

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL,  
KEBIJAKAN UTANG, KEBIJAKAN DIVIDEN  
TERHADAP KINERJA KEUANGAN DAN BIAYA AGENSI  
(Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)**

---

**Yuni Kusuma Arumsari**

(Pascasarjana, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang)

**Djumahir**

(Universitas Brawijaya Malang)

**Siti Aisjah**

(Universitas Brawijaya Malang)

**ABSTRACT**

*This study aims to analyze and explain the effect of managerial ownership, debt policy, dividend policy on financial performance and agency costs in manufacturing companies in Indonesia. This study used quantitative methods with positivism approach. 20 research object manufacturing company. Collecting data using secondary data from annual reports and financial statements. Data were analyzed using path analysis.*

*The analysis showed that managerial ownership, debt policy, dividend policy affect the financial performance; managerial ownership, debt policy, dividend policy, and financial performance affects the agency costs. The implication of this research is a manufacturing company needs to continue to pay attention to the shares owned by the portion of managerial control in the company, debt management and distribution of large dividends. Thirdly it will lead to improved financial performance so that conflicts of interest and agency costs will decrease.*

*managerial ownership, debt policy, dividend policy, financial performance, agency costs*

**Keywords :**

*Managerial ownership, debt policy, dividend policy, financial performance, agency costs*

**ABSTRAK**

*Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan dan biaya agensi pada perusahaan manufaktur Indonesia. Penelitian*

*ini menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan positivism. Objek penelitian 20 perusahaan manufaktur. Pengumpulan data menggunakan data sekunder yang berasal dari laporan tahunan dan laporan keuangan. Analisis data menggunakan Analisis Jalur.*

*Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen berpengaruh terhadap kinerja keuangan; kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, dan kinerja keuangan berpengaruh terhadap biaya agensi. Implikasi hasil penelitian ini adalah perusahaan manufaktur perlu untuk terus memperhatikan besar saham manajerial yang dimiliki dengan porsi pengawasan dalam perusahaan, pengelolaan utang dan pembagian besar dividen. Ketiga hal tersebut akan mendorong meningkatnya kinerja keuangan sehingga konflik kepentingan dan biaya agensi akan menurun.*

*kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kinerja keuangan, biaya agensi*

**Keywords :**

*Kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kinerja keuangan, biaya agensi*

## PENDAHULUAN

### 1. Latar Belakang

Perusahaan dijelaskan sebagai hubungan eksplisit atau implisit antara dua pihak yang terikat dalam suatu kontrak yaitu pihak: para pemegang saham (prinsipal), dan manajemen (*agent*), dimana pihak kedua bertugas untuk melakukan kegiatan tertentu untuk pihak pertama dan berwenang untuk mengambil keputusan atas namanya (Alfadhl dan Alabdullah, 2013). Pemilik modal atau pemegang saham, *debtholders*, dan manajemen adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingannya masing-masing dalam perusahaan. Teori keagenan menjelaskan bahwa jika terdapat pemisahan antara pihak agen dan prinsipal maka dapat mengakibatkan munculnya potensi konflik.

Konflik kepentingan dan masalah keagenan perlu diatasi sehingga masing-masing pihak terpenuhi semua tujuannya. Dalam kondisi seperti ini diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak (Boediono, 2005). Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (biaya agensi). Biaya keagenan mengacu kepada biaya-biaya akibat terjadinya konflik kepentingan antara pemilik modal atau pemegang saham dan para manajer. Biaya agensi terutama timbul karena biaya kontrak dan perbedaan kontrol, pemisahan kepemilikan dan kontrol serta tujuan manajer yang berbeda (bukan maksimalisasi pemegang saham).

Menurut Bathala et al., (1994); terdapat beberapa cara yang digunakan untuk mengurangi konflik kepentingan, yaitu: a) meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (*insider ownership*), b) meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih (*earning after tax*), c) meningkatkan sumber pendanaan melalui utang, d) kepemilikan saham oleh institusi

(institutional holdings). Hal ini juga diperkuat oleh Crutchley et al., (1999); Mursalim (2009); Setiana dan Sibagariang (2013) yang juga mengatakan bahwa untuk mengurangi agency problem ini dapat dilakukan meningkatkan peran outsider dalam monitoring perusahaan, eksistensi kepemilikan manajerial, peningkatan pembayaran dividen dan pendanaan melalui utang.

Beberapa penelitian terdahulu yang membahas tentang kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kinerja keuangan dan biaya agensi seperti contohnya yang dilakukan oleh Li dan Shun (2011); Mardiyati, Ahmad dan Putri (2012); Uwuigbe, Jafaru dan Ayaji (2012); Vasconcelos (2012); Chahkhooi, Abedini dan Armin (2013); Alfadhil dan Alabdullah (2013); Hayatbakhsh dan Maghariee (2013); Kieschnick *et al.*, (2008). Penelitian terdahulu ini memiliki berbagai hasil baik itu signifikan atau tidak signifikan terkait dengan tema kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kinerja keuangan dan biaya agensi.

