

**EFEK MODERASI DARI KOMISARIS INDEPENDEN PADA
HUBUNGAN ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL
DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN
UTANG**

Agus Widodo
Magister Akuntansi Universitas Diponegoro

ABSTRACT

The research was conducted to examine the moderating effects of board independent directors on the relationship between managerial ownership on dividend policy and debt. The purpose of this study to determine how much influence managerial ownership on dividend policy and debt as well as the moderating effects of independent directors on the relationship between managerial ownership on dividend policy and debt. The research was conducted by quantitative methods using secondary data. Secondary data were from Indonesia Capital Market Directory (ICMD) and annual reports listed companies on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The research population is a company listed on the Stock Exchange, then the samples were taken by purposive sampling with the criteria listed companies from 2007 to 2011 and have the data required in this study. The analysis used the multiple regression analysis to see the effect of independent variables on the dependent variable either jointly or individually. Before being tested by multiple linear regression first tested the classical assumptions.

The results showed that the significant negative effect of managerial ownership on dividend policy, managerial ownership has no effect on debt policy. Independent directors are moderate the relationship between managerial ownership to dividend policy, but did not moderate the relationship between ownership and debt managerial. Control variables affect the profitability of dividend policy, size does not affect the dividend policy. While variables affect the profitability and size of debt policy.

Keywords: *Managerial ownership, dividend policy, debt policy, independent directors*

Pendahuluan

Ada beberapa kebijakan yang digunakan dalam mekanisme tata kelola perusahaan untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer misalnya kebijakan keuangan yaitu kebijakan dividen dan kebijakan utang. Penelitian Rozeff (1982) menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat

menurunkan konflik keagenan dengan menekan manajer untuk lebih sering mencari dana di pasar modal. Ketika ekuitas baru meningkat, manajer akan dimonitor oleh pasar modal. Kebijakan utang juga bisa digunakan dalam tata kelola perusahaan untuk mengurangi konflik keagenan (Jensen & Meckling, 1976; Faccio dkk., 2001b). Peningkatan utang

akan mendorong perusahaan untuk menggunakan dananya secara efisien, karena harus membayar cicilan pokok pinjaman dan biaya bunga secara periodik.

Kebijakan dividen adalah salah satu keputusan yang penting bagi perusahaan. Kebijakan ini berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menentukan berapa besarnya laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen dan berapa laba yang akan diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Pembagian dividen merupakan salah satu cara bagi perusahaan untuk mendistribusikan kemakmuran kepada para pemegang saham. Selain itu, kebijakan dividen menjadi bagian penting dari strategi pendanaan jangka panjang perusahaan (Hussainey, *et al.* 2011) dalam Santoso (2012). Di dalam usaha untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaan, manajer memerlukan dana untuk kegiatan ekspansi bisnisnya. Salah satu alternatif bagi perusahaan dalam memenuhi dana tersebut adalah dengan utang. Susilawati, dkk. (2012) menunjukkan bahwa kebijakan utang pada suatu perusahaan sangat berperan penting dalam tumbuh kembang perusahaan sebagai salah satu sumber pendanaan eksternal yang potensial. Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan utang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru. Menurut Babu dan Jain (1998) terdapat empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai menggunakan utang daripada saham baru, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga; (2) Biaya transaksi pengeluaran utang lebih

murah daripada biaya transaksi emisi saham baru; (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan utang daripada pendanaan saham; (4) Kontrol manajemen lebih besar adanya utang baru daripada saham baru.

Dalam *good corporate governance* (GCG) perusahaan dikelola dengan tujuan untuk memakmurkan para *stakeholders* termasuk didalamnya adalah pemilik. Pengelolaan perusahaan melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Fama & French, 1998). Untuk mencapai tujuan tersebut, para pemegang saham (sebagai *principal*) bisa mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada para profesional (pihak manajerial) untuk bekerja meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham. Namun pemilik (*prinsipal*) tidak dapat dengan mudah mengawasi manajer (*agen*), sehingga menimbulkan konflik antara manajer (*agen*) dan pemilik (*prinsipal*) yang disebut konflik keagenan (Jensen & Meckling, 1976). Situasi ini disebut sebagai asimetri informasi.

Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme pengawasan dalam *corporate governance* yang bisa untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. salah satunya adalah kepemilikan manajerial. Dengan kepemilikan saham oleh manajerial, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para

principal karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Siallagan & Machfoedz, 2006).

Kepemilikan saham manajemen (kepemilikan manajerial) adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen (Suranta & Machfoedz, 2003). Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen akan mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga manajemen akan termotivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Mekanisme pengawasan lainnya dalam tata kelola perusahaan (*corporate governance*) adalah melalui dewan komisaris yang dikenal sebagai wakil pemilik perusahaan yang berfungsi untuk mengawasi perilaku manajemen (fungsi *monitoring*). Dewan komisaris diharapkan mampu menjalankan peran tersebut. Namun efektivitas dewan komisaris akan terhalang jika dalam waktu yang sama anggota dewan komisaris juga ikut andil dalam manajemen perusahaan baik secara formal maupun informal (Fama & Jensen, 1983). Jika hal ini terjadi maka bisa saja terjadi kolusi antara dewan komisaris dan manajemen dan akan terjadi transfer kekayaan pemilik (Fama & Jensen, 1983). Pada keadaan seperti itu transfer kekayaan dari pemilik minoritas (*minority/outside shareholder*) ke pemilik pengendali (*controlling/insider shareholder*). Di Indonesia menganut sistem *continental* dimana *board of directors* dipisahkan menjadi dua lapis (*two tier boards*) yaitu *supervisory boards* atau dewan komisaris dan

management board atau direksi. Dalam peraturan Bapepam-LK, tiap perusahaan wajib memiliki komisaris independen 30% dari total dewan yang ada.

Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen dan kebijakan utang suatu perusahaan, misalnya adalah kepemilikan manajerial. Dari beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial secara positif signifikan berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan (Syah dkk., 2010; Efni, 2011; Putri & Nasir, 2006; Yadnyana & Wati, 2010). Tingginya kepemilikan manajerial berdampak pada peningkatan rasio pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Namun penelitian Rozeff (1982); Afzal & Sehrish (2011); dan Ullah, dkk. (2012) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang bisa dibiayai dari sumber internal perusahaan (Rozeff, 1982). Atmaja (2010) juga menemukan bahwa proporsi dewan komisaris yang independen diperusahaan publik di Australia terbukti berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan utang perusahaan terbukti berpengaruh negatif signifikan (Putri & Nasir, 2006; Joher, dkk. 2006). Tingginya kepemilikan manajerial menjadikan mekanisme pengawasan tidak efektif karena semakin memungkinkan tindakan oportunistik dari manajer demi kepentingannya sendiri bukan

bertujuan untuk kepentingan perusahaan, sehingga meresahkan *outside shareholders* (Putri & Nasir, 2006). Sebaliknya penelitian dari Purba (2011); Susilawati, dkk. (2010); Warrad, dkk. (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Berkaitan dalam hal pengawasan, komisaris independen dapat memberikan persetujuan kepada manajemen untuk meningkatkan utang perusahaan. Karena dengan adanya utang, maka akan ada kontrol dari pihak ketiga (kreditur) yang akan membuat fungsi pengawasan dari komisaris independen semakin efektif. Hal ini didukung oleh hasil penelitian dari Agrawal dan Knoeber (1996) menemukan bukti bahwa komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap utang perusahaan.

Dengan demikian berdasarkan uraian diatas, masalah yang akan diteliti selanjutnya dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut :

- a. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan kebijakan utang perusahaan?
- b. Apakah hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen dan kebijakan utang dimoderasi oleh komisaris independen?

Telaah Teori Teori Keagenan

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dan investor (*principal*). *Principal* didefinisikan

sebagai pihak yang memberi mandat kepada pihak lain yang disebut *agent* untuk bertindak atas nama *agent* tersebut. Ada dua macam bentuk keagenan yaitu: hubungan keagenan antara manajer (*agent*) dan pemegang saham (*shareholder*) dan manajer dan pemberi pinjaman (*bondholder*) (Jensen & Meckling, 1976). Konflik antara *principal* dan *agent* akan timbul manakala *principal* tidak dapat dengan mudah memantau kinerja dari *agent*. Situasi ini disebut sebagai asimetri informasi. Dalam konsep teori keagenan, asimetri informasi tersebut mendorong dan memotivasi manajer (*agent*) untuk berperilaku oportunistik yaitu memanipulasi informasi kinerja yang dilaporkannya.

Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Myers (1984) mengemukakan argumentasi mengenai adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yang berdasarkan pada suatu urutan resiko. Secara spesifik urutan pendanaan menurut teori ini adalah *internal fund*, *riskless debt*, *risky debt* dan *external equity pecking order theory*.

Kepemilikan Manajerial

Struktur kepemilikan merupakan salah satu mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) yang berfungsi untuk mengurangi masalah keagenan antara prinsipal dan agen karena adanya perbedaan kepentingan (Kurniasari, 2011). Salah satu solusi yang diberikan oleh

Jensen & Meckling, (1976) dalam menyelesaikan masalah keagenan adalah dengan adanya kepemilikan saham oleh manajerial (*insiders ownership*). Pada penelitian ini struktur kepemilikan yang digunakan adalah kepemilikan manajerial.

Menurut Wahidahwati (2002) kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan (Direktur dan Komisaris). Kepemilikan manajerial diukur dengan melihat presentase saham yang dimiliki oleh manajer.

Kebijakan Dividen

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham sesuai dengan jumlah saham yang dipegang oleh pemilik saham terhadap total saham yang ada. Pembagian laba tersebut dapat berupa 1. Kas, 2. Aktiva lain, 3. Wesel atau surat utang lain bentuk dari dividen yang ditanggguhkan, 4. Saham perusahaan itu sendiri.

Dividen adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham. Selain dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, laba bersih itu ditahan di dalam perusahaan untuk membiayai operasi perusahaan dan disebut sebagai laba ditahan (*Retained Earnings*) Awat (1998) dalam (Difah, 2011).

Kebijakan Utang

IAI (2012) dalam Kerangka Dasar Pedoman Penyusunan Laporan Keuangan (KDPPLK) paragraf 49 mendefinisikan liabilitas sebagai utang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan

mengakibatkan arus kas keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi. Pada paragraf 60 disebutkan karakteristik esensial liabilitas adalah bahwa perusahaan mempunyai kewajiban masa kini.

Komisaris Independen

Sistem penyusunan *board of directors* ada dua yaitu sistem *Anglo Saxon* dan sistem *continental*. Indonesia menganut sistem *continental* dimana *board of directors* dipisahkan menjadi dua lapis atau sering disebut *two tier boards* yaitu *supervisory boards* atau dewan komisaris dan *management board* atau direksi. Fokus pada penelitian ini adalah komisaris independen yang merupakan salah satu unsur atau mekanisme dalam *corporate governance*. Komisaris Independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan direksi, anggota dewan komisaris lainnya, dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan.

Merujuk pada Surat Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) Nomor: Kep 305/BEJ/07-2004 perihal Peraturan No IA, tentang Pencatatan Saham dan Efek bersifat Ekuitas selain Saham yang diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat, pada butir III.1.4 mengenai ketentuan tentang Komisaris Independen, yang mewajibkan perusahaan memiliki komisaris independen sekurang-kurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota komisaris, wajib di isi oleh

anggota komisaris yang berasal dari luar perusahaan, yaitu mereka yang tidak ikut campur secara langsung dalam operasional perusahaan sehari-hari.

