

**HUBUNGAN SIMULTAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL, RISIKO,  
KEBIJAKAN HUTANG, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KINERJA KEUANGAN  
PERUSAHAAN TERBUKA DI INDONESIA**

*SIMULTANEOUS RELATIONSHIP BETWEEN MANAGERIAL OWNERSHIP, RISK,  
DEBT POLICY, DIVIDEND POLICY AND FINANCIAL PERFORMANCE OF PUBLICLY  
OWNED COMPANY IN INDONESIA*

**S. Budi Prasetyo**

*Peneliti pada Badan Penelitian dan Pengembangan Prov. Jateng  
Jl. Imam Bonjol 190 Semarang. Telp. 024 3540025. Fax. 024 3560505*

*Email: [budisendikho@yahoo.com](mailto:budisendikho@yahoo.com)*

*Diterima: 21 April 2015, Direvisi: 11 Mei 2015, Disetujui: 22 Mei 2015*

**ABSTRAK**

*Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui hubungan simultan antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kinerja keuangan perusahaan serta untuk memperoleh bukti empiris bahwa mekanisme kontrol melalui kepemilikan saham, dividen dan hutang akan dapat mengurangi masalah keagenan, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan publik di Indonesia. Sampel dalam penelitian ini sebanyak 149 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2000-2004. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan judgment sampling. Pengujian hipotesis menggunakan analisis simultan Two Stage Least Square (2-SLS). Hasil penelitian ini menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang dan terdapat hubungan kausal negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Terdapat hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen (terdapat hubungan kausal negatif signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen dan antara kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial). Terdapat hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen (ada hubungan kausal negatif signifikan antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen dan antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang). Risiko merupakan faktor penentu yang signifikan dan negatif terhadap kepemilikan manajerial, sementara kepemilikan manajerial juga merupakan faktor penentu negatif dan signifikan terhadap risiko. Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.*

**Kata Kunci:** *Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, risiko, kinerja keuangan perusahaan, teori keagenan.*

**ABSTRACT**

*Objectives of this research are to know simultaneous relationship between managerial ownership, risk, debt policy, and company financial performance; and to find empirical evidences that control mechanism through stock ownership, dividend, and debt can reduce agency problem so that reducing agency cost in public companies in Indonesia. Samples of this research are 149 publicly owned companies listed in Jakarta Stock Exchange (JSX) in 2000-2004 which determined by judgment sampling. Two-Stage Least Square (2-SLS) is used to analyze the samples. This research shows that managerial*

*ownership has significant influence to debt policy and there is a negative causal relationship between managerial ownership and debt policy. There is a substitution relationship between managerial ownership and dividend policy meaning that there is a significant negative causal relationship between managerial ownership and dividend policy; and between dividend policy and managerial ownership. Furthermore, there is also a substitution relationship between debt policy and dividend policy meaning that there is a significant negative causal relationship between debt policy and dividend policy; and between dividend policy and debt policy. Risk is a significant determinant factor and has negative influence to managerial ownership, whilst managerial ownership also a significant determinant factor and has negative influence to risk. Company's financial performance has a significant positive influence to debt policy, while debt policy has a significant positive influence to company's financial performance.*

**Keywords:** *Managerial ownership, debt policy, dividend policy, risk, company's financial performance, agency theory.*

## **PENDAHULUAN**

Pesatnya perkembangan pasar modal menunjukkan bahwa semakin banyak pelaku pasar yang berpartisipasi di pasar modal. Kondisi ini menunjukkan adanya indikasi bahwa pelaku pasar semakin percaya atau berani mengambil risiko investasi di pasar modal, baik investasi saham maupun surat berharga lainnya. Pasar modal yang marak, dapat mendukung kelancaran investasi terutama bagi sektor riil maupun sektor keuangan di luar perbankan atau bentuk-bentuk lembaga keuangan lainnya. Pasar modal yang semakin berkembang akan diikuti oleh perekonomian yang semakin meningkat dan pasar modal Indonesia diharapkan mampu mempercepat proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan, pemerataan pendapatan masyarakat melalui pemilikan saham dan menggairahkan masyarakat dalam mengerahkan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif.

Dalam perspektif manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham atau pemilik. Kemakmuran para pemegang saham tercermin pada tingginya harga saham, yang sekaligus juga merupakan pencerminan keputusan investasi, penanaan dan kebijakan dividen. Keputusan investasi merupakan masalah bagaimana manajer keuangan harus mengalokasikan dana kedalam bentuk-bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa yang akan datang. Bentuk, macam, dan komposisi dari investasi tersebut akan mempengaruhi tingkat keuntungan di masa depan. Keuntungan di masa depan yang diharapkan dari investasi tersebut tidak dapat diperkirakan secara pasti, oleh karena itu investasi akan mengandung risiko atau ketidakpastian. Risiko dan hasil yang diharapkan dari investasi itu akan sangat mempengaruhi pencapaian tujuan, kebijakan, maupun kinerja keuangan perusahaan.

Tabel 1.1. **PERKEMBANGAN PASAR MODAL INDONESIA**

Tahun	Emiten	E. Kumulatif	Nilai Emisi	Total Emisi
2010	25	342	1.772,2	29.740,1
2011	32	374	1.096,7	30.836,9
2012	22	396	1.166,5	32.003,4
2013	9	405	7.508,6	39.512,0
2014	12	417	2.194,0	41.706,0

Sumber : BAPEPAM

Keputusan pendanaan sering disebut sebagai kebijakan struktur modal. Pada keputusan ini manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi dari sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi serta kegiatan usahanya, sedangkan keputusan dividen merupakan bagian keuntungan yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Dividen merupakan bagian dari penghasilan yang diharapkan oleh pemegang saham.

