# STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL, RISIKO BISNIS, DAN KEBIJAKAN KEUANGAN: ANALISIS PERSAMAAN SIMULTAN

**Arif Afendi**
Zaa_7@yahoo.com
STIE Semarang

**Abstract**

This study examines interdependence relationship between managerial ownership structure, risk, debt policy and dividend policy in explaining agency theory. Agency theory argues that managerial ownership structure, debt policy and dividend policy can be used as a mechanism in taking control of any agency conflict. The sample used in the study was a manufacturer publishing and listing its shares at Indonesian Stock Exchange in 2004-2009.

This study used *Three Stage Least Square* method to examine the interdependence relationship between managerial ownership, risk, debt policy and dividend policy. The findings showed that there was an interdependence relationship between managerial ownership, risk, debt policy and dividend policy, but no interdependence relationship between risk with debt policy and dividend policy. Furthermore, it also revealed that there was complementary relationship between managerial ownership with debt policy and dividend policy. On the other hand, there was substitutional relationship between debt policy and dividend policy in terms of controlling agency conflict.

**Key words*:*** agency theory, managerial ownership, risk, debt policy, dividend policy

## PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Namun pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Konflik tersebut dapat di minimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manjemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal ini disebabkan karena manajer mengutamakan kepentingan pribadinya, tindakan seperti ini merupakan tindakan yang tergolong menguntungkan manajer secara sepihak, tindakan *excessive perquisites* dan *over investment* (Jensen,1986) karena pengeluaran-pengeluaran yang dilakukan oleh manajemen akan menambah biaya perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan deviden yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar pendanaan tersebut dibiayai oleh hutang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa penggunaan hutang mengandung risiko yang tinggi.

Masalah keagenan bisa terjadi pada beberapa pihak, yaitu antara pihak pemegang saham dengan manajer dan antara manajer dengan pemberi kredit. Konflik antara pemegang saham dengan manajer dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut, namun dengan munculnya mekanisme pengawasan akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*).

Chen dan Steiner (1999), menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan kekuatan monitoring internal yang penting dan telah diperdebatkan sebagai sesuatu yang mempengaruhi risiko sekaligus sebagai faktor yang dipengaruhi oleh risiko. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Demsetz dan Lehn (1985) diungkapkan bahwa terdapat hubungan kausal yang positif dari risiko terhadap kepemilikan manajerial yang disebabkan oleh meningkatnya penilaian atas alat monitoring internal ini untuk memecahkan konflik keagenan antara pemegang saham eksternal dengan manajemen. Namun, pendapat yang dikemukakan oleh Galai dan Masulis (1976) dan hasil pengujian empiris dari Saunders, Strock, dan Travlos (1990) menyatakan bahwa tingginya kepemilikan oleh manajer dapat memperburuk konflik keagenan antara pemegang saham dan pemegang obligasi sehingga akan menimbulkan risiko yang tinggi.

Secara lebih jauh, risiko merupakan topik pembahasan utama

dalam ekonomi keuangan yang menghubungkan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan. Sebagai contoh, sementara kepemilikan manajerial telah dinyatakan sebagai penyebab tingginya tingkat risiko, dan risiko yang tinggi seperti yang dinyatakan oleh Ravid (1988) mengakibatkan lebih rendahnya tingkat hutang, dan menyebabkan keengganan perusahaan untuk mengeluarkan uang tunai dalam rangka pembayaran dividen.

Crutchley, *et al.* (1999) meneliti masalah simultanitas dalam penentuan keputusan keuangan (*Debt policy*, *dividen policy*, *insider ownership* dan *institusional ownership* ). Mereka menemukan ada pengaruh simultan atau keterkaitan antara ke empat variable tersebut, artinya penentuan terhadap suatu keputusan akan berpengaruh terhadap ketiga keputusan lainya.

Chen dan Steiner (1999) memperluas cakupan penelitiannya dengan membangun sebuah model empiris masalah simultanitas kepemilikan manajerial, kebijakan pengambilan risiko, kebijakan hutang, dan kebijakan dividen. Masing-masing diperlakukan sebagai variabel endogen yang ditetapkan secara bersamaan.

Hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) adalah ada pengaruh saling substitusi antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Mereka juga menemukan pengaruh substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusi. Chen dan steiner menemukan bahwa pada tingkat rendah, risiko berpengaruh positif pada kepemilikan manajerial, sedangkan pada tingkat tinggi, risiko berpengaruh secara negatif.

## KEPEMILIKAN MANAJERIAL

Menurut Damzet dan Lehn (1985), hubungan antara risiko dengan kepemilikan manajerial adalah negatif. Dimana perusahaan yang beroperasi pada pasar berisiko tinggi mengalami kesulitan dalam memonitor kondisi eksternal sehingga manajer bersifat *risk averse*. Pada tingkat risiko tinggi manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan membatasi penawaran kepemilikan manajerial.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), Fitri dan Mamduh (2004),

penggunaan modal hutang akan mengurangi kebutuhan penerbitan saham baru sehingga meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif

Menurut Jensen (1986), kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial, sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan arus kas bebas (*free cash flow*). Peningkatan dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal dalam jumlah sedikit sehingga manajer memilih melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan.

H1a : Risiko berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial.

H1b : Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial.

H1c : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial.