Penelitian ini merupakan replikasi dan perbaikan dari penelitian yang dilakukan oleh Alfadhil dan Alabdullah (2013). Penelitian dikembangkan dengan memasukkan kebijakan dividen, untuk memastikan bahwa selain adanya kontrol dari kreditur, fungsi pengawasan dari pasar modal diharapkan mampu untuk memberikan bukti empiris yang mampu memberikan kontrol terhadap perilaku manajer perusahaan. Fokus utama penelitian ini adalah biaya agensi. Objek penelitian yang dipilih adalah perusahaan manufaktur di Indonesia karena perusahaan manufaktur mempunyai peranan penting dalam perekonomian Indonesia. Sektor manufaktur merupakan sektor terbesar yang memberikan kontribusi dalam hal penyerapan tenaga kerja dan penghasilan devisa negara dari ekspor. Keterkaitan sektor perusahaan manufaktur yang sangat luas dengan sektor-sektor lainnya didalam perekonomian, dan juga diantara berbagai subsektor di dalam sektor perusahaan manufaktur itu sendiri, membuat posisinya amat strategis. Sektor manufaktur diyakini sebagai sektor yang dapat memimpin sektor-sektor lain dalam sebuah perekonomian menuju kemajuan. Dengan kompleksnya peranan sektor manufaktur serta adanya berbagai risiko yang melekat pada berbagai aktivitasnya maka besar kemungkinan terjadinya masalah keagenan pada perusahaan manufaktur.

Berdasarkan deskripsi di atas terdapat dua *research gap*, yang pertama adalah pengembangan dari penelitian Alfadhil dan Alabdullah (2013) serta kontradiksi dari penelitian terdahulu yang menunjukkan adanya ketidakkonsistenan hasil yang diperoleh oleh peneliti yang berbeda. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan dengan tujuan: (1) Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan; (2) Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen dan kinerja keuangan terhadap biaya agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset.

## **2. Literature Review**

### **2.1 Kepemilikan Manajerial**

Menurut Zaroni (2004) ada tiga jenis karakter kepemilikan dalam perusahaan, yaitu (1) kepemilikan menyebar (*dispersed ownership*), (2) kepemilikan terkonsentrasi (*closely held*) dan (3) kepemilikan dalam BUMN. Pada bentuk kepemilikan menyebar (banyak pemilik dengan prosentase kepemilikan yang kecil), konflik keagenan terjadi pada manajer yang memiliki posisi kuat serta pemegang saham yang posisinya lemah karena jumlah

kepemilikannya relatif kecil. Pada kepemilikan terkonsentrasi, konflik terjadi antara dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling interest* (pemegang saham mayoritas) dan *minority interest/shareholders* (pemegang saham minoritas). Sedangkan pada kepemilikan BUMN, pemiliknya tidak dapat mengontrol secara langsung perusahaannya. Pemilik hanya diwakili oleh pejabat yang ditunjuk. Dalam bentuk ini kesepakatan bisa terjadi antara wakil pemilik dengan manajemen, wakil pemilik dan pihak manajemen dengan kreditur.

## 2.2 Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan utang (Mardiyati, Ahmad dan Putri, 2012). Kebijakan utang perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan (dana) dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Setiana dan Sibagariang 2013). Kebijakan utang perusahaan merupakan kebijakan yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan.

## 2.3 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan (Weston and Coopeland, 1996:125). Kebijakan dividen menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, dan laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau laba yang ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan 1998: 381).

## 2.4 Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan merupakan hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Oleh karena itu untuk menilai kinerja keuangan suatu perusahaan, perlu dilibatkan analisa dampak keuangan kumulatif dan ekonomi dari keputusan dan mempertimbangkannya dengan menggunakan ukuran komparatif. Lindrawati *et al.*, (2008) pengukuran kinerja adalah proses menentukan seberapa baik aktivitas bisnis dilakukan untuk mencapai tujuan, strategi, mengeliminasi pemborosan-pemborosan dan menyajikan informasi tepat waktu untuk melakukan penyempurnaan secara berkesinambungan. Kinerja perusahaan yang baik mempengaruhi kemudahan perusahaan untuk memperoleh pinjaman, mempengaruhi keputusan investor dalam menanamkan modalnya dan bagi masa depan perusahaan.

## 2.5 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan (Modigliani dan Miller, 1958). Nilai perusahaan juga ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *cash flow* pada masa sekarang dan masa mendatang. *Cash flow* tersebut disebut *free cash flow* bukan karena mereka bebas, tetapi karena kas tersebut tersedia (bebas) untuk didistribusikan kepada semua investor perusahaan, baik kreditur maupun pemegang saham (Brigham dan Ehrhardt, 2005: 9) dalam Siallagan dan Machfoedz (2006). Nilai perusahaan dapat dilihat melalui nilai pasar atau nilai buku perusahaan dari ekuitasnya.

## 2.6 Teori Agensi

Perusahaan dikelola dengan adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan atau manajerial. Pemisahan fungsi membentuk suatu hubungan keagenan yang biasa disebut teori agensi. Teori Agensi yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976)

berpandangan bahwa *agency relationship* merupakan sebuah ikatan kerja satu orang atau lebih sebagai pemegang saham perusahaan (prinsipal) yang menunjuk pihak lain (agen) untuk memberikan pelayanan dan pengambilan keputusan atas nama prinsipal. Biaya agensi merupakan biaya yang timbul karena konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Jensen dan Meckling (1976) mengklasifikasikan biaya agensi ke dalam biaya pemantauan manajer oleh pemegang saham, biaya ikatan, dan kehilangan sisa.

### 3. Hipotesis Penelitian

#### 3.1 Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan

Mudambi dan Nicosia (1998) melakukan penelitian sejenis menggunakan data dari 111 industri jasa keuangan Inggris. Indahningrum dan Handayani (2009) menemukan bahwa kepemilikan manajerial, dividen, dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan Fauzi dan Locke (2012) meneliti peran struktur dewan dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan pada 79 perusahaan yang terdaftar di New Zealand Stock Exchange (NZX) menemukan bahwa dewan direksi, komite dewan, dan kepemilikan manajerial memiliki dampak positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dihipotesiskan bahwa