Guna mencapai tujuan tersebut, pemilik biasanya menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional yang sering disebut sebagai manajer. Manajer perusahaan mempunyai kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham, namun di sisi lain manajer juga mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Keputusan-keputusan yang diambil cenderung untuk meningkatkan keuntungan manajer sendiri seperti halnya melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji. Adanya perbedaan kepentingan para pihak dalam perusahaan seringkali menimbulkan masalah yang disebut dengan masalah keagenan (*agency problems*). Teori keagenan membahas masalah-masalah keagenan (*agency problems*) yang timbul dalam hubungan keagenan (*agency relationship*). Dalam teori keagenan, permasalahan keagenan disebabkan adanya perbedaan kepentingan

serta karena terjadinya informasi asimetri (Jensen and Meckling, 1976). Para agen memiliki pengetahuan terhadap operasional perusahaan jauh lebih baik dibandingkan dengan para pemilik. Informasi perusahaan dikuasai oleh para agen sementara apabila para pemilik mengharapkan informasi yang lebih banyak mereka harus mengeluarkan biaya yang lebih besar. Perbedaan kepentingan tersebut menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik dengan manajer.

Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja secara sungguh-sungguh untuk kepentingan para pemilik, diperlukan biaya yang disebut *agency cost*, yang meliputi: pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan, serta *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi di mana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976).

Peningkatan kepemilikan saham kepada manajer dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Jika kepemilikan saham meningkat, maka manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan bertanggung jawab untuk meningkatkan

kemakmuran para pemegang saham. Bathala, *et al.* (1994) menyatakan bahwa tingginya tingkat kepemilikan manajerial akan dapat digunakan untuk menurunkan *agency cost*.

Banyaknya jumlah pemegang saham berarti terjadi ekspansi para eksekutif manajer. Diyakini ada kemungkinan nyata untuk mengembangkan tata bisnis yang tidak hanya mengabdikan kepentingan sempit para kapitalis. Tidak terjadinya konsentrasi kepemilikan saham diharapkan para eksekutif manajer dapat menjalankan bisnis dengan wawasan yang luas, tidak sekedar menjalankan bisnis yang mengabdikan hanya kepada kepentingan akumulasi laba bagi para kapitalis semata.

Rozeff (1982) telah menemukan tingkat lebih tinggi kepemilikan manajerial yang mengakibatkan lebih rendahnya tingkat pembayaran dividen. Beberapa penelitian telah menguji apakah keputusan-keputusan keuangan seperti dividen, *leverage* dan kepemilikan manajerial mempengaruhi masalah keagenan. Menurut Easterbrook (1984), dividen akan membantu menurunkan biaya keagenan, argumentasi yang dikemukakannya bahwa pemegang saham akan menuntut pembayaran dividen sebagai tanggung jawab manajer sebagai pengelola perusahaan. Pembayaran dividen akan memacu manajer untuk lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan, manajer akan berusaha lebih memperhatikan kepentingan pemegang saham dan mengurangi kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Jika pembayaran dividen dilakukan, maka pemegang saham merasa bahwa manajer telah melakukan tindakan sesuai dengan keinginan mereka dan ini akan mengurangi konflik keagenan. Pendapat tersebut didukung oleh Moh'd, *et al.* (1995), yang menyatakan bahwa konflik keagenan dapat dikurangi dengan melakukan suatu mekanisme pembayaran

dividen. Dalam pandangan pemegang saham, dengan melakukan pembayaran dividen berarti bahwa pengelola perusahaan dianggap telah melaksanakan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka, hal ini akan memperkecil konflik antara manajer dan investor.

Pembayaran dividen akan mencegah manajemen melakukan tindakan *perquisities* karena *internal cash flow* akan diserap untuk membayar dividen bagi pemegang saham. Perusahaan yang mempunyai mekanisme pengendalian dan struktur kepemilikan yang tersebar luas, perusahaan besar cenderung membagikan dividen untuk mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Perusahaan-perusahaan besar ditandai dengan kepemilikan manajerial yang lebih rendah, peningkatan *leverage*, dan peningkatan pembayaran dividen (Crutchley and Hansen, 1989 dalam Rizqia, 2013). Sebaliknya perusahaan kecil dengan struktur kepemilikan yang terpusat pada beberapa individu akan cenderung mempunyai nilai dividen yang rendah karena kemungkinan konflik keagenan relatif kecil (Megginson, 1997).

Jensen *et al.* (1992), melakukan penelitian yang hasilnya mendukung proposisi bahwa kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan dividen mempunyai hubungan yang interdependensi. Secara khusus kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen.

Penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan, penambahan hutang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Penggunaan hutang akan meningkatkan pengawasan eksternal terhadap kinerja manajemen terutama dari pemberi pinjaman, penggunaan hutang akan

mendorong manajemen meningkatkan kinerjanya, sehingga dapat mengurangi konflik keagenan (Jensen 1986, Crutchley *et al.*, 1989; Chen dan Steiner, 1999).