Variabel kontrol yang di gunakan dalam persamaan ini adalah Pertumbuhan perusahaan. *Growth* diharapkan berhubungan positif terhadap kepemilikan manajerial. Karena semakin tinggi tingkat pertumbuhan maka semakin besar pula keinginan manajer untuk memiliki saham perusahaan. tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menandakan keberhasilan perusahaan dalam menggalang lebih banyak sumber-sumber daya untuk perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Sedangkan Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol diharapkan berhubungan positif terhadap kepemilikan manajerial. Dengan semakin besarnya ukuran suatu perusahaan, maka akan meningkatkan proporsi saham termasuk saham manajerial (Putri dan Nasir, 2006).

**Risiko Bisnis**

Menurut Chen *et al*. (1998), menyatakan bahwa pada saat tingkat risiko tinggi, manajer berperilaku *risk averse* sehingga mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham. Manajer memilih mengalihkan kekayaan pribadi pada investasi lain atau pada lembaga keuangan, sehingga terdapat hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan risiko.

Menurut Chen dan Steiner (1999), menjelaskan bahwa kebijakan hutang berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap risiko. Perusahaan menggunakan *finansial laverage* untuk mendanai sebagian besar aktiva. Peningkatan hutang akan meningkatkan risiko *finansial distress* dan kebangkrutan sehingga kebijakan hutang berhubungan positif terhadap risiko. Peningkatan risiko keuangan berarti menimbulkan konflik sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi konflik keagenan.

Menurut Fitri dan Mamduh (2004), berdasarkan pada *free cash flow hypothesis* dapat dinyatakan bahwa pengaruh dividen terhadap risiko adalah negatif. Dimana semakin tinggi dividen menyebabkan semakin berkurangnya *free cash flow* dalam perusahaan dan secara otomatis mengurangi konflik keagenan sehingga akan mengurangi risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan.

H2a : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap risiko.

H2b : Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap risiko.

H2c : Kebijak dividen berpengaruh negatif terhadap risiko.

Variabel kontrol yang di gunakan dalam persamaan ini adalah Pertumbuhan perusahaan. *Growth* diharapkan berhubungan negatif terhadap risiko. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin besar pula kemampuan perusahaan menghasilkan laba, sehingga risiko kebangkrutan menjadi rendah (Novianti, 2010). Sedangkan Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol diharapkan berhubungan positif terhadap risiko. Semakin besar perusahaan maka akan semakin tinggi pula risiko yang akan di hadapi perusahaan karena menggunakan pendaanaan yang besar untuk membiayai investasinya (Putri dan Nasir, 2006).

**Kebijakan Hutang**

Menurut Kim dan Sorenson (1986), hipotesis permintaan menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan

tertutup menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar pihak *insider* mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. Sedangkan hipotesis penawaran menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki biaya keagenan hutang yang rendah sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Berdasarkan hipotesis ini disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki biaya keagenan hutang yang rendah sehingga cenderung menggunakan hutang dalam jumlah besar. sehingga pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang adalah positif.

Menurut Saunders, Strock dan Travlos (1990), perusahaan dengan tingkat risiko tinggi akan cenderung menggunakan hutang karena dapat menikmati transfer kemakmuran dari *debtholder* pada pemegang saham. Namun risiko yang semakin tinggi pada akhirnya akan meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga selanjutnya akan dikurangi.

Menurut Jensen, Solberg dan Zorn, (1992), kebijakan dividen memiliki hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Perusahaan menurunkan pembayaran kebijakan dividen karena sebagian keuntungan digunakan untuk membayar hutang. Pengurangan proporsi keuntungan dalam bentuk kebijakan dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*.

H3a : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

H3b : Risiko berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

H3c : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Variabel kontrol yang di gunakan dalam persamaan ini adalah Pertumbuhan perusahaan. *Growth* diharapkan berhubungan positif terhadap hutang. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Biasanya biaya emisi saham akan lebih besar daripada penerbitan surat hutang. Dengan demikian, perusahaan yang

tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (Brigham dan Gapenski, 1996). Sedangkan Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol diharapkan berhubungan positif terhadap hutang. Semakin besar perusahaan, maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada hutang (Homaifar *et al*. (1994) dan Moh'd *et al*. (1998).

**Hipotesis Kebijakan Dividen**

Menurut Rozeff (1982), kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan deviden yang dibayarkan pada pemegang saham adalah rendah. Perusahaan yang menetapkan kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil. Kebijakan penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa mendatang yang dibiayai oleh sumber internal. Maka hubungan antara kepemilikan manajerial dengan dividen menjadi negatif.

Menurut Chen dan Steiner (1999), risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan tingginya risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan akan diantisipasi dengan kebijakan pembayaran dividen yang rendah. Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang sehingga mengalokasikan sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk invesatasi lebih lanjut.

Menurut Megginson dalam Mahadwarta (2002), menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat kebijakan hutang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost debt*-nya dengan mengurangi kebijakan dividen. Sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal berupa dividen.

H4a : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H4b : Risiko berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H4c : Kebijakan hutang berpengaruh negatif

terhadap kebijakan dividen.