$H_1$  : *Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kinerja keuangan*

#### 3.2 Kebijakan Utang dan Kinerja Keuangan

Indahningrum dan Handayani (2009) bahwa kepemilikan manajerial, dividen, dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang. Li dan Shun (2011) profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas memiliki pengaruh signifikan ariable terhadap *leverage*. *Leverage* memiliki pengaruh nyata ariable terhadap nilai perusahaan, *leverage* menjadi ariable mediator dalam pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Amran dan Ahmad (2011) menguji mekanisme dewan dan kinerja perusahaan keluarga menggunakan tiga indikator kinerja pada 189 perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Malaysia pada tahun 2003-2007. Mardiyati, Ahmad dan Putri (2012) menguji pengaruh kebijakan dividen, kebijakan utang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan mempertimbangkan tata kelola perusahaan yang baik sebagai variabel kontrol. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dihipotesiskan bahwa

$H_2$  : *Kebijakan utang berpengaruh terhadap kinerja keuangan*

#### 3.1.3 Kebijakan Dividen dan Kinerja Keuangan

Indahningrum dan Handayani (2009) menemukan bahwa kepemilikan manajerial, dividen, dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan Uwuigbe, Jafaru dan Ayaji (2012) menemukan bahwa ada hubungan positif yang signifikan antara kinerja perusahaan dan pembayaran dividen dari perusahaan sampel di Nigeria. Hasil penelitian Mardiyati, Ahmad dan Putri (2012) menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan utang positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas

positif signifikan. Kebijakan utang negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dihipotesiskan bahwa

$H_3$  : *Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kinerja keuangan*

### 3.4 Kepemilikan Manajerial dan Biaya Agensi

Penelitian Mustapha dan Ahmad (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial di berbagai segmen memiliki hubungan terbalik dengan jumlah biaya *monitoring* seperti yang diperkirakan dalam teori keagenan. Chahkhooi, Abedini dan Armin (2013) menunjukkan bahwa antara kepemilikan manajemen dan biaya agen dan audit, ada korelasi yang signifikan. Alfadhil dan Alabdullah (2013) variabel kepemilikan mengkonfirmasi ada hubungan yang signifikan dan non-linier antara kepemilikan manajerial dan *agency cost* kepemilikan, dan hubungan tersebut dipengaruhi oleh kinerja perusahaan. Erkaningrum (2013) bukti empiris interaksi antara kepemilikan insider, kebijakan dividen, kebijakan utang, keputusan investasi, dan risiko bisnis membantu dalam kebijakan keuangan dan meminimalkan masalah keagenan. Moussa dan Chichti (2014) menunjukkan bahwa kebijakan utang dan kebijakan dividen adalah dua mekanisme dalam mengurangi arus kas bebas. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dihipotesiskan bahwa

$H_4$  : *Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap biaya agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset*

### 3.5 Kebijakan Utang dan Biaya Agensi

Erkaningrum (2013) bukti empiris interaksi antara kepemilikan insider, kebijakan dividen, kebijakan utang, keputusan investasi, dan risiko bisnis membantu dalam kebijakan keuangan dan meminimalkan masalah keagenan. Moussa dan Chichti (2014) menunjukkan bahwa kebijakan utang dan kebijakan dividen adalah dua mekanisme dalam mengurangi arus kas bebas. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dihipotesiskan bahwa

$H_5$  : *Kebijakan utang berpengaruh terhadap biaya agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset*

### 3.6 Kebijakan Dividen dan Biaya Agensi

Djumahir (2009) melakukan penelitian dengan hasil (1) Variabel *Dispersion of Ownership, Institutional Ownership, Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen. (2) Variabel *Dispersion of Ownership, Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan dividen, kecuali variabel *Institutional Ownership*. (3) Variabel yang paling dominan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen adalah *Variabel Free Cash*. tentang biaya agensi. Al-Kuwari (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah dan profitabilitas perusahaan meningkatkan kemungkinan membayar dividen, sedangkan *leverage ratio* menurunkan probabilitas, temuan lainnya bahwa membayar dividen untuk mengurangi konflik keagenan dan menghindari pemanfaatan pemegang saham minoritas. Hayatbakhsh dan Maghariee (2013) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu tantangan terbesar yang telah lama menjadi pusat perhatian peneliti keuangan. Erkaningrum (2013) bukti empiris interaksi antara kepemilikan insider, kebijakan dividen, kebijakan utang, keputusan investasi, dan risiko bisnis membantu dalam kebijakan keuangan dan meminimalkan masalah keagenan. Moussa dan Chichti (2014) menunjukkan bahwa

kebijakan utang dan kebijakan dividen adalah dua mekanisme dalam mengurangi arus kas bebas. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dihipotesiskan bahwa

$H_6$  : *Kebijakan dividen berpengaruh terhadap biaya agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset*

### 3,7 Kinerja Keuangan dan Biaya Agensi

Antoniadis *et al.*, (2008) nilai perusahaan dimana terdapat pemisahan kepemilikan dan kontrol, menurun ketika tingkat konsentrasi kepemilikan tinggi. Kieschnick *et al.*, (2008) menemukan bahwa manajemen modal kerja penting untuk nilai perusahaan dan biaya agensi memiliki pengaruh pada hubungan antara manajemen modal kerja dan nilai perusahaan. Wang (2010) menemukan bahwa ada hubungan antara *free cash flow*, biaya agensi dan kinerja keuangan sedangkan Vasconcelos (2012) menemukan bahwa ada hubungan antara biaya agensi dan nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut maka dapat dihipotesiskan bahwa

$H_7$  : *Kinerja keuangan berpengaruh terhadap biaya agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset*

## 4. Methodology of the research

### 4.1 Konteks Penelitian

Berdasarkan permasalahan, tujuan dan teori yang ada maka penelitian menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan *positivism* dengan bentuk penelitian asosiatif

### 4.2 Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan metode sensus karena seluruh anggota populasi masuk ke dalam objek kajian penelitian. Berdasarkan kriteria populasi didapatkan perusahaan yang menjadi sampel penelitian yang berjumlah 20 perusahaan. Perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah Polychem Indonesia Tbk, Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, Astra International Tbk, Astra Otoparts Tbk, Indo Kordsa Tbk, Delta Djakarta Tbk, Ever Shine Textile Industry Tbk, Gudang Garam Tbk, Indo-Rama Synthetics Tbk, Indospring Tbk, Multi Bintang Indonesia Tbk, Mayora Indah Tbk, Nipress Tbk, Prima Alloy Steel Universal Tbk, Pyridam Farma Tbk Holcim Indonesia Tbk, Semen Indonesia (Persero) Tbk, Selamat Sempurna Tbk, Tempo Scan Pacific Tbk, Ultrajaya Milk Industry & Trading Co. Tbk.