Hipotesis

Konflik keagenan antara *principal* dan *agent* muncul ketika pemilik (*principal*) tidak dapat dengan mudah memantau kinerja dari manajer (*agent*) sehingga manajer berperilaku secara oportunistik guna memaksimalkan kepentingannya sendiri (Jensen & Meckling, 1976). Dalam beberapa penelitian untuk mengurangi masalah keagenan misalnya adalah dengan cara memberikan insentif kepada manajer berupa kepemilikan saham perusahaan. Dengan cara ini diharapkan manajer dapat bertindak sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan, karena dengan memiliki saham perusahaan berarti bahwa kedudukan manajer sama dengan pemilik. Sehingga manajer pun akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya yang nantinya akan berdampak pada dirinya sendiri (Siallagan & Machfoedz, 2006).

Menurut Weston dan Brigham (1989) dalam Efni (2011) mengatakan *clientle effect* adalah teori yang menjelaskan bahwa investor memiliki tipe yang berbeda-beda atas *return* dalam investasinya. Investor dengan kecenderungan yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai pembayaran dividen yang tinggi. Sedangkan investor yang lainnya terutama yang belum membutuhkan dana sekarang dan yang cenderung menghindari pajak lebih memilih jika perusahaan menahan laba perusahaan untuk investasi dimasa mendatang.

Penelitian dari Syah dkk. (2011), Efni (2011), Putri & Nasir, (2006), dan Yadnyana & Wati, (2010) memberikan bukti bahwa pembayaran dividen tinggi ketika kepemilikan oleh manajerial tinggi. Tingginya kepemilikan saham oleh manajerial berdampak pada tingginya rasio pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Hal ini dikarenakan kekayaan yang dimiliki oleh manajer tidak terdiversifikasi (Putri & Nasir, 2006). Hasil penelitian ini sesuai dengan teori kebijakan dividen "*clientle effect theory*" menunjukkan bahwa pemegang saham cenderung menyukai pembayaran dividen yang tinggi. Dengan demikian hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Dalam penyelesaian masalah agensi (konflik keagenan antara prinsipal dan agen) diantaranya dapat dilakukan dengan adanya pengawas dari luar perusahaan yang sama sekali tidak ada hubungannya dengan perusahaan, misalnya dengan adanya komisaris independen (Jensen & Meckling, 1976). Komisaris independen diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan tersebut berkaitan dengan kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan yang memiliki komposisi komisaris independen yang besar terbukti mempengaruhi besarnya dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham (Fama, 1980; Belden dkk, 2005).

Penelitian Schlegger dkk (1989) dan Belden dkk. (2005) menunjukkan bahwa keberadaan

anggota dewan komisaris dari eksternal dapat meningkatkan rasio pembayaran dividen kepada pemegang saham. Atmaja (2010) menemukan bahwa proporsi komisaris independen terbukti memoderasi hubungan antara perusahaan yang dikontrol keluarga dengan kebijakan dividen. Artinya komisaris independen dapat memainkan perannya dalam mengurangi masalah keagenan antara prinsipal dan agen dengan cara memberikan persetujuan peningkatan jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Dengan demikian hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H2: Hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen dimoderasi oleh komisaris independen.

Kepemilikan manajerial terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan dari Putri & Nasir (2006) dan Joher dkk. (2006). Semakin besar persentase kepemilikan manajerial, maka akan turut berdampak pada keputusan yang dibuatnya sendiri sebagai salah satu pemegang saham. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka manajer akan semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan akan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik yang akan merugikan pemegang saham (termasuk didalamnya adalah manajer itu sendiri (Putri & Nasir, 2006). Kepemilikan manajerial dapat menggantikan peranan utang dalam mengurangi masalah keagenan. Dengan demikian hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H3: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Tingginya kepemilikan manajerial tidak menjamin konflik keagenan berkurang, tapi sebaliknya semakin memungkinkan tindakan oportunistik manajer sehingga meresahkan *outside shareholders* (Putri & Nasir, 2006). Penggunaan utang akan meningkatkan monitoring dari *bondholders* dan membuat *outside shareholders* lebih tenang karena pembiayaan investasi tidak menggunakan dananya sehingga mengurangi risiko dari *outside shareholders* (Putri & Nasir, 2006). Penelitian dari Purba (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan.

Penelitian dari Agrawal & Knoeber (1996) menunjukkan bahwa adanya komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap besarnya utang perusahaan. Dengan adanya utang, maka secara tidak langsung kreditur (*debtholder*) akan membantu fungsi kontrol yang dilakukan oleh komisaris independen sehingga fungsi kontrol tersebut akan semakin efektif. Dengan demikian hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah:

H4: Hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang dimoderasi oleh komisaris independen.

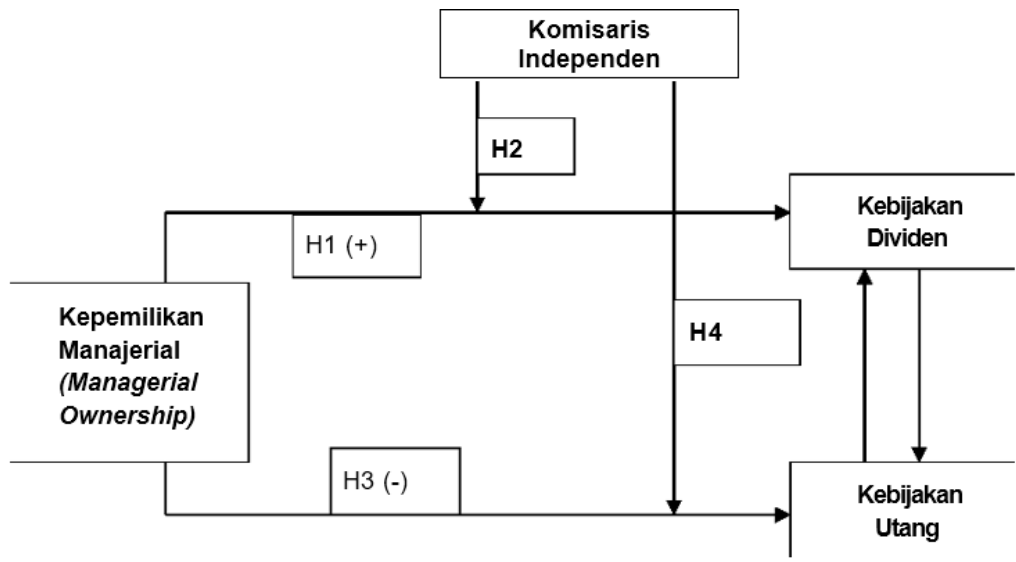
Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan tinjauan penelitian terdahulu, kajian teoritis dan permasalahan yang telah diungkapkan, maka kerangka