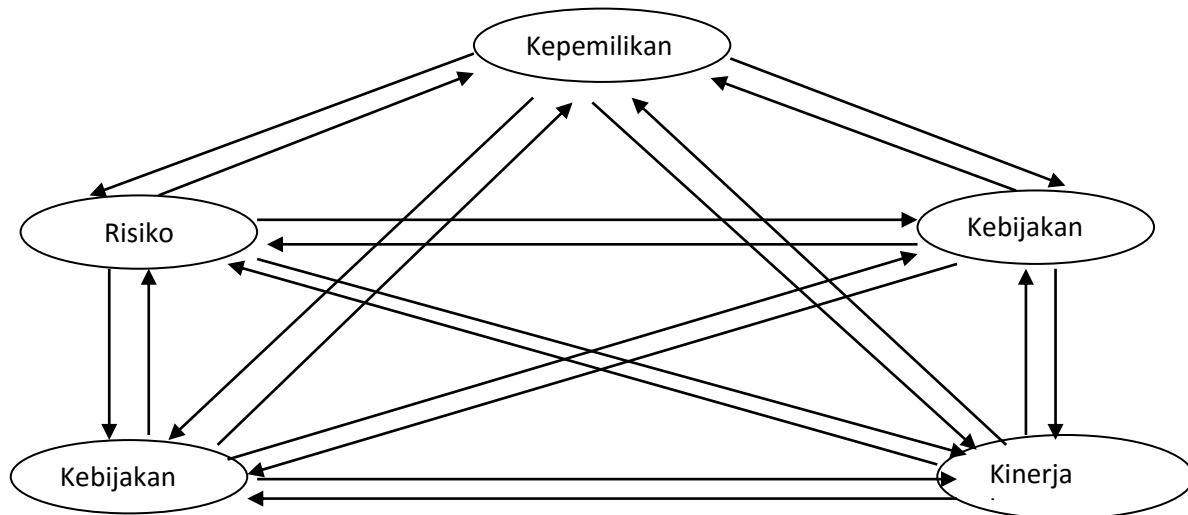
Faktor penentu hutang meliputi risiko, kepemilikan manajerial dan dividen. Ravid (1988) membahas bagaimana risiko yang lebih besar diharapkan mampu mengurangi antusiasme perusahaan untuk memperoleh pinjaman. Jensen, Solberg and Zorn (1992), melakukan penelitian yang hasilnya mendukung proposisi bahwa kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan dividen mempunyai hubungan yang interdependensi. Secara khusus kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen.

Menurut Demzetz dan Lehn (1985), risiko berpengaruh secara positif dan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Pada tingkat risiko tinggi perusahaan kesulitan mengawasi kondisi eksternal, sehingga meningkatkan kepemilikan manajerial sebagai cara untuk mengawasi kondisi internal. Cruchley dan Hansen (1989); Jensen *et al.* (1992), membuktikan bahwa hubungan kausal positif antara risiko dan kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik keagenan. Cara ini mendorong manajer memiliki kekuasaan dalam mengambil keputusan dan termotivasi untuk

meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan simultan kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kinerja keuangan perusahaan terbuka di Indonesia.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini dibangun atas dasar kerangka berpikir hubungan simultan antar variabel endogen kepemilikan saham manajerial, risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kinerja keuangan perusahaan terbuka, dan pembuktian hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa terdapat hubungan simultan antara kepemilikan saham manajerial, risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kinerja keuangan perusahaan terbuka, sehingga model penelitian yang dibangun adalah seperti pada Gambar 1. Gambar tersebut merupakan gambar utama hubungan simultan antar variabel endogen sebelum variabel eksogen dimasukkan kedalam model yang akan mempengaruhi variabel-variabel endogen dan selanjutnya untuk menunjukkan pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen gambar tersebut dikembangkan dengan memasukkan variabel eksogen dalam persamaan matematis sehingga kerangka konseptual menjadi lebih jelas.



**Gambar 1. KERANGKA KONSEPTUAL**

Sumber : Chen dan Steiner (1999) dikembangkan

Hubungan simultan antara risiko dengan variabel endogen lainnya, ternyata risiko juga dipengaruhi oleh variabel eksogen investasi, earning volatility dan profitabilitas. Hubungan simultan Variabel endogen Kinerja Keuangan perusahaan dengan variabel endogen lainnya ternyata juga dipengaruhi oleh variabel eksogen kepemilikan saham institusional, investasi dan profitabilitas. Uraian tersebut menunjukkan hubungan simultan antara variabel endogen sekaligus dengan variabel eksogen. Dalam rangka menguji simultanitas hubungan antara variabel endogen akan digunakan evaluasi

model Hausman, sedangkan untuk menguji hipotesis dilakukan dengan digunakan metode *two-stage least square*.

### HASIL

Berdasarkan jumlah sampel sebanyak 149 perusahaan diperoleh gambaran statistik diskriptif yang berfungsi untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan secara terperinci yang meliputi jumlah sampel, minimum, maximum, nilai rata-rata sampel dan tingkat penyimpangan penyebaran data. Tabel 2 berikut ini menunjukkan statistik diskriptif dari sampel penelitian :

Tabel 2  
STATISTIK DISKRIPTIF

Variabel	Sampel	Minimum	Maksimum	Mean	Std Deviasi
INSD	149	0.800	63.88	6.4207	9.7823
DEBT	149	0.0620	0.841	0.4433	0.2124
DIV	149	0.0300	96.86	22.7582	20.5335
RISK	149	0.0106	0.229	0.0633	0.0449
FP	149	0.4720	2.95	1.4119	0.4509
INST	149	13.2600	86.91	60.0822	17.5889
LSIZE	149	10.058	16.668	12.8629	1.5651
GRTH	149	0.1910	1.14	0.143	0.2034
PROF	149	0.003	0.373	0.1291	0.0877
FIXED	149	0.079	0.75	0.3235	0.1831

