

PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING (Studi Pada Perusahaan Indeks LQ45 Yang Terdaftar di BEI Periode 2015-2017)

Masyaili¹

¹)Dosen Universitas Lakidende Unaaha
Korespondensi : sailiunaaha@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening. Populasi penelitian adalah perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2015-2017. Penentuan sampel dengan tehnik *purposive sampling*. Pengujian hipotesis menggunakan tehnik analisa jalur dengan alat bantu aplikasi SPSS versi 26. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen, struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan,. Kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen tidak mampu memediasi struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci : Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of capital structure on firm value with dividend policy as an intervening variable. The research population is LQ45 index companies listed on the Indonesian stock exchange for the 2015-2017 period. Determination of the sample by purposive sampling technique. Testing the hypothesis using path analysis techniques with SPSS version 26 application tools. The results of this study indicate that capital structure has an effect on dividend policy, capital structure has no effect on firm value. Dividend policy has an effect on firm value and dividend policy is not able to mediate capital structure on firm value.

Keywords: Capital Structure, Dividend Policy, Firm Value

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan yang meningkat akan mempengaruhi nilai pemegang saham apabila peningkatan ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi kepada pemegang saham. Menurut Sulasmiyati, et.al (2016) nilai perusahaan dapat dilihat dari perkembangan harga saham perusahaan di pasar saham. Harga saham yang tinggi berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Struktur modal merupakan pertimbangan antara penggunaan modal pinjaman terdiri dari utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari saham preferen dan saham biasa (Sjahrial, 2010).

Kebijakan dividen merupakan keputusan keuangan perusahaan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan sebagai laba ditahan. Kebijakan dividen sering kali menimbulkan konflik antara manajemen perusahaan dengan pihak pemegang saham. Hal ini terjadi karena manajer perusahaan sering memiliki

kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham (Sugiarto, 2011). Pihak manajemen perusahaan menganggap laba yang diperoleh perusahaan sebaiknya digunakan untuk operasional perusahaan. Pihak pemegang saham menganggap laba yang diperoleh perusahaan sebaiknya dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen.

KERANGKA TEORETIK

Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Husnan (2000) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar.

Nilai dari perusahaan bergantung tidak hanya pada kemampuan menghasilkan arus kas, tetapi juga bergantung pada karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih. Beberapa variabel kuantitatif yang sering digunakan untuk memperkirakan nilai perusahaan sebagai berikut:

1) Nilai Buku

Nilai buku perlembar saham (BVS) digunakan untuk mengukur nilai *shareholders equity* atas setiap saham, dan besarnya nilai BVS dihitung dengan cara membagi total *shareholders equity* yaitu agio saham (*paidup capital in excess par value*) dan laba ditahan (*retained earning*).

2) Nilai Appraisal

Nilai *appraisal* suatu perusahaan dapat diperoleh dari perusahaan *appraisal independent*. Teknik yang digunakan oleh perusahaan *appraisal* sangat beragam, bagaimanapun nilai ini sering dihubungkan dengan biaya penempatan. Metode analisis ini sering tidak mencukupi dengan sendirinya karena nilai aktiva individual mempunyai hubungan yang kecil dengan kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam kegunaan dalam menghasilkan *earnings* dan kemudian nilai *going concern* dari suatu perusahaan.

3) Nilai Pasar Saham

Pendekatan nilai pasar adalah salah satu yang paling sering dipergunakan dalam menilai perusahaan besar. Bagaimanapun nilai ini dapat berubah secara cepat. Faktor analisis berkompetisi dengan pengaruh spekulatif murni dan berhubungan dengan sentimen masyarakat dan keputusan pribadi.