Variabel kontrol yang di gunakan dalam persamaan ini adalah Pertumbuhan perusahaan. *Growth* diharapkan berhubungan negatif terhadap dividen. Perusahaan pada saat tumbuh tentu akan membutuhkan dana untuk investasi. *Pecking order theory* menjelaskan, bahwa perusahaan yang memerlukan dana investasi akan menggunakan sumber dana yang termurah terlebih dahulu. Dimana dana yang paling murah bagi perusahaan bersumber dari laba hasil operasi perusahaan. Namun ketika perusahaan lebih memilih mendanai investasi dengan menahan laba, akibatnya dividen yang dibagaikan kemungkinan besar akan menurun, bahkan tidak dibagikan. Sehingga *growth* berhubungan negatif dengan dividen (Brigham dan Gapensky, 1999). Sedangkan Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol diharapkan berhubungan positif terhadap dividen. Smith dan Watts (1992), menunjukkan pada pengaruh dari ukuran perusahaan terhadap kebijakan deviden sangat kuat. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar deviden yang tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara *size* dan deviden memiliki hubungan yang positif.

## METODOLOGI PENELITIAN

### Data dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2009. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang meliputi laporan keuangan yang telah dipublikasikan, yang diambil dari *Indonesian Capital Market Directory*. Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian adalah metode purposive sampling, yaitu sampel diambil dengan menggunakan pertimbangan atau kriteria tertentu. Kriteria pemilihan sampel yang diteliti adalah:

1. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan yang termasuk dalam sampel adalah perusahaan yang menerbitkan dan mencatatkan sahamnya selama periode 2004-2009.

3. Tersedianya informasi laporan keuangan perusahaan.

**Definisi Operasional**

Model disusun dengan menggunakan empat variabel endogenus yaitu kepemilikan manajerial, risiko bisnis, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan empat dua variabel eksogenous termasuk *intercept* di setiap persamaan yaitu pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan

**Kepemilikan manajerial (MGROWN)**

Kepemilikan manajerial di ukur dengan prosentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur dibagi total saham (Bathala *et al.* (1994).

**Risiko bisnis (RISK)**

Variabel risiko bisnis dalam penelitian ini diukur dengan standar deviasi EBIT dibagi total asset (Chang & Rhee, 1990 dan Titman & Wessels, 1988).

$$Risk = STDEV\ \frac{EBIT}{Total\ Asset}$$

**Kebijakan hutang (DR*)***

Variabel hutang di ukur dengan membagi nilai *total debt* dengan *total asset* yang dimiliki oleh perusahaan (Moh'd *et al.* 1998 dan Jensen *et al*. 1992).

$$\text{DR} = \frac{Total\ Debt}{Total\ Asset}$$

**Kebijakan dividen (DPR)**

Dividen dihitung dengan mempertimbangkan *net income* perusahaan. DPR dihitung sebagai rasio pembayaran dividen terhadap laba sesudah pajak (Mamduh dan Fitri, 2004), (Vidyantie dan Handayani, 2006).

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Kas}}{\text{Pendapatan Bersih}}$$

**Ukuran perusahaan (SIZE)**

Variabel ukuran perusahaan di ukur dengan natural logaritma dari *total asset* (Chen dan Steiner, 1999).

*Size* = Log total asset

**Pertumbuhan perusahaan (GROWTH)**

Variabel pertumbuhan perusahaan di ukur dengan natural logaritma dari rasio total asset dengan

total asset tahun Sebelumnya (Chen dan Steiner, 1999).

$$\text{Growth} = \text{Ln}\frac{\text{TAsset}}{\text{TAsset}_{\text{it}-1}}$$

**Model Penelitian dan Analisis Statistik**

Penelitian ini mengembangkan model persamaan simultan untuk mengetahui hubungan interdependensi pada keempat variabel endogen. Model simultan terdiri dari lebih dari satu variabel tidak bebas (*endogenous variable*) dan lebih dari satu persamaan, yaitu persamaan kepemilikan manajerial, risiko bisnis, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Hubungan interdependensi menyebabkan variabel endogen yang menjelaskan (*dependent explanatory variable*) menjadi stokastik dan terkolerasi dengan gangguan (*disturbance*) dari persamaan yang muncul sebagai variabel yang menjelaskan.

Menurut Gujarati (1999), Pindyck dan Rubinfild (1998) dan Mirer (1983) regresi OLS tidak mampu menggambarkan hubungan timbal balik dalam sistem persamaan simultan, maka dalam menganalisis atau menyelesaikan model persamaan simultan alat analisis yang relevan adalah regresi simultan *two-stages least squares* (2SLS) atau regresi simultan *three-stages least squares* (3SLS). Penggunaan regresi OLS dalam menyelesaikan model persamaan simultan menghasilkan estimasi yang bias dan tidak konsisten, karena dalam sistem persamaan simultan variabel penjelas yang berasal dari variabel endogen berkorelasi *simultaneous*) maka regresi OLS menghasilkan estimasi yang tidak konsisten dan bias. Kelebihan regresi simultan 2SLS dari regresi OLS akan lebih nampak dengan semakin besarnya ukuran sampel yang digunakan dalam penelitian.

Pyndick dan Rubinfild (1998) membandingkan regresi simultan 3SLS dengan regresi simultan 2SLS, walaupun keduanya memberikan hasil yang konsisten dan tidak bias namun hasil regresi simultan dengan 3SLS memberikan hasil estimasi yang lebih rendah, artinya estimasi dengan prosedur 3SLS mempunyai varians yang lebih kecil. Dengan pertimbangan diatas maka dalam penelitian ini digunakan alat analisis regresi simultan 3SLS.