Variabel	Sampel	Minimum	Maksimum	Mean	Std Deviasi
INV	149	8.704	14.833	10.9123	1.665
LQD	149	0.07	0.894	0.546	0.2193
EARV	149	0.0038	0.179	0.0473	0.0334

Sumber : Hasil Olah Data

### Uji Kausalitas

Secara empirik simultanitas dapat dievaluasi keberadaannya melalui uji Hausman sehingga dapat menguatkan

dukungan teoritik yang akan dibangun. Dalam uji Hausman ini digunakan program *eviews*, dengan persamaan matematis terakhir sebagai berikut:

1. INSD = f(RISK, DEBT, DIV, FP, SIZE, W1)
2. DEBT = f(INSD, RISK, DIV, FP, FIXED, EARV, INV, W2)
3. DIV = f(INSD, DEBT, RISK, FP, FIXED, GRTH, W3)
4. RISK = f(INSD, DEBT, DIV, FP, PROF, SIZE, W4)
5. FP = f(INSD, DEBT, DIV, RISK, INST, LQD, W5)

Hasil uji Hausman dapat dilihat pada tabel 3. Dari tabel 3 Uji Hausman menunjukkan bahwa probabilitas statistik W1, W2, W3, W4 dan W5 yang merupakan nilai residual dari persamaan 1 sampai dengan 5 menghasilkan probabilitas lebih kecil dari 0,05. Hal ini

berarti ada hubungan simultan diantara variabel endogen kepemilikan saham manajerial, risiko, kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kinerja keuangan dalam setiap persamaan matematis pada persamaan pertama untuk W1 sampai dengan persamaan ke lima untuk W5.

Tabel 3  
Uji Hausman

Variabel	Coefficient	Std Error	t-Statistik	Pobabilitas
W1	0.9992	0.0509	19.6041	0.0000
W2	1.0056	0.0445	22.5699	0.0000
W3	1.0024	0.0331	22.5699	0.0000
W4	1.0040	0.0289	30.2665	0.0000
W5	1.0112	0.0310	32.6191	0.0000

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Rincian tabel tersebut menunjukkan W 1 sebagai nilai residual persamaan pertama, W2 sebagai residual persamaan ke dua, W3 residual persamaan ke tiga, W4 residual persamaan ke empat dan W5 residual persamaan ke lima dengan hasil uji t Statistik lebih besar dari t tabel dan probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka hubungan kausal simultan variabel endogen signifikan.

### Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan metode *two-stage least square*. Pengujian ini untuk mendapatkan informasi pengaruh beberapa eksogen terhadap endogen pada level berbagai model. Pengujian persamaan Persamaan Kepemilikan Manajerial (INSD) dapat dilihat pada tabel 4 menunjukkan bahwa kebijakan hutang, kebijakan dividen, risiko, kinerja keuangan perusahaan, kepemilikan saham institusi dan ukuran perusahaan secara

simultan memberikan pengaruh signifikan terhadap INSD dengan F hitung kurang dari 1%. Persamaan simultan pertama adalah:

$$\text{INSD} = 25.580855 - 8.8835 \text{ DEBT} - 0.02840 \text{ DIV} - 38.76618 \text{ RISK} + 8.7566 \text{ FP} - 2.5158 \text{ LSIZE}.$$

Dari persamaan di atas terlihat bahwa kinerja keuangan perusahaan mempunyai koefisien positif yang berarti bahwa peningkatan tersebut akan diikuti oleh peningkatan kepemilikan saham manajerial, sedangkan kebijakan hutang, kebijakan dividen, risiko dan ukuran perusahaan mempunyai koefisien negatif yang berarti bahwa peningkatan tersebut akan diikuti oleh penurunan kepemilikan saham manajerial. Risiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial dengan arah negatif, dan kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

**Persamaan kedua Kebijakan Hutang (DEBT)** Kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan dividen, kinerja keuangan perusahaan, aset tetap, *earning volatility*, dan investasi secara simultan memberikan pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang yang ditunjukkan dengan hasil perhitungan nilai F yang kurang dari 0,05. Persamaan:  $\text{DEBT} = -0.65433 - 0.01399 \text{ INSD} + 0.004198 \text{ DIV} - 1.0116 \text{ RISK} + 0.5589 \text{ FP} + 0.3325 \text{ FIXED} + 1.9337 \text{ EARV} + 0.0211 \text{ INV}.$

Dari persamaan di atas secara parsial terlihat bahwa risiko, kinerja keuangan perusahaan, aset tetap, *earning volatility* dan investasi mempunyai

koefisien positif yang berarti bahwa peningkatan tersebut akan diikuti oleh peningkatan kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen mempunyai koefisien negatif yang berarti bahwa peningkatan tersebut akan diikuti oleh penurunan kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang dengan arah negative. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan prosentase kepemilikan manajer mengurangi penggunaan hutang atau sebaliknya, pada tingkat kepemilikan tinggi, kekayaan pribadi manajer tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menghadapi risiko tinggi. Penggunaan hutang pada tingkat tinggi menyebabkan *financial distress* atau menghadapi risiko kebangkrutan. Untuk mengurangi tingkat penurunan risiko yang ditanggung manajer, maka digunakan hutang pada tingkat yang rendah. Kinerja keuangan perusahaan berpegaruh positif signifikan terhadap variabel hutang.

**Persamaan ketiga Kebijakan Dividen (DIV)**, pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan risiko, kinerja keuangan perusahaan, pertumbuhan dan aktiva tetap terhadap kebijakan dividen dapat dijelaskan melalui persamaan ini. Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, risiko, kinerja keuangan perusahaan, pertumbuhan dan aset tetap secara simultan memberikan pengaruh signifikan terhadap terhadap kebijakan dviden (DIV) yang ditunjukkan dengan F sebesar 0,0014 kurang dari 0,01.