4) Nilai "Chop-Shop"

Pendekatan "Chop-Shop" untuk valuasi pertama kali diperkenalkan oleh Dean Lebaron dan Lawrence Speidell of *Batterymarch Financial Management*. Secara khusus, ia menekankan untuk mengidentifikasi perusahaan *multi industry* yang dibawah nilai akan bernilai lebih apabila dipisahkan menjadi bagian-bagian. Pendekatan ini mengkonseptualisasikan praktik penekanan untuk membeli aktiva dibawah harga penempatan mereka.

5) Nilai Arus Kas

Pendekatan arus kas untuk penilaian dimaksudkan agar dapat mengestimasi arus kas bersih yang tersedia untuk perusahaan yang menawarkan sebagai hasil merger atau akuisisi. Nilai sekarang dari arus kas ini kemudian akan ditentukan dan akan menjadi jumlah maksimum yang harus dibayar oleh perusahaan yang ditargetkan. Terdapat tiga jenis penilaian yang berhubungan dengan saham, yaitu nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan emiten. Nilai pasar merupakan pembukuan nilai saham dipasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham.

Selanjutnya, *Price To Book Value* mempunyai beberapa keunggulan sebagai berikut:

- 1) Nilai buku mempunyai ukuran intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan metode *discounted cash flow* dapat menggunakan *price book value* sebagai perbandingan.
- 2) Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. PBV dapat diperbandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *under* atau *overvaluation*.
- 3) Perusahaan-perusahaan dengan *earning* negatif, yang tidak bisa dinilai dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) dapat dievaluasi menggunakan *price book value ratio* (PBV).

Struktur Modal

Teori struktur modal *modern* dimulai pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (selanjutnya disebut MM) menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. MM membuktikan, dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai sebuah perusahaan tidak terpengaruh oleh struktur modalnya. Atau dengan kata lain, hasil yang diperoleh MM menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Akan tetapi, studi MM didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut: 1) Tidak ada biaya pialang, 2) Tidak ada pajak, 3) Tidak ada biaya kebangkrutan, 4) Investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan, 5) Semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan dimasa depan, 6) EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang.

Meskipun beberapa asumsi diatas jelas-jelas merupakan suatu hal yang tidak realistis, hasil ketidak relevan MM memiliki arti yang sangat penting. Dengan menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tersebut tidak relevan, MM juga telah memberikan petunjuk mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar membuat struktur modal menjadi relevan yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil karya MM menandai awal penelitian struktur modal *modern*, dengan penelitian selanjutnya berfokus padamelonggarkan asumsi-asumsi MM guna mengembangkan suatu teori struktur modal yang lebih realistis.

1) Pengaruh Perpajakan

MM menerbitkan makalah lanjutan pada tahun 1963 dimana didalamnya mereka melonggarkan asumsi tidak adanya pajak perusahaan. Peraturan perpajakan

memperbolehkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran bunga sebagai suatu beban, akan tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak dapat menjadi pengurangan pajak. Perbedaan perlakuan ini mendorong perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Tentu MM mendemonstrasi bahwa jika seluruh asumsi mereka lain yang tetap berlaku, perlakuan yang berbeda ini akan mengarah pada terjadinya suatu situasi dimana perusahaan didanai 100 persen oleh hutang.

2) *Pengaruh Potensi Terjadinya Kebangkrutan*

Hasil relevansi MM juga tergantung pada asumsi bahwa perusahaan tidak akan bangkrut, sehingga tidak akan ada biaya kebangkrutan. Namun, kebangkrutan pada praktiknya terjadi, dalam hal ini sangat mahal biayanya. Perusahaan yang bangkrut akan memiliki beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi, dan juga mengalami kesulitan untuk mempertahankan pelanggan, pemasok dan karyawannya. Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya. Karena itu, biaya kebangkrutan menahan perusahaan mendorong penggunaan hutangnya hingga tingkat yang berlebihan.