pemikiran teoritis dari Efek moderasi dari Komisaris Independen pada hubungan antara Kepemilikan

Manajerial (*Managerial Ownership*) terhadap Kebijakan Dividen dan Utang tersaji dalam gambar 1.

Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teori



METODE PENELITIAN

Analisis yang digunakan penelitian ini adalah pengujian hipotesis. Berdasarkan dimensi waktu dan urutan waktu penelitian ini bersifat *cross-sectional* dan *time series* atau disebut data panel (*balance pooling data*), karena selain mengambil sampel waktu dan kejadian pada suatu waktu tertentu juga mengambil sampel berdasarkan urutan waktu (Sekaran, 2007). Populasi pada penelitian ini menggunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria sebagai berikut :

1. Seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) tahun 2007 sampai 2011.
2. Data laporan keuangan tahunan (*annual report*) perusahaan

tersedia berturut-turut untuk tahun pelaporan dari 2007 sampai dengan 2011.

3. *Dividen payout ratio*, tingkat utang (*level of debt*) dan data kepemilikan saham oleh manajerial tersedia selama periode pengamatan.

Dalam penelitian ini menggunakan data sekunder. Data ini diperoleh melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang tersedia di Pojok Bursa Efek Indonesia Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Diponegoro Semarang serta dapat diperoleh dengan menggunakan cara *download* melalui internet dari situs resmi BEI diantaranya dengan alamat *website* www.idx.co.id, *website* perusahaan.

Variabel Penelitian, Definisi Operasional, dan Pengukuran

Kebijakan dividen yang diprosikan dengan *Dividend payout*

ratio (DPR). DPR adalah persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai *cash dividend* atau dalam bentuk lain (Sundjaja & Barlian, 2002).

$$\text{Dividend payout ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earnings per share}} \times 100\%$$

Kebijakan utang. Utang (*debt*) adalah kewajiban yang timbul dari transaksi atau peristiwa masa lalu misalnya, pembelian barang atau penggunaan jasa yang menimbulkan utang usaha (kecuali dibayar dimuka atau pada saat penyerahan) dan penerimaan pinjaman tersebut (KDPPLK) paragraf 49).

$$\text{Debt to total assets} = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total aktiva}}$$

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002 dalam Purba, 2011)).

Kepemilikan manajerial =

Model penelitian

Ada dua model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis. Hal ini dikarenakan ada dua variabel dependen, maka model penelitiannya juga ada dua.

a. Model 1 tanpa interaksi dan dengan interaksi untuk menguji hipotesis 1 dan hipotesis 2, yaitu:

$$\text{DPR}_{it} = \beta_{30} + \beta_{31} \text{MOWNER} + \beta_{32} \text{INDP} + \beta_{33} \text{DTA} + \beta_{34} \text{Size} + \beta_{35} \text{Prof} + \varepsilon$$

$$\text{DPR}_{it} = \beta_{30} + \beta_{31} \text{MOWNER} + \beta_{32} \text{INDP} + \beta_{33} \text{MOWNER} * \text{INDP} + \beta_{34} \text{DTA} + \beta_{35} \text{Size} + \beta_{36} \text{Prof} + \varepsilon$$

b. Model 2 tanpa interaksi dan dengan interaksi untuk menguji hipotesis 3 dan hipotesis 4, yaitu:

$$\text{DTA}_{it} = \beta_{30} + \beta_{31} \text{MOWNER} + \beta_{32} \text{INDP} + \beta_{33} \text{DPR} + \beta_{34} \text{Size} + \beta_{35} \text{Prof} + \varepsilon$$

$$\text{Saham yang dimiliki manajer} \times 100\% \\ \text{Total saham yang beredar}$$

Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan direksi, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungannya lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan (KNKG, 2006).

$$\text{Komisaris independen (INDP)} = \frac{\text{Komisaris independen}}{\text{Jumlah dewan komisaris}} \times 100\%$$

Firm size adalah ukuran perusahaan yang diprosikan ke dalam *total assets* perusahaan pada tiap akhir tahun pengamatan.

$$\text{Size} = \ln \text{total assets}$$

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba dalam periode tertentu.

$$\text{Prof (ROA)} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total aktiva}} \times 100\%$$

$$DTA_{it} = f_{30} + f_{31} \text{MOWNER} + f_{32} \text{INDP} + f_{33} \text{MOWNER} * \text{INDP} + f_{34} \text{DPR} + f_{35} \text{Size} + f_{36} \text{Prof} + \varepsilon$$

Keterangan:

DPR : *Dividend payout ratio*

DTA : *Debt to total assets*

MOWNER : *Manajerial Ownership*/ kepemilikan manajerial

INDP : Komisaris Independen

MOWNER*INDP : interaksi antara *Manajerial Ownership* dengan komisaris independen

Size : Ukuran perusahaan

Prof : Profitabilitas

ε : *Error item*

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah dengan menggunakan model regresi berganda. Proses analisis data ini dilakukan dengan bantuan program komputer *Statistical Package for Social Science (SPSS) 17,0* (Ghozali, 2006). Model regresi berganda (*multiple regression*) dapat disebut model yang baik jika memenuhi asumsi klasik untuk melihat hubungan langsung antara variabel dependen dan independen.