Tabel 4  
**Ringkasan Hasil Uji Two Stage Least Square  
 (UJI 2-SLS)**

Variabel	Pers 1 INSD	Pers 2 DEBT	Pers 3 DIV	Pers 4 RISK	Pers 5 FP
Inercept	25.580*	-0.654	57.377*	0.082	2.705*
(t.Value)	(2.755)	(-1.341)	(3.605)	(1.532)	(7.423)
INSD		-8.883**	-14.742***	0.029	-0.010**
(t.Value)		(-1.1791)	(-2.650)	(-2.183)	(-2.286)
DEBT	-8.883**		-14.742***	0.029	0.538*
(t.Value)	(-2.052)		(-1.673)	(1.158)	((2.645)
DIV	-0.028	-0.004*		.0004***	0.0078
(t.Value)	(-0.647)	(-2.741)		(1.819)	(1.556)
RISK	-38.762**	1.001	45.673		-2.791*
(t.Value)	(-2.001)	(1.228)	(1.085)		(-2.677)
FP	8.883***	0.558*	-19.587***	0.067**	
(t.Value)	(1.975)	(2.995)	(-1.869)	(2.536)	
INST					-004***
(t.Value)					(-1.86)
L. SIZE	-2.515*			-0.010*	
(t.Value)	(-2.755)			(-2.761)	
GRTH			-29.442*		
(t.Value)			(-2.650)		
PROF.				0.054	
(t.Value)				(0.856)	
FIXED		0.332***	13.357		
(t.Value)		(1.838)	(1.279)		
INV		0.021			-0.088*
(t.Value)		(0.847)			(-3.190)
LQD					-0.441**
(t.Value)					(-2.485)
EARV		1.933***			
(t.Value)		(1.957)			

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Catatan: \* signifikan 1%  
 \*\* signifikan 5%  
 \*\*\* signifikan 10%

Secara parsial diperoleh bahwa kepemilikan manajerial mempunyai koefisien regresi sebesar  $-0.533774$ ., t-hitung sebesar  $-2.650$  dengan signifikan-t sebesar  $0.0090$ . Nilai signifikan-t tersebut kurang dari  $0.05$ , sehingga kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen pada *level* 1 %. Persamaan yang bisa dibangun adalah:  $DIV = 57.377433 - 0.533774 INSD - 14.7426 DEBT + 45.6736 RISK - 19.5877 FP - 29.4427 GRTH + 13.3574 FIXED$ .

Kebijakan hutang (DEBT) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen pada *level* 10 %. Risiko tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Kinerja keuangan perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen pada *level* 10 %. Pertumbuhan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen pada *level* 1 %. Aset tetap tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

**Persamaan keempat Risiko (RISK)**, Pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, kinerja keuangan perusahaan, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap risiko dapat dijelaskan melalui persamaan ini.  $RISK = 0.0822 - 0.001137 INSD + 0.0293 DEBT + 0.00043 DIV + 0.0671 FP - 0.0106 LSIZE + 0.0543 PROF.$

Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, kinerja keuangan perusahaan, ukuran perusahaan dan profitabilitas secara simultan memberikan pengaruh yang signifikan terhadap risiko (RISK) yang ditunjukkan oleh besarnya F sebesar 0.0042 yang kurang dari 1 % sekaligus menjelaskan bahwa persamaan yang diuji mempunyai kesalahan yang rendah, yang berarti signifikan, sehingga dapat dipergunakan sebagai model untuk menjelaskan fungsi risiko dari kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, kinerja keuangan perusahaan, ukuran perusahaan dan profitabilitas.

Secara parsial diperoleh bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko pada level 5 %. Kebijakan hutang tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko. Kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko pada level 10 %. Kinerja keuangan perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko pada level 10 %. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko pada level 1%. Profitabilitas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko.

Dari persamaan di atas terlihat bahwa kebijakan hutang, kebijakan dividen, kinerja keuangan perusahaan dan profitabilitas mempunyai koefisien positif yang berarti bahwa peningkatan tersebut akan diikuti oleh peningkatan risiko, sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan mempunyai koefisien negatif yang berarti bahwa peningkatan

tersebut akan diikuti oleh penurunan risiko.

**Persamaan kelima Kinerja Perusahaan (FP)**, Pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, risiko, kepemilikan institusional, likuiditas dan investasi memberikan pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang ditunjukkan F sebesar 0.0090 lebih kecil dari 5 %. Persamaan matematis  $FP = 2.7051 - 0.0106 INSD + 0.5385 DEBT + 0.00788 DIV - 2.7913 RISK - 0.0043 INST - 0.4411 LQD - 0.0881 INV.$

Secara parsial kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pada level 5 %. Kebijakan hutang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pada level 1 %. Kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Risiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pada level 1 %. Kepemilikan saham institusi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pada level 10 %. Likuiditas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan pada level 5 %. Investasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan pada level 1 %.

## PEMBAHASAN

Informasi yang diperoleh dari persamaan yang pertama adalah risiko mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Arah hubungan ini sesuai dengan penelitian Demzets dan Lehn (1985). Bagi manajer yang *risk averse*, hubungan risiko tinggi dengan kepemilikan manajerial berubah menjadi negatif. Pada tingkat risiko tinggi manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan

membatasi *supply* kepemilikan manajerial. Manajer melakukan diversifikasi dengan persyaratan mendapat *expected rate of return* lebih besar dibandingkan dengan insentif yang diterima dari peningkatan risiko (Demzets dan Lehn, 1985).