### 4.3 Variabel Penelitian dan Pengukuran

#### 4.3.1 Variabel Independen

##### a. Kepemilikan Manajerial ( $X_1$ )

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar (Boediono, 2005; Mardiyati, Ahmad dan Putri, 2012) atau merupakan persentase saham yang dimiliki oleh manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi).

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki manajerial}}{\text{Seluruh saham yang beredar}}$$

b. Kebijakan Utang ( $X_2$ )

Kebijakan utang diukur dengan membagi jumlah utang jangka panjang dengan jumlah utang jangka panjang ditambah ekuitas. Rasio ini mengukur seberapa besar pendanaan jangka panjang perusahaan yang dibiayai kreditur jangka panjang. Kebijakan utang diproksikan menggunakan model rumusan seperti yang dilakukan oleh Hatfield, Cheng dan Davidson (1994); Christiawan dan Tarigan (2007) sebagai berikut:

c. Kebijakan Dividen ( $X_3$ )

Kebijakan dividen menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa besar keuntungan yang dibagikan pada pemegang saham dan berapa yang disimpan di perusahaan (Mardiyati, Ahmad dan Putri, 2012). Kebijakan dividen diproksikan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) seperti yang dilakukan oleh Gill, Briger dan Tribewala (2010); Adediran dan Alade (2013) dengan model rumusan sebagai berikut:

## 4.3.1 Variabel Dependen

a. Kinerja Keuangan ( $Y_1$ )

Kinerja keuangan pada penelitian ini menggunakan nilai perusahaan. Nilai perusahaan *diukur* menggunakan rasio *Tobin's Q*. *Tobin's Q* menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap unit moneter investasi inkremental. *Tobin's Q* merupakan ukuran yang lebih teliti mengenai keefektifan manajemen memanfaatkan sumber-sumber daya ekonomis (Weston dan Copeland, 2000: 245). Model untuk menilai besarnya *Tobin's Q* perusahaan mengacu pada rumusan yang digunakan oleh Klapper dan Love (2002) yaitu:

Keterangan:

Q = Nilai perusahaan

EMV = Nilai pasar ekuitas (EMV = *closing price* x banyaknya saham yang beredar).

D = Nilai buku dari total utang

EBV = Nilai buku dari total aset

b. Biaya Agensi ( $Y_2$ )

Biaya agensi secara umum diukur dengan menggunakan cara yang sama yang dilakukan oleh Ang *et al.*, (2002); Sajid *et al.*, (2012); Alfadl dan Alabdullah (2013) yaitu dengan menggunakan rasio pemanfaatan aset. Rasio pemanfaatan aset mengindikasikan bahwa perusahaan yang membuat keputusan investasi yang non-optimal atau interpretasi bahwa perusahaan menginvestasikan dana mereka dalam proyek-proyek yang tidak produktif. Dalam hubungannya dengan masalah keagenan, biaya agensi akan lebih rendah dengan semakin besarnya rasio pemanfaatan aset (Sajid *et al.*, 2012). Rasio pemanfaatan aset dapat dirumuskan sebagai berikut,

## 4.4 Metode Pengumpulan Data dan Analisis

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan data kuantitatif bersumber dari data sekunder laporan tahunan dan laporan keuangan



dengan periode pengumpulan data 2008-2012. Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif dan analisis inferensial. Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai variabel, sedangkan analisis inferensial untuk menguji hipotesis. Pada penelitian ini menggunakan OLS (*ordinary least square*) regresi dan analisis jalur untuk memeriksa hubungan antara variabel penelitian dan menguji hipotesis.

## 5. Result and Discussion

### 5.1 Analisis Deskriptif

Analisis data pada penelitian ini berdasarkan pada instrumen penelitian dari 20 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2012. Berikut adalah hasil analisis deskriptif data penelitian, seperti yang ditunjukkan pada Tabel 1

**Tabel 1. Deskripsi Rata-Rata Variabel Penelitian**

Variabel	N	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Manajerial ( $X_1$ )	100	.02	36.40	3.6226	9.39079
Kebijakan Utang ( $X_2$ )	100	.00	.98	.2152	.20261
Kebijakan Dividen ( $X_3$ )	100	.08	365.33	49.8585	48.74544
Kinerja Keuangan ( $Y_1$ )	100	.40	127.81	3.4224	12.89218
Biaya Agensi ( $Y_2$ )	100	-1.03	20.94	1.3905	2.50093
Valid N (listwise)	100				

Sumber : Data diolah

### 5.2 Path Analysis

**Tabel 2. Hasil Regresi Linier Variabel  $X_1, X_2, X_3, Y_1$  terhadap Variabel  $Y_2$**

Variabel Independen	Variabel Dependen	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	F	Sig(F)
Kepemilikan Manajerial ( $X_1$ )	Kinerja Keuangan ( $Y_1$ )	.993 <sup>a</sup>	.986	.986	.09562	2.058E3	.000 <sup>a</sup>
Kebijakan Utang ( $X_2$ )							
Kebijakan Dividen ( $X_3$ )							
Kepemilikan Manajerial ( $X_1$ )	Biaya Agensi ( $Y_2$ )	.987 <sup>a</sup>	.974	.973	.12861	810.518	.000 <sup>a</sup>
Kebijakan Utang ( $X_2$ )							
Kebijakan Dividen ( $X_3$ )							
Kinerja Keuangan ( $Y_1$ )							