3) *Teori Pertukaran*

Fakta bahwa bunga adalah beban pengurangan pajak menjadikan hutang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, secara tidak langsung pemerintah akan membayarkan sebagian biaya dari modal hutang, atau dengan cara lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak. Semakin banyak perusahaan menggunakan hutang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya, menurut asumsi tulisan Modigliani-Miller dengan pajak, harga saham sebuah perusahaan akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan hutang 100 persen. Dalam dunia nyata, perusahaan jarang menggunakan hutang 100 persen. Alasan utama perusahaan membatasi penggunaan hutang adalah untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan tetap rendah.

4) *Teori Persinyalan*

MM berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajernya, hal ini disebut informasi simetris (*symmetric information*). Namun kenyataannya, para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih daripada pihak luar. Hal ini disebut informasi asimetris (*asymmetric information*), dan memiliki pengaruh yang penting pada struktur modal yang optimal.

5) *Menggunakan Pendanaan Hutang Untuk Membatasi Manajer*

Perusahaan dapat mengurangi arus kas yang berlebihan dengan beragam cara. Salah satunya adalah dengan menyalurkan kembali kepada pemegang saham melalui deviden yang lebih tinggi atau pembelian kembali saham. Alternatif yang lain adalah untuk mengubah struktur modal ke arah hutang dengan harapan adanya persyaratan penutupan hutang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin. Jika hutang tidak tertutupi seperti yang diharuskan, perusahaan akan terpaksa dinyatakan bangkrut. Pembelian melalui hutang (*leverage buy out-LBO*) adalah satu cara untuk mengurangi kelebihan arus kas. Dalam suatu LBO hutang digunakan untuk mendanai pembelian saham sebuah perusahaan, dimana selanjutnya akan dimiliki secara pribadi.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan mengenai bagaimana cara perusahaan menggunakan laba yang diperoleh apakah akan diinvestasikan kembali atau dibagi kepada pemegang saham sebagai dividen (Oktavia, 2013). Kebijakan dividen sering dianggap sebagai sinyal oleh para investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh pada nilai perusahaan. Kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR). *Dividend payout ratio* membandingkan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapat perusahaan.

Dalam kebijakan dividen terdapat *trade off* dan merupakan pilihan yang tidak mudah antara membagikan laba sebagai dividen atau diinvestasikan kembali. Apabila perusahaan memilih membagikan laba sebagai dividen maka tingkat pertumbuhan akan berkurang dan berdampak negatif terhadap saham. Disisi lain, apabila perusahaan tidak membagikan dividen maka pasar akan memberikan sinyal negative kepada prospek perusahaan. Peningkatan dividen memberikan sinyal perubahan yang menguntungkan pada harapan manajer dan penurunan dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

Kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada pemegang saham (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Menurut Keown (2004), rasio pembayaran dividen adalah jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan bersih perusahaan atau pendapatan tiap lembar saham. Keputusan dividen menyangkut keputusan tentang penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Dividen yang dibagikan dapat berupa dividen tunai (*cash dividend*) atau dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*). Dividen tunai umumnya dibagikan secara reguler, baik triwulanan, semesteran atau tahunan.

Beberapa teori mengenai kebijakan dividen diantaranya: teori *dividen irrelevant*, teori *bird in the hand*, teori *information content of dividend*, dan teori *clienteleeffect*.

1. Teori *Dividend Irrelevant*

Miller dan Modigliani mengemukakan teori bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan karena rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Nilai suatu perusahaan hanya bergantung pada laba yang dihasilkan oleh asetnya, bukan pada bagaimana laba itu dipecah antara dividen dan laba ditahan (Brigham dan Houston, 2011).

2. Teori *Bird in the Hand*

Menurut teori *bird in the hand*, pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi dibandingkan dengan dividen yang akan dibagikan dimasa yang akan datang dan *capital gains*. Teori ini mengasumsikan bahwa dividen lebih pasti dari pada pendapatan modal.

3. Teori *Information Content of Dividend*

Menurut teori *information content of dividend*, investor akan melihat kenaikan dividen sebagai sinyal positif atas prospek perusahaan dimasa depan. Karena pembayaran dividen ini dapat mengurangi ketidakpastian dan mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham.