Kinerja keuangan perusahaan yang semakin tinggi mencerminkan kemakmuran perusahaan sehingga mendorong manajer untuk menambah kepemilikan sahamnya. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Agrawal dan Knoeber (1996) yang menemukan semakin besar kinerja keuangan perusahaan semakin besar kepemilikan manajerialnya.

Peningkatan hutang menyebabkan perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan dan *financial distress*, sehingga manajer mempertahankan kepemilikan pada *level* prosentase yang rendah. Penelitian yang dilakukan Sujoko dan Soebiantoro (2007) dalam Sofyaningsih (2011) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penggunaan hutang juga dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajer sehingga dapat menghindari terjadinya *over investment*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Jensen *et al* (1992); Chen dan Steiner (1999) dan Wilberforce (2000). Penggunaan hutang juga akan mencegah manajer untuk menggunakan *free cash flow* secara berlebihan bagi kepentingan pribadinya karena perusahaan harus menyediakan arus kas bagi pembayaran bunga pinjaman, sehingga penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan pihak manajer perusahaan mengendalikan kepemilikan sahamnya. Penggunaan hutang yang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga manajer mengurangi proporsi kepemilikan saham (Chen dan Steiner, 1999).

Dalam penelitiannya Jensen (1986) menyatakan bahwa hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (*free cash flow*). Kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Peningkatan dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal dalam jumlah sedikit sehingga manajer memiliki diversifikasi pada *level* kesempatan investasi yang lebih menguntungkan.

Ukuran perusahaan, memiliki koefisien yang negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Cruchley *et al*, 1999) yang menjelaskan bahwa manajer tidak mampu memiliki bagian yang besar atas saham perusahaan yang disebabkan oleh terbatasnya modal pribadi.

**Informasi yang diperoleh dari persamaan kedua,** Kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, terdapat hubungan kausal negatif signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Meningkatnya kepemilikan manajerial membuat kekayaan pribadi manajer semakin terikat dengan perusahaan. Tingkat kepemilikan yang tinggi menyebabkan kekayaan tidak terdiversifikasi sehingga manajer menghadapi risiko yang tinggi. Hal ini menyebabkan manajer mengurangi penggunaan hutang sehingga terhindar dari risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Hipotesis ini sesuai dengan penelitian sebelumnya Chen dan Steiner (1999), Jensen *et al* (1992), Wilberforce (2000).

Risiko memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Koefisien positif risiko menunjukkan bahwa dalam menghadapi

risiko saham yang tinggi manajer memilih proyek yang berisiko tinggi dengan tujuan mendapatkan *return* yang tinggi (Bayless, 1994; Moh'd *et al.*, 1998). Untuk mengurangi risiko yang ditanggung, manajer bekerja sama dengan pihak kreditor. Penggunaan hutang dalam struktur modal bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan tetapi sebagai konsekuensinya perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan. Penggunaan hutang pada tingkat risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas tetapi memicu biaya keagenan hutang.

Kinerja keuangan perusahaan memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hipotesis ini sesuai dengan teori asimetri informasi (Brigham *et al.*, 1999), yang menjelaskan bahwa manajer memiliki informasi yang lebih lengkap dibandingkan investor luar, sehingga ketika perusahaan memiliki kinerja yang bagus maka pihak manajer perusahaan lebih memilih sumber dana dari luar berupa hutang dari pada menerbitkan saham baru, karena jika menerbitkan saham baru akan terjadi transfer kekayaan dari pemegang saham lama kepada pemegang saham baru.

Kebijakan dividen memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini sesuai dengan penelitian oleh Chen dan Steiner (1999); Jensen (1989) dan Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen dalam mengontrol konflik keagenan. Bagi suatu perusahaan yang telah menetapkan dividen yang tinggi kebijakan dividen menyebabkan perusahaan mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan dalam proporsi yang kecil. Kondisi ini menyebabkan perusahaan sedikit memiliki sumber internal untuk

membayar hutang sehingga mengurangi penggunaan hutang.

Aktiva tetap yang tinggi merupakan kolateral sehingga perusahaan dipercaya oleh pemberi hutang (*debt holders*). Kolateral merupakan jaminan bagi kreditor sehingga akan mempengaruhi kemampuan perusahaan memperoleh hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999); Cruchley, Jensen, Jahera dan Raymond (1999).

*Earning volatility*, berdasar penelitian ditemukan bahwa *earning volatility* mempunyai hubungan signifikan dengan arah yang positif. Hasil temuan ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bathala, *et al.*, (1994) yang berargumentasi bahwa terdapat hubungan yang negatif antara *earning volatility* dengan hutang, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *earning volatility* akan menaikkan biaya kebangkrutan yaitu biaya keagenan hutang, sehingga cenderung memiliki rasio hutang yang rendah.

**Dalam penjelasan persamaan ketiga**, kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen dapat menurunkan konflik keagenan. Kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada level pemegang saham menjadi rendah, dikarenakan manajer memiliki harapan investasi dimasa yang akan datang dibiayai di sumber internal. Chen dan Steiner (1999) dalam penelitiannya menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial dapat menjadi pengganti atau substitusi bagi kebijakan dividen menjadi berkurang.

Tingkat penggunaan hutang tinggi akan mengurangi pembayaran dividen. Penggunaan hutang menimbulkan kewajiban melunasi hutang dan membayar

beban bunga. Kewajiban ini menyebabkan perusahaan memiliki laba bersih yang rendah sehingga menetapkan pembayaran yang rendah.

