- Darman, Agency Cost Dan Kebijakan Dividen Pada Emerging Market. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 2008.
- Dempsey S.J, dan G.L. Rozeff, Dividend Policies in Practice: Is There an Industry Effect ?” *Journal of Business and Economics*. Autumn 1993, Volume 32, Number 4, 1992.
- Easterbrook, F, “Two Agency Cost Explanations of Dividend. *American Economic Review*, 1984.
- Fadah, I, *Analisis Faktor- Faktor Penentu Kebijakan Dividen Kas Dan Biaya Keagenan Serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan, Disertasi, Manajemen Keuangan, Universitas Brawijaya, Malang*. 2007.
- Florackis, C, dan A. Ozkan, Agency Cost and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms. University of York, United Kingdom, *Working Paper*. 2004.
- Garvey, T.G, Leverage The Under Investment Problem: How High Debt and Managerial Shareholding Solve The Agency Costs of Free Cash Flow. *The Journal of Financial Research*, XV, 2, 1992.
- Ghosh, A, dan F. Cai, Capital Structure: New Evidence of Optimality and Pecking Order Theory. *American Business Review*. 1999.
- Gitman, L.J., *Principle of Managerial Finance*. Tenth Edition, Addisen- Wesley. 2003.
- Gordon, M.J, Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*. May, 1963.

- Hermindito, K, Investment Decision and Divident Policy as Determinant of Finance Decision: Empirical Evidence Under High Uncertainty. *The Jornal of Accounting, Management and Economics Research*, Vol 2 No.1 Pebruari 2002.
- Homaifar, G., Zeitz J dan Benkato O, An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence, *Journal of Business finance & Accounting*, 1994.
- Horn, V dan J.M. Wachowicz, *Financial Management*, Mc. Millan, USA. 2006.
- Husnan, S dan E. Pudjiastuti, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. UPP-AMP YKPN, Yogyakarta. 1998.
- Indahwati, Analisis Pengaruh Leverage Dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Dan Nilai Perusahaan-Perusahaan Go Publik Di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998–2001. *Disertasi*, Manajemen Keuangan, Universitas Brawijaya , Malang. 2003.