Sementara untuk menguji variabel moderasi menggunakan alat analisis *Moderating regression analysis (MRA)*. Uji Hausman dilakukan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah variabel-variabel endogen dalam persamaan ini saling berkorelasi secara dua arah. Uji asumsi klasik dilakukan agar model regresi dapat memberikan hasil regresi yang tidak bias, yaitu memenuhi syarat BLUE (*Blue Linier Unbiased Estimate*).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Adapun hasil dari penelitian dapat tersaji pada tabel 1. berikut ini

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	275	.0003	1.1511	.365594	.2143925
PROF	275	.0008	.4156	.103118	.0901519
DTA	275	.0468	1.0009	.509190	.2420044
SIZE	275	11.03	20.13	14.9529	2.14572
MOWNE	275	.0000	.5730	.034539	.0912065
INDP	275	.3000	.7500	.428820	.1110064
Valid N	275				

Dari tabel 1 diatas, rata-rata nilai dari DPR adalah 0,365594; nilai minimum adalah 0,0003; nilai maksimum adalah 1,1511; dengan standar deviasi sebesar 0,2143925. Nilai rata-rata dari DPR 0,365594

atau 36,5594% yang lebih besar dari standar deviasinya menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel membayarkan dividen yang tinggi kepada pemegang saham. Untuk variabel DTA menunjukkan nilai

rata-rata sebesar 0,509190; nilai minimum 0,0468; nilai maksimum 1,0009; dan standar deviasi sebesar 0,242002. Rata-rata perusahaan sampel mempunyai rasio utang terhadap asset tinggi, Hal ini terlihat dari nilai rata-rata DTA yang mendekati nilai maksimum.

Variabel MOWNER menunjukkan nilai rata-rata 0,034539; nilai minimum 0,0000; nilai maksimum 0,5730, dan standar deviasi 0,0912065. Hal ini berarti bahwa rata-rata kepemilikan saham oleh manajerial pada perusahaan sampel masih rendah hanya sebesar 3,4539%. Pada variabel INDP menunjukkan nilai rata-rata 0,428820; nilai minimum 0,3000; nilai maksimum 0,7500 dengan standar deviasi sebesar 0,1110064. Rata-rata variabel komisaris independen (INDP) sebesar 0,428820 berarti rata-rata dari perusahaan sampel memiliki komisaris independen sebesar 42,8820%. Hal ini telah sesuai dengan Surat Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) Nomor: Kep 305/ BEJ/07-2004 yang menyatakan bahwa minimal proporsi komisaris independen didewan adalah 30%.

Variabel SIZE adalah nilai rata-rata 14,9529; nilai minimum 11,03; nilai maksimum 20,13; dengan standar deviasi sebesar 2,14572. Nilai minimum dari variabel kontrol size 11,03 menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel mempunyai asset yang kecil. Variabel Profitabilitas (PROF) menunjukkan nilai rata-rata 0,103118; nilai minimum 0,0008; nilai maksimum 0,4256, dengan standar deviasi sebesar 0,0901519. Tingkat profitabilitas dari perusahaan sampel termasuk tinggi,

Hal ini dilihat dari nilai rata-rata dari profitabilitas yang mendekati nilai maksimumnya.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Hasil uji normalitas model penelitian 1 dan 2 data menunjukkan tidak normal, setelah dilakukan *outlier* data menjadi normal. Dengan nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih dari 0,05.

Hasil uji multikolinieritas tampak bahwa masing-masing variabel independen terdiagnosa tidak memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,10 yang berarti tidak korelasi antara variabel independen yang nilainya lebih dari 95%, demikian juga dengan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) masing-masing variabel tidak memiliki nilai lebih dari 10 untuk semua variabel penelitian. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2011).

Hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan nilai probabilitas semua variabel signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Uji Hausman dilakukan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah variabel-variabel endogen dalam persamaan ini saling berkorelasi secara dua arah. Berikut adalah hasil uji Hausman untuk variabel dependen DPR.

Hasil uji hausman menunjukkan bahwa tidak ada korelasi antara variabel dependen kebijakan dividen (DPR) dengan variabel independen kebijakan utang (DTA) dan sebaliknya. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitas *Unstandardized residual* DTA dan

DPR 0,389, lebih besar dari tingkat signifikansi yaitu 0,05.

Hasil Uji Hipotesis

Hasil pengujian signifikansi uji model regresi pada model 1 diperoleh nilai F sebesar 4,703 dengan signifikansi 0,000. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 mengindikasikan bahwa kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) secara bersama-sama (serentak) dipengaruhi oleh variabel independen kepemilikan manajerial (MOWNER), PROF, SIZE, INDP, DTA, serta moderasi antara MOWNER dengan INDP. Hasil pengujian signifikansi uji model regresi pada model 1 diperoleh nilai F sebesar 18,983 dengan signifikansi 0,000. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 mengindikasikan bahwa kebijakan utang yang diprosikan dengan *debt to total assets* (DTA) secara bersama-sama (serentak) dipengaruhi oleh variabel independen kepemilikan manajerial (MOWNER), PROF, SIZE, INDP, DPR, serta moderasi antara MOWNER dengan INDP.