Secara matematis persamaan kepemilikan manajerial, risiko bisnis, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dirumuskan sebagai berikut.

$$MGROWN = \alpha_1 + \beta_{1.1} RISK + \beta_{1.2} DR + \beta_{1.3} DPR + \beta_{1.4} GROWTH + \beta_{1.5} SIZE + \varepsilon_1$$

$$RISK = \alpha_2 + \beta_{2.1} MGROWN + \beta_{2.2} DR + \beta_{2.3} DPR + \beta_{2.4} GROWTH + \beta_{2.5} SIZE + \varepsilon_2$$

$$DR = \alpha_3 + \beta_{3.1} MGROWN + \beta_{3.2} RISK + \beta_{3.3} DPR + \beta_{3.4} GROWTH + \beta_{3.5} SIZE + \varepsilon_3$$

$$DPR = \alpha_4 + \beta_{4.1} MGROWN + \beta_{4.2} RISK + \beta_{4.3} DR + \beta_{4.4} GROWTH + \beta_{4.5} SIZE + \varepsilon_4$$

Notasi.

| | |
|---|---|
| MGROWN: | Kepemilikan manajerial |
| RISK: | Risiko bisnis |
| DR: | Kebijakan hutang |
| DPR: | Kebijakan dividen |
| GROWTH: | Pertumbuhan perusahaan |
| SIZE: | Ukuran perusahaan |
| E**:** | Error |

**HASIL PENELITIAN**

Tabel di bawah ini menunjukkan hasil regresi menggunakan 3SLS yang telah di olah menggunakan program stata.Variabel kontrol tidak diprediksikan karena bukan merupakan fokus utama penelitian ini.

Tabel Ringkasan Regresi *Three Stage Least Square*

| Variabel Independen | Variabel Dependen | | | |
|---|---|---|---|---|
| | MGROWN | RISK | DR | DPR |
| C | 0,0446<br>(0,66) | -0,0190<br>(-0.25) | -1.3345<br>(-3.42)*** | 0,1857<br>(0,60) |
| MGROWN | - | 0,3412<br>(5.53)*** | 1,8743<br>(5.85)*** | 1,1795<br>(4,64)*** |
| RISK | 0,2712<br>(5.53)*** | - | -0,1580<br>(-0.52) | 0,0231<br>(0,10) |
| DR | 0,5446<br>(5.85)*** | -0,0057<br>(-0.52) | - | -0,0993<br>(-2,23)*** |
| DPR | 0,0568<br>(4.64)*** | 0,0014<br>(0.10) | -0,1641<br>(-2.23)*** | - |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| GROWTH | 0,2408<br>(10.64)*** | -0,0421<br>(-1.42)* | -0,3741<br>(-2.43)*** | -0,8279<br>(-7,45)*** |
| SIZE | -0,0082<br>(-1,44) | 0,0048<br>(0.76) | 0,1601<br>(4.97)*** | 0,0099<br>(0,38) |
| Adj $R^2$ | 0,4057 | 0,1106 | 0,1731 | 0,1666 |

keterangan :

*** signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

* signifikan pada level 10%

**Persamaan Kepemilikan Manajerial (MGROWN)**

Pengaruh risiko terhadap kepemilikan manajerial adalah positif dan signifikan, maka hipotesis di atas ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian dari Crutchley dan Hansen (1989), Chen dan Steiner (1999) terdapat hubungan positif antara risiko dengan kepemilikan manajerial. hubungan ini terjadi pada manajer yang *risk taker*. Peningkatan risiko menyebabkan perusahaan mengurangi pembayaran dividen tetapi meningkatkan kepemilikan manajerial dan hutang. Kontras dengan penelitian Wahidahwati (2002), Damzet dan Lehn (1985), yang menyatakan bahwa hubungan risiko dengan kepemilikan manajerial adalah negatif. Dimana perusahaan yang beroperasi pada pasar berisiko tinggi mengalami kesulitan dalam memonitor kondisi eksternal, sehingga manajer bersifat *risk averse*. Pada tingkat risiko tinggi manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan membatasi penawaran kepemilikan manajerial

Pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif dan signifikan, maka hipotesis di atas diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian dari Fitri dan Mamduh (2004) menyatakan adanya pengaruh positif. Pernyataan ini berdasarkan pada asumsi bahwa penggunaan kebijakan hutang akan mengurangi kebutuhan penerbitan saham baru sehingga meningkatkan proporsi

kepemilikan manajerial. Dan juga menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh utang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial adalah positif dan signifikan, maka hipotesis di atas ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Wahidawati (2002), menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat rasio kebijakan dividen maka mengindikasikan tingkat kepercayaan manajer atas tingkat laba di masa yang akan datang, sehingga manajer menginginkan keuntungan dari pembayaran kebijakan dividen di masa depan dan akan segera meningkatkan kepemilikan sahamnya. Kontras dengan hasil penelitian Jensen (1986), kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial, sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan arus kas bebas (*free cash flow*). Peningkatan dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal dalam jumlah sedikit sehingga manajer memilih melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan.

Pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan positif dan signfikan terhadap kepemilikan manajerial. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar pula kepemilikan manajer. Tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menandakan keberhasilan perusahaan dalam menggalang lebih banyak sumber daya untuk perusahaan (Myers dan Majluf, 1984).

Ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Semakin tinggi ukuran perusahaan maka semakin besar pula perusahaan membutuhkan dana dari luar yang berupa hutang, yang mengakibatkan risiko menjadi naik, sehingga menurunkan keinginan manajer untuk memiliki saham perusahaan (Novianti, 2010).