4. *Clientele effect*

Clientele effect adalah kecenderungan perusahaan untuk menarik jenis investor yang menyukai kebijakan dividennya. Miller dan Modigliani menyatakan bahwa suatu perusahaan menetapkan kebijakan pembagian dividen khusus, yang

selanjutnya menarik sekumpulan peminat atau *clientele* yang terdiri dari para investor yang menyukai kebijakan dividen khusus tersebut.

Kebijakan Dividend Payout

Dividend payout ratio (DPR) merupakan rasio antara *dividend per share* dan *earning per share*. Menurut Ambarwati (2010) *Dividend payout ratio* merupakan prosentase dividen yang dibagikan dari keuntungan bersih perusahaan. DPR mencerminkan kebijakan dividen dari manajemen mengenai besarnya dividen yang harus dibagikan kepada pemegang saham. Rasio *dividen payout* merupakan perbandingan jumlah dividen yang dibayarkan per lembar saham terhadap EPS perusahaan. Semakin tinggi rasio ini akan menguntungkan para investor tetapi akan memperlema *hinternal financial* perusahaan karena memperkecil laba ditahan. Sebaliknya rasio yang semakin kecil akan merugikan para pemegang saham (investor) tetapi *internal financial* perusahaan akan semakin kuat (Gitosudarmo dan Basri, 2000).

Dalam keputusan pembagian dividen, perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan kedalam bentuk dividen namun perlu disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Besar kecilnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan mempengaruhi perusahaan dalam membiayai kebutuhan operasionalnya.

METODE

Dalam penelitian ini penulis memilih Bursa Efek Indonesia sebagai tempat melakukan penelitian. Lokasi penelitian ini dipilih karena dianggap sebagai tempat yang tepat bagi peneliti untuk memperoleh data yang diperlukan yaitu berupa laporan keuangan dan perusahaan yang dijadikan sampel adalah indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2017. Populasi dalam penelitian ini adalah Perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 45 perusahaan. Teknik sampling yang digunakan adalah metode *sampling purposive* dengan kriteria tertentu, kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melaporkan pembayaran dividennya periode 2015-2017
2. Perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mempunyai laporan keuangan berturut-turut pada periode 2015-2017.

Berdasarkan kriteria tersebut, dari 45 Perusahaan LQ45 yang terdaftar di BEI periode 2015-2017 yang memenuhi syarat sebagai sampel dalam penelitian ini adalah 32 perusahaan.

Metode Analisis Data

Untuk menganalisis pola hubungan diantara variabel menggunakan metode Analisis Jalur. Model ini untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas (eksogen) terhadap variabel terikat (endogen) Sani dan Maharani (2013:74). Metode analisis data yang digunakan adalah metode analisis jalur (*path analysis*) dengan menggunakan alat bantu aplikasi SPSS 26.

Rumus persamaannya adalah :

$$Y_1 = a + b_1 x_1 + e$$

$$Y_2 = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + e$$

DISKUSI

Hasil analisis jalur struktur modal terhadap kebijakan dividen, dapat dilihat pada tabel 1 sebagai berikut :

Table 1. RSquare				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.248 ^a	.062	.052	25.89864
a. Predictors: (Constant), Struktur Modal				

Dari tabel 1 terlihat nilai $R_{square} = 0.062 = 6.2\%$, nilai $e_1 = \sqrt{1 - 0.062} = 0.969$, hal ini menunjukkan bahwa *variance* variable kebijakan dividen yang tidak dapat dijelaskan oleh struktur modal sebesar 96.9%

Tabel 2. Standar Beta						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	46.191	3.504		13.184	.000
	Struktur Modal	2.897	1.167	.248	2.484	.015
a. Dependent Variable: Kebijakan Dividen						

Dari tabel 2 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut : $Y_1 = 0.248 + 0.969$. Selanjutnya hasil analisis jalur struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dapat dilihat pada tabel 3 sebagai berikut :