Sumber : Data diolah

Tabel 3. Hasil Uji t Variabel  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$ , terhadap Variabel  $Y_1$ 

Variabel Independen	Variabel Dependen	Std. Coef. Beta		T	Sig. (t)
Kepemilikan Manajerial ( $X_1$ )	Kinerja Keuangan ( $Y_1$ )	0,156	0,118	7,677	0,000
Kebijakan Utang ( $X_2$ )		0,928		17,016	0,000
Kebijakan Dividen ( $X_3$ )		0,178		2,998	0,004

Sumber : Data diolah

Tabel 4. Hasil Uji t Variabel  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$ , dan  $Y_1$ , terhadap Variabel  $Y_2$ 

Variabel Independen	Variabel Dependen	Std. Coef. Beta		T	Sig. (t)
Kepemilikan Manajerial ( $X_1$ )	Biaya Agensi ( $Y_2$ )	0,137	0,161	3,784	0,000
Kebijakan Utang ( $X_2$ )		0,333		2,218	0,036
Kebijakan Dividen ( $X_3$ )		0,656		7,645	0,000
Kinerja Keuangan ( $Y_1$ )		0,767		5,186	0,000

Sumber : Data diolah

### 5.3 Hasil Penelitian

$H_1$  terdapat pengaruh signifikan positif kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Peningkatan kepemilikan manajerial mengakibatkan terjadi peningkatan pada kinerja perusahaan. Perusahaan manufaktur di Indonesia menyadari bahwa porsi kepemilikan manajerial yang besar menunjukkan peran manajemen sekaligus pemilik perusahaan juga besar. Manajemen yang merangkap pemilik perusahaan dapat selalu mengikuti alur perusahaan. Dengan adanya peran rangkap ini tidak terjadi benturan kepentingan sehingga apa yang menjadi tujuan perusahaan juga menjadi tujuan manajemen sekaligus pemilik perusahaan. Hubungan yang seimbang dan harmonis ini tentunya akan berdampak positif pada produktivitas perusahaan yang berujung pada peningkatan kinerja perusahaan terutama dari sisi keuangan.

Secara teori hasil ini sesuai dengan teori sinyal (*signalling theory*) yang menjelaskan bahwa pihak manajemen sebagai agen akan berusaha memberikan informasi mengenai hasil yang dicapai perusahaan, salah satunya melalui laporan keuangan yang memuat kinerja keuangan perusahaan. Sedangkan secara empiris temuan ini sejalan dengan Mudambi dan Nicosia (1998), Li dan Shun (2011), Fauzi dan Locke (2012), Uwuigbe, Jafaru dan Ayaji (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki dampak positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Namun tidak mendukung penelitian Sukirni (2012) bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

**H<sub>2</sub>**, terdapat pengaruh signifikan positif kebijakan utang terhadap kinerja keuangan

Hasil analisis data menunjukkan kebijakan utang berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja keuangan. Peningkatan pembiayaan utang meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Dalam *trade-off theory*, terdapat *tax benefit/shield* atau manfaat penghematan pajak sebagai akibat penggunaan utang. Penggunaan utang mengakibatkan peningkatan EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) yang mengalir ke investor, jadi semakin besar utang perusahaan, semakin tinggi nilainya dan harga saham perusahaan. Bagi perusahaan yang menggunakan utang dalam pembiayaan usahanya mempunyai peluang memperoleh pendapatan yang lebih dapat berubah secara lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mempunyai utang. Jadi rasio utang yang tinggi tetapi diikuti dengan pengelolaan yang baik maka akan dapat meningkatkan keuntungan. Perusahaan akan berupaya menyeimbangkan biaya-biaya (*costs*) dan manfaat-manfaat (*benefits*) utang sampai akhirnya sampai pada suatu perimbangan rasio utang yang optimal.

Secara teori hasil penelitian ini mendukung teori *trade off* dalam *balancing theory* artinya dengan penggunaan utang, perusahaan akan memperoleh keuntungan atas penghematan pajak, karena bunga yang dibayarkan merupakan pengurang pajak sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai juga dengan teori sinyal (*signalling theory*) yang menjelaskan bahwa pihak manajemen sebagai agen akan berusaha memberikan informasi mengenai hasil yang dicapai perusahaan, salah satunya melalui laporan keuangan yang memuat kinerja keuangan perusahaan. Secara empiris penelitian ini menunjukkan hasil yang sesuai dengan penelitian Sukirni (2012) dan Mardiyati, Ahmad dan Putri (2012) dimana penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang signifikan antara kebijakan utang dengan kinerja keuangan.

**H<sub>3</sub>**, terdapat pengaruh signifikan positif kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan

Hasil analisis data menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan positif antara kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan. Peningkatan dividen akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Pembayaran dividen kepada pemegang saham dapat mengurangi sumber daya yang ada di bawah penguasaan manajer, namun kebijakan ini akan menjadi fungsi pengawasan pasar modal terhadap perilaku manajer pada saat perusahaan membutuhkan dana dari pemegang saham. Kebijakan dividen berfungsi sebagai mekanisme pengendalian dari sikap oportunistik manajerial (Adediran dan Alade, 2013).