**Persamaan Risiko Bisnis (RISK)**

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap risiko adalah positif dan signifikan, maka hipotesis di atas ditolak. Hasil penelitian ini

sesuai dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) bahwa kepemilikan manajerial secara positif mempengaruhi risiko yang konsiten dengan argumen bahwa tingginya kepemilikan manajerial akan mengakibatkan konflik antara *stockholders* dan *bondholders* sehingga mengakibatkan ketidakkompakan dan meningkatkan risiko perusahaan. Akan tetapi kontras dengan hasil penelitian Demsetz dan Lehn (1985), Fitri dan Mamduh (2004), menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara variabel kepemilikan manajerial terhadap risiko. Manajer yang *risk averse* melakukan diversifikasi secara optimal untuk mengurangi risiko pribadi. Pada saat kekayaan pribadi tidak terdiversifikasi, manajer menuntut insentif tinggi untuk mengimbangi risiko yang diterima. Semakin tinggi tingkat risiko perusahaan, manajer akan mengurangi keterlibatannya dalam kepemilikan untuk mengurangi kemungkinan kehilangan kekayaan pribadi mereka.

Pengaruh kebijakan hutang terhadap risiko pada perusahaan adalah negatif namun tidak signifikan, maka hipotesis di atas ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Putri dan Nasir (2006), dengan tingginya tingkat risiko yang di hadapi oleh perusahaan membuat perusahaan mengurangi hutangnya untuk menghindari risiko tidak terbayarnya hutang. Selain itu dengan tingginya level risiko perusahaan membuat *debtholder* berfikir dua kali untuk memberikan dana dalam bentuk hutang kepada perusahaan. Selain itu hasil ini sesuai dengan implikasi teori *trade-off* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang yang lebih kecil dibanding perusahaan yang memiliki risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap risiko adalah positif namun tidak signifikan, maka hipotesis di atas ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa tingginya dividen yang di bayarkan oleh perusahaan untuk menarik minat investor membuat perusahaan mengalokasikan dananya untuk dividen

dan akan meningkatkan tingkat risiko yang di hadapi oleh perusahaan. Hal ini mengindikasikan banyaknya perusahaan yang dalam melakukan pembayaran dividen tidak mempertimbangkan tingkat risiko yang ditanggung. Berbeda dengan hasil penelitian Fitri dan Mamduh (2004), Berdasarkan pada *free cash flow hypothesis* dapat dinyatakan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap risiko adalah negatif. Dimana semakin tinggi kebijakan dividen menyebabkan semakin berkurangnya *free cash flow* dalam perusahaan dan secara otomatis mengurangi konflik keagenan sehingga akan mengurangi risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap risiko. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin besar pula kemampuan perusahaan menghasilkan laba, sehingga risiko kebangkrutan menjadi rendah (Novianti, 2010).

Ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap risiko. Semakin besar perusahaan maka akan semakin tinggi pula risiko yang akan di hadapi perusahaan karena menggunakan pendaanaan yang besar untuk membiayai investasinya (Putri dan Nasir, 2006).

**Persamaan Kebijakan Hutang (DR)**

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang adalah positif dan signifikan, maka hipotesis di atas diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Kim dan Sarenson (1986), menyatakan terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi hutang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*). Dalam hipotesis penawaran dijelaskan bahwa perusahaan yang di kontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang.

Pengaruh risiko terhadap kebijakan hutang adalah negatif namun tidak signifikan, maka hipotesis di atas

ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Ravid (1988), risiko mempunyai hubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Pada tingkat risiko tinggi perusahaan mengurangi kuantitas penggunaan hutang dari berbagai tingkat bunga. Pengurangan penggunaan utang dilakukan untuk menghindari kesulitan keuangan. Tindakan mengurangi penggunaan hutang dapat memperkecil risiko kebangkrutan dan pada akhirnya mengurangi konflik keagenan. Kontras dengan hasil penelitian Saunders, Strock dan Travlos (1990), perusahaan dengan risiko tinggi akan cenderung menggunakan hutang karena dapat menikmati transfer kemakmuran dari *debtholder* pada pemegang saham namun risiko yang semakin tinggi pada akhirnya akan meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga selanjutnya kebijakan hutang akan dikurangi. Pendapat yang sama juga di kemukakan oleh Mohd, Perry dan Rimbey (1998), bahwa hutang memiliki hubungan yang positif. Perusahaan akan meningkatkan hutang seiring meningkatnya risiko bisnis perusahaan. Hal ini bisa di karenakan ketidaktersediaan sumber dana internal yang cukup ketika perusahaan memiliki risiko bisnis yang tinggi. Pendapat ini di dukung hipotesis *pecking order theory* dimana perusahaan memilih sumber pendanaannya berdasarkan suatu hirarki risiko yang berawal dari pembiayaan internal berupa laba ditahan, kemudian pembiayaan eksternal berupa hutang dan terakhir adalah penerbitan ekuitas.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang adalah negatif dan signifikan, maka hipotesis di atas diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Jensen, Solberg dan Zorn, (1992), kebijakan dividen memiliki hubungan kausal negatif dengan kebijakan hutang, Perusahaan menurunkan pembayaran kebijakan dividen karena sebagian keuntungan digunakan untuk membayar kebijakan hutang. Pengurangan proporsi keuntungan dalam bentuk kebijakan dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*.

Pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan negatif dan signfikan terhadap kebijakan hutang.