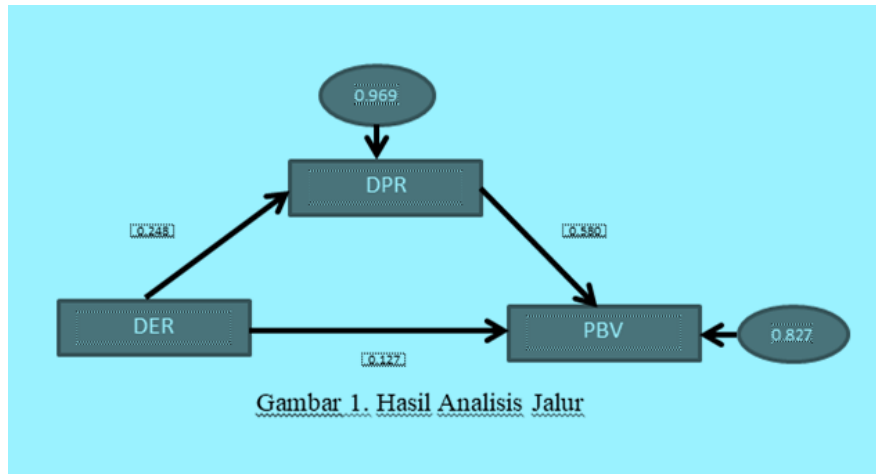
Tabel 3. R Square				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.562 ^a	.316	.301	10.18319
a. Predictors: (Constant), Kebijakan Dividen, Struktur Modal				

Dari tabel 3 terlihat nilai $R_{square} = 0.316 = 31.6\%$, nilai $e_1 = \sqrt{1 - 0.316} = 0.827$, hal ini menunjukkan bahwa *variance* variabel nilai perusahaan yang tidak dapat dijelaskan oleh struktur modal dan kebijakan dividen sebesar 82.7%.

Tabel 4. Standar Beta						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-6.402	2.325		-2.753	.007
	Struktur Modal	.680	.474	.127	1.436	.154
	Kebijakan Dividen	.265	.041	.580	6.547	.000
a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan						

Dari tabel 4 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut : $Y_2 = 0.127 + 0.580 + 0.827$

Dari hasil kedua regresi yang telah diperoleh, maka dapat dibentuk model analisis jalur yang disajikan pada gambar berikut :



Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa besarnya pengaruh langsung sebesar 0,127, pengaruh tidak langsung sebesar 0,144 dan pengaruh total sebesar 0,271. Dari hasil uji tes sobel diperoleh t-hitung sebesar 0.212 lebih kecil dari t-tabel sebesar 1,99 maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memediasi hubungan antara struktur modal terhadap nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Dari uji berbagai variabel yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa : (1) Struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (2) Struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (3) Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan (4) Kebijakan dividen tidak mampu memediasi struktur modal terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya dapat disarankan untuk peneliti selanjutnya disarankan lebih memperbesar sampel penelitian terutama perusahaan yang membayar dividen, dan menambahkan variabel internal perusahaan pada variabel independen seperti profitabilitas, ukuran perusahaan dan lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F. And Joel F. Houston. 2013. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Buku 1 Edisi 10*. Jakarta. Salemba Empat.
- Euis dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Fama, E. F. dan French. K. R. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value, *The Journal of Finance* LIII (June 3): 819-843.
- Husnan, Suad. 2008. *Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. BPFE Yogyakarta, pp.7.
- Keown. 2004. *Manajemen Keuangan : Prinsip-Prinsip dan Aplikasi*. Edisi 9, Indeks. Jakarta.
- Modigliani, F and Miller, M., 1963, Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, June, pg. 433-443.

- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta.
- Sjahrial, Dermawan. 2009. *Pengantar Manajemen Keuangan. Edisi III*. Jakarta: Mitra Wacana Media.