Secara teori penelitian ini mendukung teori sinyal (*signalling theory*) yang menjelaskan bahwa pihak manajemen sebagai agen akan berusaha memberikan informasi mengenai hasil yang dicapai perusahaan, salah satunya melalui laporan keuangan yang memuat kinerja keuangan perusahaan. Secara empiris hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang sesuai dengan penelitian Uwuigbe, Jafaru dan Ayaji (2012) serta Adediran dan Alade (2013) yang menyatakan bahwa ada hubungan yang positif antara kebijakan dividen dengan kinerja keuangan perusahaan.

**H<sub>4</sub>**, terdapat pengaruh signifikan positif kepemilikan manajerial terhadap biaya agensi

Hasil analisis data menunjukkan terdapat pengaruh signifikan positif antara Kepemilikan Manajerial terhadap Biaya Agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset. Dengan semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan menaikkan rasio pemanfaatan aset dan sebaliknya menurunkan biaya agensi. Hal tersebut membuktikan bahwa upaya

perusahaan untuk menyelaraskan kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham melalui pemberian kepemilikan saham oleh manajemen dalam perusahaan berhasil meminimalisasi *agency problem*, sehingga semakin meningkat kepemilikan manajerial, maka semakin kecil kebutuhan perusahaan melakukan *monitoring* melalui kepemilikan manajerial, karena manajemen sendirilah yang melakukan *monitoring* terhadap perusahaan. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan untuk memaksimalkan tujuannya (Christiawan dan Tarigan, 2007). Rasio pemanfaatan aset mengindikasikan bahwa perusahaan yang membuat keputusan investasi yang non-optimal atau interpretasi bahwa perusahaan menginvestasikan dana mereka dalam proyek-proyek yang tidak produktif. Dalam hubungannya dengan masalah keagenan, biaya agensi akan lebih rendah dengan semakin besarnya rasio pemanfaatan aset (Sajid *et al.*, 2012).

Secara teori hasil penelitian ini mendukung teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa kepemilikan manajerial merupakan salah satu cara untuk mengurangi biaya agensi. Christiawan dan Tarigan (2007) keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Sedangkan secara empiris hasil temuan penelitian ini sesuai dengan penelitian Mustapha dan Ahmad (2011) bahwa kepemilikan manajerial di berbagai segmen memiliki hubungan terbalik dengan jumlah biaya *monitoring* seperti yang diperkirakan dalam teori keagenan. Erkaningrum (2013), Chahkoi, Abedini dan Armin (2013) serta penelitian Alfadhl dan Alabdullah (2013) yang menyatakan bahwa ada hubungan yang nyata antara kepemilikan manajerial dengan biaya agensi, dan hubungan tersebut mempengaruhi kinerja perusahaan.

**H<sub>5</sub>**: terdapat pengaruh signifikan positif kebijakan utang terhadap biaya agensi

Hasil analisis data menunjukkan bahwa ada pengaruh signifikan positif antara Kebijakan Utang terhadap Biaya Agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset yang berarti bahwa peningkatan Kebijakan Utang pasti akan menaikkan rasio pemanfaatan aset dan sebaliknya akan menurunkan Biaya Agensi. Kebijakan utang merupakan salah satu mekanisme untuk mengurangi biaya agensi. Penggunaan utang untuk pembiayaan kegiatan usaha perusahaan dapat mengurangi konflik masalah keagenan karena kebijakan utang dapat membuat pemegang saham yakin bahwa manajer membiayai kegiatan usahanya tidak dengan menggunakan kekayaan yang dimilikinya. Sementara itu manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan tanpa kendala keterbatasan pembiayaan. Dengan demikian tujuan keduanya tercapai tanpa terjadi konflik kepentingan. Biaya agensi pada penelitian ini dihitung berdasarkan rasio pemanfaatan aset yang menunjukkan keuntungan yang bisa diperoleh atas penggunaan aset perusahaan. Penggunaan utang pada kebijakan yang terkait dengan investasi pada aset di dalam perusahaan akan membuat manajer akan lebih berhati-hati dalam mengelola perusahaan. Perusahaan akan lebih mendorong peningkatan harga saham sehingga akan lebih mudah lagi mendapat pendanaan eksternal.

Secara teori hasil penelitian ini mendukung pendekatan teori keagenan. Mardiyati, Ahmad, Putri dan (2012) menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Utang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan terkait *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan utang maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan

(untuk membayar bunga). Secara empiris penelitian ini mendukung penelitian Erkaningrum (2013) serta penelitian dari Moussa dan Chichti (2014) dimana penelitian-penelitian tersebut menemukan bukti bahwa kebijakan utang dapat meminimalkan masalah keagenan.

**H<sub>6</sub>**, terdapat pengaruh signifikan positif kebijakan dividen terhadap biaya agensi

Hasil analisis data menunjukkan bahwa ada pengaruh signifikan positif antara Kebijakan Dividen terhadap Biaya Agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset. Semakin besar dividen yang dibayarkan maka akan menaikkan rasio pemanfaatan aset dan sebaliknya akan menurunkan biaya agensi. Kebijakan dividen merupakan alat manajemen yang dapat dipakai untuk memitigasi konflik keagenan. Pembayaran dividen dapat menjadi sinyal bagi pemegang saham bahwa manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham yang tidak lain kepentingannya adalah meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Secara teori penelitian ini mendukung teori sinyal (*signalling theory*) yang menjelaskan bahwa pihak manajemen sebagai agen akan berusaha memberikan informasi mengenai hasil yang dicapai perusahaan, salah satunya melalui laporan keuangan yang memuat kinerja keuangan perusahaan. Secara empiris hasil temuan ini sesuai dengan penelitian Djumahir (2009), Al Kuwari (2012), Hayathbaksh dan Maghariee (2013) serta Erkaningrum (2013) dimana penelitian-penelitian tersebut menyatakan bahwa ada hubungan yang positif antara kebijakan dividen dengan biaya agensi.