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi biasanya bisa menghasilkan laba yang besar sehingga akan cenderung mengambil dana dari hutang yang relatif kecil (Titman dan Wessel, 1988).

Ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin besar perusahaan, maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada hutang (Homaifar *et al*. 1994) dan Moh'd *et al*. (1998).

**Kebijakan Dividen (DPR)**

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan adalah positif dan signifikan, maka hipotesis di atas ditolak. Hasil Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Isnaini (2008), seiring dengan peningkatan kepemilikan manajerial maka terjadi peningkatan pembayaran dividen. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial maka para manajer akan berusaha menurunkan konflik keagenan dengan membatasi penggunaan aliran kas bebas perusahaan dengan membayar kebijakan dividen. Selain itu Wilberforce (2000) menyatakan bahwa pada saat tingkat kepemilikan manajerial tinggi, maka kekayaan manajer tidak terdiversivikasi, sehingga manajer menginginkan tambahan *return* dalam kebijakan dividen untuk mengimbangi penerimaan risiko, maka peningkatan kepemilikan managerial menyebabkan manajer menyukai kebijakan dividen tinggi. Kontras dengan penelitian Rozeff (1982), kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan deviden yang dibayarkan pada pemegang saham adalah rendah. Penetapan kebijakan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa mendatang yang dibiayai oleh sumber internal. Apabila sebagian besar pemegang saham menyukai kebijakan dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan kebijakan dividen. Sebaliknya, apabila terjadi kesamaan pilihan antara pemegang saham dan menejer maka tidak diperlukan peningkatan kebijakan dividen. Pada sisi lain penambahan kebijakan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal. Pengawasan ini

menyebabkan menejer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan.

Pengaruh risiko terhadap kebijakan dividen adalah positif dan tidak signifikan, maka hipotesis di atas ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Kania dan Bacon (2005), hubungan positif antara risiko bisnis dengan kebijakan dividen dikarenakan perusahaan mungkin tidak hanya menggunakan dividen sebagai cara untuk membagikan laba kepada investor. Selain itu dalam penelitiannya, Allen dan Michaely (2002), menyimpulkan bahwa perusahaan yang berisiko tinggi lebih menyukai menggunakan *repurchase* (pembelian kembali saham) dibandingkan dividen, namun mereka tidak menemukan atas pilihan apa perusahaan menentukan untuk menggunakan *repurchase* atau dividen.

Kontras dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), variabel risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan tingginya risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan akan diantisipasi dengan kebijakan pembayaran dividen yang rendah. Kebijakan dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan kebijakan dividen di masa mendatang sehingga mengalokasikan sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk invesatasi lebih lanjut.

Pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen adalah negatif dan signifikan, maka hipotesis di atas diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002), menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat kebijakan hutang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost debt* nya dengan mengurangi hutang. Sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal.

Pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan negatif dan signfikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan pada saat tumbuh akan membutuhkan dana untuk investasi. *Pecking order theory* menjelaskan, bahwa perusahaan yang memerlukan dana investasi akan menggunakan sumber dana yang termurah terlebih dahulu, dimana dana yang paling

murah bagi perusahaan bersumber dari laba hasil operasi perusahaan. Namun ketika perusahaan lebih memilih mendanai investasi dengan menahan laba, akibatnya dividen yang dibagaikan kemungkinan besar akan menurun, bahkan tidak dibagikan (Brigham dan Gapensky, 1996).

Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol mempunyai hubungan yang positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Smith dan Watts (1992) menunjukkan pengaruh dari ukuran perusahaan terhadap kebijakan deviden sangat kuat. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar deviden yang tinggi kepada pemegang sahamnya.

## KESIMPULAN

### Kesimpulan

Penelitian yang dilakukan ini mengacu pada beberapa penelitian sebelumnya dan digunakan untuk membangun alur penelitian. Penelitian ini membahas mengenai hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Secara keseluruhan penelitian ini menemukan adanya hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan risiko. sedangkan tidak terjadi hubungan interdependensi antara risiko dengan kebijakan hutang dan kebijakan dividen.

Hasil penelelitian ini juga menemukan bahwa kebijakan hutang dan kebijakan dividen memiliki hubungan komplementer bagi kepemilikan manajerial. Artinya temuan ini mendukung teori keagenan yang menyatakan bahwa variabel ini dapat di gunakan secara bersama-sama dalam mengendalikan konflik keagenan. Sedangkan terjadi hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen, artinya hubungan variabel ini adalah saling menggantikan karena cukup satu mekanisme saja yang di gunakan untuk mengendalikan konflik keagenan *(Balancing off agency theory*).

### Keterbatasan Penelitian

Penelitian yang dilakukan ini tentu mempunyai keterbatasan antara lain:

1. Periode penelitian ini hanya menggunakan sampel 50 perusahaan

manufaktur selama 6 tahun. Pengambilan tahun kualifikasi sampel yang lebih banyak mungkin akan memberikan hasil yang lebih mencerminkan kenyataan yang ada.

2. Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel endogen yaitu kepemilikan manajer, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dengan menambahkan beberapa variabel kontrol seperti pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan.
3. Penelitian ini juga memiliki keterbatasan dalam penggunaan variabel eksogen.