Hasil uji determinasi untuk model 1 menunjukkan bahwa koefisien determinasi menunjukkan nilai *Adjusted R²* sebesar 0,075. Hal ini berarti bahwa 7,5% variabel DPR dapat dijelaskan oleh variabel independen kepemilikan manajerial (MOWNER), PROF, SIZE, INDP, DTA, serta moderasi antara MOWNER dengan INDP. Sedangkan sisanya sebesar 92,5 % dipengaruhi oleh variabel lain diluar regresi. Sedangkan pada model 2 nilai koefisien determinasi *Adjusted R²* adalah sebesar 0,283. Hal ini berarti bahwa yang berarti bahwa 28,3% variabel DTA dapat dijelaskan oleh

variabel independen kepemilikan manajerial (MOWNER), PROF, SIZE, INDP, DPR, serta moderasi antara MOWNER dengan INDP. Sedangkan sisanya sebesar 71,7 % dipengaruhi oleh variabel lain diluar regresi.

Hasil uji t hipotesis 1 nilai signifikansi 0,012 lebih kecil dari 0,05 berarti bahwa MOWNER secara parsial berpengaruh terhadap DPR. Meskipun berpengaruh signifikan, namun arahnya menunjukkan negatif hal ini berarti hipotesis 1 **tidak terbukti secara empiris.**

Hasil uji t hipotesis 2 interaksi antara MOWNER dengan INDP nilai signifikansi 0,050 lebih kecil atau sama dengan 0,05 berarti bahwa interaksi antara MOWNER dengan INDP berpengaruh terhadap DPR. Sehingga hipotesis 2 **terbukti secara empiris.**

Hasil uji t hipotesis 3 nilai signifikansi 0,065 lebih besar dari 0,05 berarti bahwa MOWNER secara parsial tidak berpengaruh terhadap DTA. Sehingga hipotesis 3 **tidak terbukti secara empiris.**

Hasil uji t hipotesis 4 nilai signifikansi 0,545 lebih besar dari 0,05 berarti bahwa interaksi antara MOWNER dengan INDP tidak berpengaruh terhadap DTA. Hal ini berarti hipotesis 4 **tidak terbukti secara empiris.**

Pembahasan

Hasil pada hipotesis 1 tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Hal ini mungkin dikarenakan Kepemilikan Manajerial pada 65 perusahaan publik di Indonesia yang menjadi sampel cenderung masih rendah. Hal tersebut dapat dilihat rata-rata statistik deskriptif dari Kepemilikan

Manajerial yaitu sebesar 3,4539%. Dibandingkan dengan aturan KEPUTUSAN DIREKSI PT BURSA EFEK JAKARTA NOMOR : Kep-305/BEJ/07-2004 yang menyatakan bahwa kepemilikan saham minimal 5% atau lebih harus dilaporkan. Sedangkan rata-rata perusahaan sampel mempunyai rasio pembayaran dividen (DPR) yang tinggi yaitu sebesar 36,5594%. Dengan demikian, Kepemilikan Manajerial belum mampu menjadi mekanisme untuk menentukan besarnya rasio pembayaran dividen (DPR) kepada para pemegang saham karena hasil penelitian menunjukkan sebaliknya.

Pengaruh negatif pada hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial yang merupakan salah satu mekanisme dari *corporate governance* adalah alat kontrol yang efektif dalam mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Manajer yang sekaligus sebagai pemegang saham tidak bertindak oportunistik dengan mengharapkan *return* yang tinggi dikarenakan manajer menganggap bahwa dengan tingkat laba yang tinggi diharapkan dapat untuk membiayai investasi dan ekspansi perusahaan di masa depan. Akan lebih baik menggunakan modal dari internal, daripada mencari dana dari sumber eksternal. Sementara penelitian dari Warrad, dkk. (2012) dan

Gharaibeh, dkk. (2013) menemukan bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen (DPR) yang diprosikan dengan Tobin's Q.

Komisaris Independen (INDP) pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian sudah menunjukkan proporsi yang relatif baik, yaitu rata-rata variabel komisaris independen (INDP) sebesar 0,428820 berarti rata-rata dari perusahaan sampel memiliki komisaris independen sebesar 42,8820%. Hal ini telah sesuai dengan Surat Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) Nomor: Kep 305/ BEJ/07-2004 yang mewajibkan bahwa perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia memiliki minimal proporsi komisaris independen di dalam adalah 30%.

Hasil pengujian hipotesis yang menunjukkan bahwa hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan kebijakan dividen (DPR) dimoderasi oleh Komisaris Independen terbukti dan mendukung penelitian dari Jensen & Meckling (1976) yang menyatakan bahwa pengawasan dari luar (Komisaris Independen) diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan antara prinsipal dan agen berkaitan dengan kebijakan dividen perusahaan. Bahwa dalam menyelesaikan masalah agensi, keberadaan pengawas dari luar (Komisaris Independen) sangat diperlukan, semakin banyak jumlah pengawas tersebut maka kemungkinan terjadinya konflik antara pemilik dan manajer akan semakin rendah (Jensen & Meckling, 1976).

Hasil pada hipotesis 3 tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Hal ini mungkin dikarenakan Kepemilikan Manajerial pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia cenderung masih rendah, dengan rata-rata kepemilikan 3,4539%.

Sedangkan rata-rata perusahaan sampel mempunyai rasio utang terhadap aset (DTA) yang tinggi yaitu sebesar 50,91%. Hasil penelitian ini menemukan bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh tetapi berhubungan positif terhadap Kebijakan Utang (DTA) pada perusahaan publik yang terdaftar di BEI. Hasil ini menunjukkan bahwa manajer tidak bertindak oportunistik melalui kebijakan utang perusahaan. Sehingga kepemilikan manajerial dapat menggantikan peranan utang dalam mengurangi masalah keagenan. Hal sesuai dengan penelitian dari Nasrizal dkk. (2010) yang menemukan ada hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang mengindikasikan semakin meningkatnya utang akan memperkecil penggunaan pajak yang akan dibayar perusahaan, sehingga penggunaan utang akan menguntungkan perusahaan. Dengan menghemat membayar pajak maka akan menaikkan nilai perusahaan dan akan menaikkan harga saham, sehingga manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya (Nasrizal dkk., 2010).

Hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa Komisaris independen tidak memoderasi hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan kebijakan utang (DTA). Tidak adanya pengaruh moderasi komisaris independen pada hubungan kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang dikarenakan data pada penelitian menunjukkan tingginya rasio utang terhadap aset (50,91%). Besar kecilnya utang tidak ditentukan oleh adanya kepemilikan manajerial. Hasil juga menunjukkan bahwa tidak ada tindakan oportunistik

yang dilakukan oleh manajer terkait dengan kebijakan utang perusahaan. Pengawasan oleh komisaris independen sudah efektif sehingga tidak memerlukan pengawasan tambahan pihak luar (kreditur). Hasil ini sesuai dengan penelitian dari Atmaja (2010) bahwa keberadaan komisaris dari luar (independen) tidak memoderasi hubungan antara perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan keluarga dengan kebijakan utang (DTA).

Analisis Tambahan

Hasil pengujian interdependensi menggunakan uji Hausman antara variabel kebijakan dividen dengan kebijakan utang tidak signifikan. Artinya bahwa tidak ada hubungan interdependensi atau pengaruh antara keduanya. Hasil ini didukung penelitian dari Putri & Nasir (2006) yang menemukan bahwa kebijakan dividen tidak ada hubungan interdependensi atau saling mempengaruhi antara kebijakan dividen dengan kebijakan utang, demikian juga sebaliknya. Terkait dengan *packing order theory* bahwa perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini lebih cenderung menggunakan dana internal perusahaan untuk membiayai investasi perusahaan dibandingkan menggunakan utang.

Kesimpulan

Penelitian ini mempunyai kesimpulan sebagai berikut

1. Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial (MOWNER) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen (DPR).

2. Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa bahwa interaksi antara variabel Kepemilikan Manajerial (MOWNER) dan Komisaris Independen (INDP) secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan dividen (DPR).
3. Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial (MOWNER) tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang (DTA).
4. Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa bahwa Komisaris Independen (INDP) tidak memoderasi hubungan antara variabel Kepemilikan Manajerial (MOWNER) dengan kebijakan utang (DTA).

Implikasi

Implikasi dari penelitian ini adalah sebagai berikut

1. Secara praktik hasil penelitian berimplikasi pada efektivitas dari fungsi monitoring dari kepemilikan manajerial pada perusahaan yang terdaftar di BEI. Kepemilikan manajerial ini merupakan salah satu mekanisme dari *good corporate governance* (GCG) yang dirancang guna mengurangi konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa manajer tidak bertindak oportunistik untuk menguntungkan diri sendiri baik melalui kebijakan dividen maupun kebijakan utang.
2. Implikasi kedua bahwa dengan adanya komisaris independen pada perusahaan-perusahaan

publik yang terdaftar di BEI dapat menekan konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Hal ini dilakukan oleh komisaris independen dengan cara memberikan persetujuan kepada manajemen untuk meningkatkan pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Demikian juga mekanisme monitoring dalam *good corporate governance* melalui kepemilikan manajerial dan komisaris independen terbukti efektif. Sehingga tidak diperlukan lagi pengawasan dari luar (kreditur).

Keterbatasan

Penelitian yang dilakukan ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan yang dihadapi, seperti :

1. Meskipun hasil penelitian dapat digeneralisir kesemua jenis industri, namun jumlah sampel dalam penelitian ini hanya 65 perusahaan saja. Hal ini dikarenakan menggunakan data panel yang bersifat *cross-sectional* dan *time series (balance pooling data)*, sehingga data yang diperoleh sedikit.
2. Hasil penelitian menunjukkan *adjusted R Square* pada model pertama rendah, sebesar 7,5% dibandingkan penelitian Efni (2011) dengan nilai R^2 34,58%. Kondisi demikian menunjukkan bahwa kemampuan variabel bebas (Kepemilikan Manajerial) dan variabel moderasi (Komisaris Independen) terhadap variabel terikat Kebijakan dividen (DPR) adalah lemah.

Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian di atas maka saran-saran yang dapat diberikan kepada peneliti selanjutnya, diantaranya:

1. Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan metode pengumpulan data yang lain, misalnya metode *unbalance pooling data*, sehingga kemungkinan sampel yang didapatkan akan lebih banyak.
2. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel-variabel lain (misalkan profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak dijadikan variabel kontrol, tetapi variabel independen) yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan kebijakan utang

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, T. (2012). Dewan Komisaris dan Transparansi: Teori Keagenan atau Teori Stewardship. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.16 No. 1, Hal 1-12.
- Afzal, M., & Sehrish, S. (2011). Ownership Structure, Board Composition and Dividend Policy in Pakistan. *3rd SAICON: International Conference on Management, Business Ethics and Economics (ICMBEE)*.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 No. 3, pp. 377-397.
- Ahmad, A. W., & Septriani, Y. (2008). Konflik Keagenan: tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, Vol. 3, No.2.
- Atmaja, L. S. (2010). Dividend and Debt Policies of Family Controlled Firms. *International Journal of Managerial Finance*, pp. 128-142.
- Bapepam-LK. (2006, Desember 7). Peraturan No. X.K.6: Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan Bagi Emiten Atau Perusahaan Publik. *Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-134/BL/2006*.
- BEJ, (2004, Juli 19). Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor: Kep-305/BEJ/07-2004. *Tentang Peraturan Nomor I-A Tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham yang diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat*, p. 41.
- Belden, S., Fister, T., & Knapp, B. (2005). Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs? *Business and Society Review*, Vol. 10, No. 2, pp. 171-180.
- Boediono, G. S. (2005). Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance. *Simpodium Nasional Akuntansi 8 Solo*, pp. 172-194.
- Difah, S. S. (2011). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan BUMN yang