**H<sub>7</sub>**, terdapat pengaruh signifikan positif kinerja keuangan terhadap biaya agensi

Hasil analisis data menunjukkan bahwa ada pengaruh signifikan positif antara Kinerja Keuangan terhadap Biaya Agensi yang diukur dengan rasio pemanfaatan aset. Semakin tinggi kinerja keuangan maka akan menaikkan rasio pemanfaatan aset dan sebaliknya akan menurunkan biaya agensi. Kinerja keuangan pada penelitian ini menggunakan nilai perusahaan dimana nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya (Mardiyati, Ahmad, dan Putri, 2012). Nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan (Modigliani dan Miller, 1958). Maka hal ini sesuai dengan hasil penelitian bahwa ketika kinerja keuangan perusahaan meningkat, maka rasio pemanfaatan aset juga meningkat tetapi sebaliknya biaya agensi menurun. Maka hal ini menunjukkan baik pemilik maupun manajer tidak saling berbenturan kepentingan namun sebaliknya saling bekerja sama dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Investasi, pengelolaan dan penentuan kebijakan perusahaan telah mampu disinergikan untuk memajukan perusahaan ke arah yang lebih baik dan *profitable*.

Secara teori hasil penelitian ini mendukung teori sinyal (*signalling theory*) yang menjelaskan bahwa pihak manajemen sebagai agen akan berusaha memberikan informasi mengenai hasil yang dicapai perusahaan, salah satunya melalui laporan keuangan yang memuat kinerja keuangan perusahaan. Secara empiris hasil penelitian ini bertolak belakang dari penelitian Antoniadis (2008) namun penelitian ini mendukung penelitian Kieschnick *et al.*, (2008), Wang (2010) serta penelitian Vasconcelos (2012).

## 6. Kesimpulan

Dari hasil penelitian ini dapat ditarik kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial yang semakin besar akan meningkatkan kinerja keuangan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan semakin meningkatnya saham manajerial maka perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia akan memiliki porsi pengawasan cukup besar di dalam perusahaan sehingga kesempatan untuk meningkatkan kinerja keuangan semakin tinggi.

Kebijakan utang yang semakin tinggi akan meningkatkan kinerja keuangan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan semakin meningkatnya pengelolaan utang yang baik maka perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki kesempatan untuk meningkatkan kinerja keuangan selama manajemen mampu mengelola pinjaman untuk meningkatkan produktivitas perusahaan. Kebijakan utang memiliki pengaruh paling besar bagi kinerja keuangan.

Kebijakan dividen yang semakin besar akan meningkatkan kinerja keuangan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan semakin meningkatnya pembagian dividen maka perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki kesempatan untuk meningkatkan kinerja keuangan. Dividen sebagai sinyal bahwa pengelolaan perusahaan cukup bagus dan hal tersebut mendorong pihak-pihak yang berkepentingan di dalam perusahaan untuk semakin meningkatkan kinerja perusahaan.

Kepemilikan manajerial yang semakin besar akan menaikkan rasio pemanfaatan aset dan semakin tinggi rasio pemanfaatan aset akan menurunkan biaya agensi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan semakin meningkatnya saham manajerial maka perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mampu menurunkan biaya agensi karena manajemen dan pemilik dikelola oleh satu pihak.

Kebijakan utang yang semakin besar akan menaikkan rasio pemanfaatan aset dan semakin tinggi rasio pemanfaatan aset akan menurunkan biaya agensi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan semakin meningkatnya pengelolaan utang yang baik maka perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mampu menyelaraskan tujuan baik dari manajemen maupun pemilik sehingga konflik kepentingan serta biaya agensi akan menurun.

Kebijakan dividen yang semakin besar akan menaikkan rasio pemanfaatan aset dan semakin tinggi rasio pemanfaatan aset akan menurunkan biaya agensi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan semakin besar pembagian dividen maka perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mampu memberikan sinyal bahwa pemilik dan manajemen mampu bekerja sama sehingga tidak terlalu ada benturan dan biaya agensi menurun.

Kinerja keuangan yang semakin tinggi akan menaikkan rasio pemanfaatan aset dan semakin tinggi rasio pemanfaatan aset akan menurunkan biaya agensi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan semakin meningkatnya kinerja keuangan maka perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mampu memberikan sinyal bahwa pemilik dan manajemen mampu bekerja sama sehingga tidak terlalu ada benturan dan biaya agensi menurun. Kinerja keuangan adalah variabel yang berpengaruh paling besar pada biaya agensi yang diukur dari rasio pemanfaatan aset.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adediran, S. A., Alade S. O. 2013. Dividend Policy and Corporate Performance in Nigeria. *American Journal Of Social And Management Sciences*, 4 (2): 71-77
- Alfadhl, Moayad Mohammad Ali Fadhl., Tariq Tawfeeq Yousif Alabdullah. 2013. Determinants of the Managerial Behavior of Agency Cost and its influential extent on Performance: A study in Iraq. *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 3No. (6) [Special Issue – March 2013]
- Al-Kuwari, Duha. 2012. Are Large Shareholders Conducting Influential Monitoring in Emerging Markets? An Investigation into the Impact of Large Shareholders on Dividend Decisions: The Case of Kuwait. *Research in World Economy*, Vol. 3, No. (2): pp. 52-57
- Amran, Noor Afza., Ayoib Che Ahmad. 2011. Board Mechanisms and Malaysian Family Companies' Performance. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 2: 15–26 (2011)
- Ang, J.S., Cole, R.A., dan Lin, J.W. 2002. Agency costs and ownership structure. *the Journal of Finance*, 55 (1): 81-106
- Antoniadis, I., Lazarides T., Sarriaridis N., Goupa H. 2008. The impact of Agency Problem in Firm value and the Greek Stock Exchange Market Financial Crisis. *International Conference on Applied Economics – ICOAE 2008*. Pp. 27-33
- Boediono, Gideon SB. 2005. Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governancedan Dampak Manajemen Laba Dengan Menggunakan Analisis Jalur. SNA VIII Solo, 15 – 16 September 2005
- Bathala, C.T., Moon K.R., and Roa R.P. 1994. Managerialownership, debt policy and the impact of institutionalholding: an agency perspective. *Financial Management*.23: 38-50
- Chahkhooii, Fahimeh., Bijan Abedini., Afshin Armin. 2013. Study of Relationship between Agency Theory and ManagementOwnership in Tehran Stock Exchange during 2006-2010 Years. *Journal of Life Science and Biomedicine*,3 (2): 129-134
- Christiawan, Yulius Jogi., Josua Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajeral: Kebijakan Utang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, Vol. 9 (1), Mei 2007: 1-8
- Crutchley, C.E. dan Hansen, R.S. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, CorporateLeverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18, pp. 36-46
- Djumahir. 2009. Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasiterhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, Vol.11, No. (2) September 2009: 144-153