**Saran**

Beberapa saran yang dapat peneliti sampaikan berdasarkan analisis yang telah dilakukan adalah:

1. Penelitian selanjutnya sebaiknya mencoba menguji dengan menambahkan sampel perusahaan dan periode pengamatan yang lebih lama guna mendapatkan hasil yang lebih baik dan juga menggunakan sampel perusahaan pada industri lainnya.
2. Penelitian selanjutnya hendaknya menambahkan beberapa variabel endogen lain seperti kepemilkan institusi dan juga menggunakan variabel independen tambahan seperti *return on asset* (ROA), aset tetap (FASSET), atau *Investment opportunity set* (IOSBM) dan sebagainya.
3. Ada beberapa variabel yang di ketahui tidak signifikan, kemungkinan proksi yang di pilih kurang tepat. Dengan demikian pada penelitian lebih lanjut mengenai isu ini di harapkan menggunakan proksi yang lain terhadap variabel penelitian tersebut.

**DAFTAR PUSTAKA**


Agrawal, A. dan G. N. Mandelker, 1990. *Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. Journal of Financial and Quantitative Analysis* (June), 143-161.

Allen, F., dan R. Michaely, 2002, *Payout Policy, Working Paper*, Code: 01-21 B, The Wharton Financial Institution Center.

Amihud, Y., dan K. Li, 2002, *The Declining Information Content*

*of Dividend Announcement and the Effect of Institutional Holding, Working Paper*, Stern School of Business, New York University.

Amihud Y, Lev B. 1981. *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers.* Bell Journal of Economics 12: 605–617.

Barclay M. I.; C. W. Smith and R. Watts, 1998. *The Determinant of Corporate Leverage and Dividend Policies*, Journal of Applied Corporate Finance Vol. 7 No.4, 4-19

Bathala C.T, K.P. Moon, dan R.P. Rao, 1994. *Managerial ownership, debt policy, and institutional holdings: an agency perspective, Financial Management*, 23:38- 50

Black, F., 1976, *The Dividend Puzzle, Journal of Portfolio Management*, Winter, Vol. 2: 72-77.

Brigham, E.F dan Gapenski, L.C. 1996. *Intermediate financial management,* Fifth edition-International edition. The Dryden Press.

Brigham, E. F., dan Houston, J. F. 2004. *Fundamentals Financial Management,Tenth Edition.* Ohio: Thomson South-western.

Chaganti Rajeswararao, Damanpour Fariborz, 1991. *Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance.* Strategic Management Journal, Vol 12. 479-491

Chang,M, dan Rhee, K,R, 1990. *Testing Trade Offand Pecking Order Predictions about Dividen ds and Debt*. The Center for Research in Security Prices Working Paper . p.1-38

Chen, Carl R dan Steiner, Thomas L. 1990. *Managerial Ownership and Agency Conflict : A Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*. The Financial Review. Vol 34, hal 119-136

Chen, C.R., Steiner, T.L., dan Whyte, A.M.1998, *Risk Taking Behavior and Management*

*Ownership in Diository Institutionals*, The Journal of Financial Review, Vol.34, hlm 119-137.

Crutchley, C. E. dan R. S. Hansen, 1998. *A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends.* Financial Management (Winter), 36-46.

Demsetz, H. dan Kenneth Lehn 1985, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, Journal of Political Economy, Vol. 93, 1155-1177

Easterbrook, F.,1984, *Two Agency-cost Explanations of Dividend*", American Economic Review, 650-659.

Emery, D.R., dan J.D. Finnerty (1997), *Corporate Financial Management*, International edition, Prentice Hall Inc, New Jersey

Faisal, 2000. *Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hhutang perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta*, Tesis, tidak dipublikasikan, Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.

Fama, E. and M. C. Jensen, 1983. *Separation of Ownership and Control.* Journal of Law and Economics, 301-325

Fitri, Ismayanti, 2003. *Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusi, Risiko, Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen ; Analisis Simultan*, Tesis, , tidak dipublikasikan, Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.

Friend, I., dan J. Hasbrouck. 1987. *Determinants of Capital Structure*, Research in Finance 7, Andy Chen, ed. Greenwich. CT: JAI Press, Inc.

Friend, I. and L. H. P.Lang, 1988. *An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*. Journal of Finance, 271-281.

Ghozali, Imam. 2006. *Analisis multivariate lanjutan dengan program SPSS* , Semarang : Badan penerbit UNDIP

Gerald R. Jensen, Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn, 1992. *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies,* Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 27, NO. 2, June

Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. McGraw-Hill, Inc., New York.

Gitman, Lawrence J.2003. Pronciples of managerial finance, 10th ed.Sanfransisco: Addison wesley

Jensen,M.C, 1986. *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeover*. American economic review 76 : 323-339

Jensen, G.R,D.P Solberg dan T.S. Zorn. 1992. *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies.* Journal of Quantitative Analysis,247-263

Jensen, M. and Meckling,W (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3, 305-360.

Jensen, M. C. and J. B. Warner, (1988). *The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors*. Journal of Financial Economics (January/March), 3-24.

Hanafi, Mamduh, M, I.Fitri, 2004. *Struktur kepemilikan, Risiko, dan kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia vol.19, No 2

Harrington, S.dan Niehaus, G. 2003. *Risk Management & Insurance, Second Edition*. New York: McGram-Hill

Homaifar G and Zietz et.al. 1994. *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*, Journal of Business Finance & Accounting 21 (1)January. pp 1-14

Kale, J.R. dan T.H. Noe (1990), *Dividend, Uncertainty, and Underwriter Cost Under Asymmetric Information*, Journal of Financial Research, 13, 265-277.