Semakin tinggi tingkat risiko yang dihadapi perusahaan, maka investor menuntut return yang tinggi pula, pada kondisi perekonomian yang baik maka penggunaan dana eksternal lebih merupakan pilihan, sehingga pendapatan perusahaan akan meningkat pada kondisi seperti ini, perusahaan akan menggunakan dana eksternal (Rozeff, 1982; Moh'd *et al*, 1995). Perusahaan akan meningkatkan keuntungannya, akibatnya bagian laba yang disediakan untuk membayar dividen akan bertambah.

Dividen merupakan hasil yang sangat diharapkan pemegang saham atau investor, selain *capital gain* namun investor lebih menyukai dividen sesuai dengan teori *bird in hand*, dengan demikian risiko pasar berpengaruh terhadap kebijakan manajer dalam menentukan keputusan pembagian dividen. Perusahaan publik di Indonesia membagikan dividen tidak teratur hal tersebut ditunjukkan oleh sedikitnya perusahaan yang membagi dividen, hal tersebut sangat dipengaruhi oleh keputusan manajer yang sebagian besar perusahaan publik di Indonesia merupakan perusahaan keluarga.

Kepemilikan manajerial **dalam persamaan ke empat** mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko. Demzet dan Lehn (1985) berpendapat bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap risiko membentuk dua pengaruh yaitu positif dan negatif. Perusahaan yang beroperasi pada level pasar yang berisiko tinggi mengalami kesulitan dan memonitor kondisi eksternal sehingga manajer meningkatkan nilai kepemilikan manajerial untuk mengawasi kondisi internal. Bagi manajer yang *risk aversion* hubungan antara kepemilikan

manajerial dengan risiko tinggi berubah menjadi negatif. Pada tingkat risiko tinggi manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan membatasi *supply* kepemilikan manajerial.

Manajer melakukan diversifikasi dengan persyaratan mendapat *expected of return* lebih besar dibandingkan dengan insentif yang diterima dari peningkatan risiko. Menurut Cruchley *et al*, (1999) risiko berhubungan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Tingginya risiko suatu perusahaan tidak menginginkan suatu pembayaran *cash dividend* yang tinggi dan kepemilikan manajerial yang portofolionya tidak terdiversifikasi, tidak akan melakukan investasi pada level risiko tinggi.

Kebijakan hutang mempunyai pengaruh yang positif dan tidak signifikan terhadap risiko. Koefisien kebijakan hutang positif mempunyai arti peningkatan penggunaan hutang menyebabkan perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Penggunaan hutang menurunkan pendapatan bersih yang diterima perusahaan. Penurunan pendapatan bersih menurunkan prospek perusahaan sehingga mengakibatkan penurunan harga saham. Penurunan harga saham menyebabkan perusahaan menghadapi fluktuasi return saham tinggi atau menghadapi risiko tinggi. Berdasar keterangan di atas perusahaan harus menetapkan hutang pada tingkat aman untuk mengurangi risiko.

Kinerja keuangan perusahaan mempunyai hubungan yang signifikan terhadap risiko. Menurut Brigham, Gapensky dan Daves (1999), bahwa kinerja keuangan perusahaan yang diukur oleh *price earning ratio* (PER), menunjukkan bahwa perusahaan dengan PER yang tinggi akan memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi dan sebaliknya nilai PER yang rendah menunjukkan

risiko perusahaan yang lebih tinggi, tingginya prospek tersebut berarti risiko yang dihadapi perusahaan juga tinggi.

Kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko dengan arah yang positif. Berdasar *dividend signaling theory*, peningkatan dividen memberi sinyal positif mengenai peningkatan aliran kas (*cash flow*) di masa mendatang. Informasi ini digunakan oleh pihak investor untuk membeli saham. Peningkatan permintaan saham menyebabkan harga saham mengalami peningkatan dan relatif stabil, tingkat stabilitas harga saham dicerminkan oleh fluktuasi *return* saham yang relatif rendah dan kondisi ini menunjukkan tingkat risiko rendah.

**Dalam persamaan ke lima**, kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah hubungan antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan adalah positif, sedangkan pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi hubungannya adalah negatif. Hubungan *non-linier* ini terjadi pada level *inflection point* 28,83 % yang dapat diartikan dengan adanya hubungan positif pada tingkat kepemilikan manajerial dibawah 28,83% dan terdapat hubungan negatif pada tingkat kepemilikan manajerial di atas 28,83%. Dalam kerangka keagenan kepemilikan saham oleh manajer mengurangi *agency cost* dalam perusahaan sehingga meningkatkan kinerja keuangan perusahaan (Bathala *et al*, 1994).

Kebijakan hutang mengontrol manajer perusahaan yang memiliki *cash flow* yang berkaitan dan aktivitas yang tidak optimal. Hutang tidak saja menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham tetapi juga meningkatkan risiko kebangkrutan dan hilangnya pekerjaan. Kondisi tersebut akan memaksa manajer untuk mengurangi pengeluaran

yang tidak perlu sehingga meningkatkan efisiensi perusahaan.

Kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Koefisien positif kebijakan dividen mempunyai arti bahwa kenaikan pembayaran dividen sering diikuti oleh kenaikan harga saham, kenaikan pembayaran dividen dilihat sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik, sebaliknya penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang kurang baik. Penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swary (1980); Sudarma (2004) memberikan bukti bahwa ada pengaruh yang positif signifikan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Risiko mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Risiko yang semakin tinggi mengakibatkan keadaan lingkungan perusahaan tidak menentu, sehingga menyulitkan perusahaan dalam melakukan perencanaan kedepan dalam rangka untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sudarma (2004) yang menemukan hasil bahwa risiko mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Dalam rangka mengurangi konflik agen dan *shareholders* maka kepemilikan saham institusional mampu mengontrol kinerja para manajer, karena institusi yang memiliki saham perusahaan tersebut berkepentingan terhadap hasil yang diharapkan. Kepemilikan saham institusi merupakan fungsi non linier (Morck, Shleifer dan Vishny, 1988), maka persentase saham yang dimiliki oleh institusi dimasukkan agar terjadi hubungan non linier antara variabel eksogen dengan endogen. Hasil penelitian Sukirni

(2012) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Namun hal ini bertentangan dengan penelitian dari Rizqia, Aisjah, dan Sumiati (2013) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap variabel nilai perusahaan. Ukuran dari kepemilikan institusional dirumuskan dengan jumlah lembar saham yang dimiliki oleh institusi dibagi total lembar saham, atau persentase saham yang dimiliki oleh institusional. Makin besar persentase saham institusional makin besar pula kemampuan untuk mengontrol manajemen perusahaan sehingga akan mampu mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

## KESIMPULAN

Mekanisme kontrol melalui kepemilikan saham manajerial dapat mengurangi masalah keagenan, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. Terjadi hubungan simulatn yang nyata antara kepemilikan manajerial, hutang, dividen, risiko dan kinerja keuangan perusahaan terbuka di Indonesia. Secara parsial terjadi hubungan antara kepemilikan manajerial, hutang, dividen, risiko, dan kinerja keuangan dalam berbagai level persamaan dan memberikan kontribusi nyata sebagai alat pengendali

perusahaan terbuka dan sebagai kontrol pemilik perusahaan.

## Rekomendasi

Bagi para pemilik perusahaan, untuk menjaga agar manajer perusahaan dalam penggunaan hutang lebih berhati-hati maka dapat menambah atau meningkatkan kepemilikan saham untuk manajer.

Untuk menurunkan konflik keagenan dalam perusahaan, maka perusahaan dalam membuat keputusan terhadap kebijakan keuangan perusahaan perlu memperhatikan kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan dividen, risiko dan kinerja keuangan perusahaan yang dapat digunakan sebagai mekanisme dalam rangka mengurangi masalah keagenan.

Bagi investor dan calon investor dalam membuat keputusan investasi diharapkan memperhatikan informasi-informasi yang berkaitan dengan masalah keagenan serta kebijakan keuangan perusahaan khususnya masalah kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan hutang dan risiko, karena dengan mengetahui informasi yang berkaitan dengan keagenan maka dapat menentukan mekanisme yang tepat dalam membuat keputusan investasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bathala, C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao. 1994. Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings : an agency perspective, *Financial Management*, Vol. 23, pp.38-50
- Brigham.E.F. Gapenski I.C and Daves P.R 1999, *Intermediate Financial Management*, Philadelphia: Harcourt Brace College Publishers.
- Chen, C.R. and Steiner, T.L, 1999, Managerial ownership and agency conflicts: a non linier simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy, *The Financial review*, vol 34, pp.119-136.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, dan Larry H.P. Lang, 2000, *The Sparation of Ownership and*

- Control in East Asian Corporation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58.
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sharin, 1994, The Information Content of Dividend Changes : Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No. 4
- D'souza, Juliet and Saxena, 1999, Agency cost market risk, investment opportunities and dividend policy – an international perspective, *Managerial Finance*, Vol 25, no.6, pp.35-43.
- Friend, I. And L.H.P. Lang, 1988, An empirical test impact of managerial selfinterest on corporate capital structure, *Journal of Finance*, pp.271-282.
- Gul, Ferdinand.A.1999. Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate policy Choices in China. *Pasific-Basin Finance Journal*, No.7, pp.157-172.
- Hutchinson, M. and F.A. Gul, 2002, Investment opportunity and leverage : Some Australia evidence on the role of boerd monitoring and director equity ownership, *Managerial Finance*, Vol. 28, pp. 19-36.
- La porta and Rafad, 2000, Agency problems and dividens policies around the world, *The Journal of Finance*, Vol.LV, no.1, pp.1-33.
- Leland, Hayne E, 1998, Agency cost, risk mangement and capital structure, *The Journal of Finance*, Vol.LIII, no.4, pp.1213-1243.
- Machfoedz, Mas'ud, 1994, Financial ratio analysis and prediction of earning changes in Indonesia, *Kelola*, No.7, pp. 134-137.
- Moh'd Mahmoud A, Larry G. Perry and James N. Rimbey, 1995, An Investigation of dynamic relationship between agency theory and dividend policy, *The Journal of Banking and finance*, Vol.20, pp.439-454
- Rizqia, Aisjah, dan Sumiati. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *IISTE*. Hlm. 120-130.
- Ross, Stephen A., Westerfield dan Jaffe, 2002, *Corporate Finance*, 6 Th Edition, Chicago: Irwin McGraw-Hill.
- Sofyaningsih, Sri. (2011). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan, ownership structure, dividend policy and debt policy and firm value. *Dinamika keuangan dan perbankan*. Vol 3, No 1.
- Sukirni, Dwi. (2012). Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, dan kebijakan hutang analisis terhadap nilai perusahaan. *Jurnal akuntansi FE Unnes*. 2252-6765.
- Sutrisno, 1999, *Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada perusahaan publik di Indonesia*, Jurnal Ekonomi Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, pp.1-12.
- Wahidahwati, 2002, Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang perusahaan : sebuah perspektif theory agency cost, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No.1, hal. 1-16.