- Terdaftar Di BEI Periode Tahun 2004-2009. *Universitas Diponegoro*. Semarang.
- Efni, Y. (2011). Analisis Kebijakan Pendanaan, Kepemilikan Manajerial, dan Aliran Kas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Non Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *jurnal Ekonomi Universitas Riau*, Vol. 19, No. 1.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14 No. 1, pp. 57-74.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). *Debt and Corporate Governance*. Working Paper Vanderbilt University, Nashville, TN.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problem and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 3, pp. 819-843.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics, Corporations and Private Property: A Conference*, Vol. 26, No. 2, pp. 301-325.
- Gharaibeh, M. A., Zurigat, Z., & Al-Harashseh, K. (2013). The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4 No. 9, pp. 769-796.
- Ghozali, Imam. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gillette, A. B., Noe, T. H., & Rebello, M. J. (2008). Board structures around the world: An experimental investigation. *Review of Finance*, Vol. 12, pp. 93-140.
- Gitosudarmo, I., & Basri, H. (2002). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Cetakan Pertama. BPPE.
- Gordon, J. N. (2007). The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005 of Shareholder Value and Stock Market Prices. *Stanford Law Review*, Vol. 59, pp. 1465-568.
- Hadiwidjaja, R. D. (2008). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Universitas Sumatera Utara e-Repository. Medan*.
- Hartoyo. (2009). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi DPR Perusahaan Manufaktur di BEI Periode 2005-2007. *Magister Akuntansi. Universitas Diponegoro*.
- Harun, A. (2010). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel

- Moderating pada Perusahaan Jasa di BEI. *Sekolah Pascasarjana Universitas Sumatera Utara*,
- Herawaty, V. (2008). Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 10 No. 2, pp. 97-108.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 78 No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Joher, H., Ali, M., & Nazrul. (2006). The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 5, No. 5, pp. 51-64.
- KNKG. (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: Komite Nasional Kebijakan Governance.
- Kurniasari, A. (2011). Pengaruh Diversifikasi Korporat Terhadap Kinerja Perusahaan dan Risiko dengan Moderasi Kepemilikan manajerial. *Universitas Diponegoro. Semarang*, Skripsi. Tidak Dipublikasikan.
- Larasati, E. (2011). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Vol. 16 No. 2.
- Mamduh. (2004). *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Yogyakarta: BPFE.
- Manan, A. (2004). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang pada Industri Keuangan yang Go Public di BEJ Tahun 1999-2002. *Tesis. Pascasarjana. Universitas Diponegoro*.
- Mulianti, F. M. (2010). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Magister Akuntansi Universitas Diponegoro*.
- Myers, S. C. (1984). CAPITAL STRUCTURE PUZZLE.
- Nasrizal, Kamaliah, & Syafitri, T. R. (2010). Analisis Pengaruh Free Cah Flow, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Kepemilikan Saham Institusional Terhadap Kebijakan Hutang. *Ejournal. Fakultas Ekonomi. Universitas Riau*, Vol. 18, No. 4.
- Penman, S. H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: The MC Graw-Hill Companies.
- Pradessya, P. (2006). Pengaruh Insider Ownership, Dispersion of Ownership, Free Cash Flow, Collaterizable Assets Dan

- Tingkat Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen. *Fakultas Ekonomi. Universitas Islam Indonesia.*
- Purba, L. J. (2011). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Skripsi. Fakultas Ekonomi. Universitas Diponegoro.*
- Putri, I. F., & Nasir, M. (2006). Analisis Persamaan simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang.*
- Riyanto, Bambang. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan.* Edisi keempat. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Rizal, M. S. (2007). Analisis Pengaruh Manajerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Payout Ratio dan Return on Asset Terhadap Capital Structure. *Tesis. Magister Manajemen. Universitas Diponegoro.*
- Rozeff, M. S. (1982). Growth. *Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*, Vol. V No. 3, pp. 249-259.
- Santoso, H. D. (2012). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Skripsi. Universitas Diponegoro.*
- Schellenger, M. H., Wood, D. D., & Tashakori, A. (1989). Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy. *Journal of Management*, Vol. 15, No. 3, pp. 457-467.
- Sekaran, U. (2007). *Metodologi Penelitian Untuk Bisnis Edisi Empat.* Jakarta: Salemba Empat.
- Siallagan, H., & Machfoedz, M. (2006). Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang.*
- Sofyaningsih, S., & Hardiningsih, P. (2011). Struktur Kepemilikan, Kebijakan dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. 3 No. 1, Hal: 68 - 87.
- Sundjaja, R., & Barlian, I. (2002). *Manajemen Keuangan 2.* Jakarta: PT Prenhallindo.
- Suranta, E., & Machfoedz, M. (2003). Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi. *Simposium Nasional Akuntansi 6 Surabaya.*
- Susilawati, C. D., Agustina, L., & Tin, S. (2012). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.16, No.2, hlm. 178-187.
- Sutojo, S., & Aldridge, E. J. (2008). *Good Corporate Governance. Tata Kelola Perusahaan yang Sehat.* PT. Damar Mulia Pustaka.

- Syah, S. Z., Ullah, W., & Hasnain, B. (2011). Impact of Ownership Structure on dividend Policy of Firm (Evidence from Pakistan). *International Conference on E-business, Management and Economics*, IPEDR Vo. 3.
- Ullah, H., & Khan, S. (2012). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Market. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3, No. 9, pp. 298-307.
- Warrad, L., Abed, S., Khriasat, O., & Al-Sheikh, I. (2012). The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 2, pp. 187-195.
- Yadnyana, I. K., & Wati, N. W. (2011). Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan Manufaktur yang Go Public. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 15, No. 1, Hal. 58-65.
- Yeniatie, & Destriana, N. (2010). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 1, PP. 1-16.