Kania, Sharon dan Frank W. Bacon, 2005, *What Factors Motivate The Corporate Dividend Decision*, Journal of Finance, Volume 1, 97, Business Index ASAP, Farmville, VA: Longwood University.

Kim, W.S., dan Sorenson, E.H. (1986), *Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy* ,Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21, 131-144.

Mahadwartha, Putu Anom. 2003. *Uji Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan hutang dan Kebijakan dividen*. Simposium Nasional Akuntansi V. Ikatan Akuntansi Indonesia

Mahadwartha, Putu Anom. 2007. *Conflict of Interest on Ownership Versus Free Cash Flow : Dividen Policy Effectiveness*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia Vol. 22, No. 4, 2007, 386 – 404

Mahadwartha, P.A. 2002. Interdependensi *antara Kebijakan Pembiayaan dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan*, Simposium 6 April 2002 Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi, STIE – Yogyakarta.

Masdupi, Erni, 2005. *Analisis Dampak struktur kepemilikan pada kebijakan hutang dalam mengontrol konflik keagenan*, jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia vol.20, No 1

May, D.O. 1995, *Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reuction Strategies*? Journal of Finance, 50, 1291-1308.

Mehran, W.1992. *Executive Incentive Plans, Corporate Control And Capital Structure*, Journal of finance economics, 3, 82-137

Myers, S.C., dan N.S. Majluf , 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information*

*Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics 13, 187-221.

Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rombey.1998. *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis*. Financial Review 30, 85-99.

Okky.S, 2006. *Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan*, Skripsi, tidak dipublikasikan, Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah, Yogyakarta

Novianti, Lisa. 2010. *Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, Dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.* Sekolah Pascasarjana, Universitas Sumatera Utara Medan

Ozgur, Arslan, 2008. *Impact of managerial ownership on capital structure : A survey of Turkish firm.* Corporate ownership and control volume 5, issue 2

Pindyck, R.S., dan Rubinfild, D.L, 1998,*Econometric Models and Economic Forecast*, Ed. 4, Mc.Grow Hill, Singapure.

Putri, I.F, dan 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

Ravid, S.A. 1988. *An Interactions of Production and Financial Decisions, Financial Management*,17, 87-99.

Ross, S. A., Westerfield dan Jordan. 2000. *Fundamental of Corporate Finance, Fifth Edition*. New York: McGraw-Hill

Ross, S. A., Westerfield dan Jordan. 2001. *Essentials of Corporate Finance, Third Edition*. Singapore: McGraw-Hill

Rozeff, M.S. 1982, Growth, *Beta and Agency costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*, Journal of Financial Research, 249-259.

Saidi, 2004, *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ 1997-2002*, Jurnal Bisnis dan Ekonomi vol. 11 no.1, hal. 44-58.

Saunders, A, Strock, E., dan Travlos, N.G. 1990, *Ownership Structure, Deregulation, and BankRisk Taking*, The Journal of Finance, Vol.XVL., No.2, June, 643-654

Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol. 9. No. 1. Maret, pp. 41-48

Syamsul Rizal,M. 2007. *Analisis pengaruh managerial ownership, Institutional ownership, dividend payout Ratio dan return on asset terhadap Capital structure*, Tesis, Program Pasca Sarjana Magister Managemen Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro, Semarang.

Shleifer, A. dan R.W. Vishny 1986, *Large Shareholders and Corporate Control*, The Journal of Political Economy 94, 461-488.

Sihombing, Binsar 2000, *Pengaruh struktur kepemilikan institusional pada kepemilikan manajerial dan kebijakan hhutang dalam mengontrol konflik keagenan*, Tesis, , tidak dipublikasikan, Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.

Smith, C.W. Jr. dan R.L. Watts. 1992. *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation*

*Policies*. Journal of Financial Economics 32: 263--292.

Sujoko, dan Ugy Soebiantoro. 2007. *Pengaruh struktur kepemilikan saham, leverage, faktor internal dan faktor eksternal terhadap nilai perusahaan:* studi empiric pada perusahaan *manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Maret (9): 41-48

Sumodiningrat, G. 2001. *Ekonometrika Pengantar*. Yogyakarta: BPFE

Tandelilin, E. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE

Taswan, 2002. *Analisis Pengaruh Manajerial, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahan dan Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya*, Tesis, tidak dipublikasikan, Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.

Titman,S. And R,Wessels, 1988. *The Determinants Of Capital Structure Choice,* Journal of finance 43, PP : 1-19

Vidyanti, DN dan R, Handayani, 2006. *The Analysis Of The Effect Of Debt Policy, Divident Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size And Earning Volatility To Managerial Ownership Based On Agency Theory Perspective,* Jurnal Bisnis Dan Akuntansi, vol.8, no.2, april, hlm. 19-33

Venkatesh, P. 1989, *The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earning Announcements and Return Volatility*, Journal of Business, 62, 175-198.

Wahidahwati. 2002. *Kepemilikan Munajerial dan Agency Conflict Analisis Persamaan Simultan Non Linier dan Kepemilikan Manajerial*. *Penerimaan Resiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen.* SNA V, September 2002.

Wilberforce,T, 2000. *Substitutability of agency conflict control mecanism : a simultaneous*

*equation analysis of insider ownership, debt and dividen policies*, Tesis, , tidak dipublikasikan, Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.

Wilopo, 2002. *Pengaruh Struktur kepemilikan, Perilaku Manajemen Laba, Free cash flow hypothesis dan economic value added : Pendekatan Path Analysis*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia vol.17, No 4.