- Erkaningrum, Indri F. 2013. Interactions Among Insider Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Investment Decision, And Business Risk. *Journal of Indonesian Economy and Business*, Volume 28, Number (1): 132 – 148
- Fauzi, Fitriya., Stuart Locke. 2012. Board Structure, Ownership Structure And Firm Performance: A Study Of New Zealand Listed-Firms. *Asian Academy Of Management Journal Of Accounting And Finance*, Vol. 8, No. (2): 43–67
- Gill, Amarjit., Nahum Biger., Rajendra Tibrewala. 2010. Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3: 8-14
- Hatfield, Gay B., Louis T.W. Cheng., Wallace N. Davidson. 1994. The Determination Of Optimal Capital Structure: The Effect Of Firm And Industry Debt Ratios On Market Value. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, Volume 7 Number (3) Fall 1994
- Hayatbakhsh, Adineh., Ali Esmaeilzade Maghariee. 2013. A study on relationship between asymmetric information on dividend policies of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 3 (2013) 2089–2094
- Husnan, Suad dan Enny Pujiastuti, 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi 2, Cetakan ke 1, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11 (3) Desember 2009 Hal. 189-207
- Jensen, M and Meckling W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360
- Kieschnick, R., LaPlante M., Moussawi, R. (2008). Working capital management, agency costs, and firm value. [Online] Available: [http://www.fma.org/Texas/Papers/valnowc\\_fma2008.pdf](http://www.fma.org/Texas/Papers/valnowc_fma2008.pdf).
- Klapper, L., and I. Love. 2002. “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets.” Washington, DC, United States: World Bank. Mimeographed document.
- Lindrawati, Nita Felicia, dan J.Th Budianto T. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan yang Terdaftar Sebagai 100 Best Corporate Citizens Oleh Kld Research and Analytics, *Majalah Ekonomi Tahun XVIII*, No.1 April 2008
- Li-Ju Chen., Shun-Yu Chen. 2011. The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 8, Issue (3): 121-129
- Mardiyati, Umi., Gatot Nazir Ahmad., Ria Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol. 3, No. (1), 2012
- Modigliani, Franco., and Merton Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48 (3): 261-297



- Moussa, Fatma Ben., Jameleddine Chichti. 2014. A survey on the relationship between ownership structure, debt policy and dividend policy in Tunisian stock exchange : Three stage least square simultaneous model approach. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 2 (1): (2014) 1-21
- Mudambi, Ram., Carmela Ni Cosi A. 1998. Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry. *Applied Financial Economics*, 8, pp. 175-180
- Mursalim. 2009. Persamaan Struktural: Aktivisme Institusi, Kepemilikan Institusional Dan Manajerial, Kebijakan Dividen Dan Utang. *Jaai Volume 13 No. 1, Juni 2009*: 43–59
- Mustapha, Mustapha., Ayoib Che Ahmad. 2011. Agency theory and managerial ownership: evidence from Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, Vol. 26 No. (5): pp. 419-436
- Sajid, Gul; Sajid Muhammad; Razzaq Nasir; Afzal Farman. 2012. Agency cost, corporate governance and ownership structure: the case of Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 9; May 2012 Online at <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/42418/>
- Setiana, Esa., Reffina Sibagariang. 2013. Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Telaah Akuntansi*, ISSN 1693 – 6760 Volume : 15 No : 01 Juni 2013, pp.16-33
- Siallagan, Hamonangan dan Machfoedz, Mas'ud. 2006. Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba Dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang
- Sukirni, Dwi. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Utang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*, 1 (2) (2012)
- Uwuigbe, Uwalomwa., Jimoh Jafaru., Anijesushola Ajayi. 2012. Dividend Policy And Firm Performance: A Study Of Listed Firms In Nigeria. *Accounting and Management Information Systems*, Vol. 11, No. (3) pp. 442–454
- Vasconcelos, Manuel Teixeira De. 2012. Agency Costs, Firm Value, and Corporate Investment. Thesis. Erasmus University Rotterdam
- Weston, J.F dan Thomas E. Copeland. 1996, *Manajemen Keuangan Edisi 9*, Binarupa Aksara, Jakarta.
- . 2000, *Manajemen Keuangan Edisi 10*, Binarupa Aksara, Jakarta
- Wang, George Yungchih. 2010. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science & Management*, 2010, 3, pp. 408-418
- Zaroni. 2004. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, dan Pergantian CEO terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara Sesudah Diprivatisasi. *Simposium Nasional Akuntansi VII*, hal.209–219

