



KEPEMILIKAN *CEO* DALAM HUBUNGAN ANTARA KEBIJAKAN UTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Amrie Firmansyah✉, Agung Dinarjito, Sondy Akbar Ardiansyah,
Rozano Fikri Andana

Politeknik Keuangan Negara STAN Tangerang Selatan, Indonesia
✉amrie@pknstan.ac.id, agung.dinarjito@pknstan.ac.id,
4132210026_sondy@pknstan.ac.id, 4132210041_rozano@pknstan.ac.id

<https://doi.org/10.46367/jas.v6i2.826>

Received: Oct 12, 2022 Revised: Nov 07, 2022 Accepted: Nov 16, 2022 Published: Dec 16, 2022

ABSTRACT

This research aims to show the effect of debt policy on dividend policy and the moderating role of chief executive officer (CEO) share ownership in the relationship between debt policy and dividend policy. Data on the financial reports of companies in the non-financial sector listed on the Indonesia Stock Exchange from 2008 to 2020 are used as research data. Research data is sourced from www.idnfinancials.com and the company's official website. The number of samples used in testing this research was 454 observations based on purposive sampling. Data analysis in this research used logistic regression. This research shows the results that debt policy has a negative effect on dividend policy. In addition, CEO share ownership weakens the negative effect of debt policy on dividend policy. This research shows that the Indonesian Financial Services Authority needs to improve governance, especially concerning investment protection on the Indonesian Stock Exchange.

Keywords: CEO ownership, debt policy, dividend policy.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menunjukkan pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan dividen dan peran moderasi kepemilikan saham oleh *chief executive officer (CEO)* dalam hubungan kebijakan utang dan kebijakan dividen. Data laporan keuangan perusahaan dalam sektor non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2020 digunakan sebagai data penelitian. Data penelitian bersumber dari www.idnfinancials.com dan situs resmi perusahaan. Jumlah sampel yang digunakan dalam pengujian penelitian ini adalah 454 observasi berdasarkan *purposive sampling*. Analisis data penelitian ini menggunakan regresi logistik. Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Selain itu, kepemilikan saham oleh *CEO* memperlemah pengaruh negatif kebijakan utang terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menunjukkan bahwa Otoritas Jasa Keuangan Indonesia perlu meningkatkan tata kelola khususnya terkait dengan perlindungan investasi di Bursa Efek Indonesia.

Kata kunci: kepemilikan *CEO*, kebijakan hutang, kebijakan dividen.



PENDAHULUAN

Indonesia termasuk dalam lima besar negara tujuan investasi pada tahun 2019 (UNCTAD 2020). Kondisi ini menunjukkan bahwa Indonesia merupakan negara yang potensial sebagai tempat tujuan penanaman modal investasi. Investasi dapat dilakukan pada sektor *real* maupun pada investasi saham di pasar modal (Firmansyah and Triastie 2020). Imbal balik investor dalam berinvestasi adalah dalam bentuk dividen maupun selisih harga beli dan harga jualnya (*capital gain*). Terkait dengan hal tersebut, kebijakan pemberian dividen merupakan keputusan pembagian keuntungan bersih yang didapatkan perusahaan kepada pemegang saham (Tarmizi and Agnes 2016). Kebijakan pembayaran dividen antar perusahaan dan antar negara tidak selalu sama (Lavista, Utami, and Puspitasari 2018). Di negara-negara barat, besar kecilnya pembagian dividen ditentukan oleh manajemen pada perusahaan (Lavista, Utami, and Puspitasari 2018). Sementara itu, keputusan atas pembagian dividen oleh perusahaan di Indonesia ditetapkan dalam rapat umum pemegang saham (RUPS) (Lavista, Utami, and Puspitasari 2018).

Berdasarkan undang-undang nomor 40 tahun 2007 tentang perseroan terbatas, pasal 71 mengatur bahwa pembagian seluruh laba bersih yang dilakukan perusahaan sebagai dividen setelah dikurangi penyisihan untuk cadangan kepada pemegang saham, kecuali ditentukan lain dalam RUPS. Pihak manajemen perusahaan memiliki hak untuk menentukan kebijakan dividen yang akan diambil kecuali ditentukan lain dalam RUPS. Hal ini juga diperkuat dengan adanya peraturan Otoritas Jasa Keuangan nomor 15/POJK.04/2020 tentang rencana dan penyelenggaraan rapat umum. Terlihat bahwa tidak semua perusahaan yang memiliki keuntungan memberikan dividen kepada pemegang saham (Asikin, Gultom, and Firmansyah 2021).

Damodaran (1999) menyebutkan bahwa pembayaran dividen sebagai ukuran risiko perusahaan bagi investor atau calon investor yang ingin berinvestasi. Dividen dapat dijadikan sebagai bentuk penghargaan perusahaan kepada pemegang saham dan juga untuk mempengaruhi harga saham (McLaney 2009). Salah satu daya tarik investasi suatu negara terlihat dari kinerja bursa efek yang menjadi ukuran pertumbuhan ekonomi suatu negara. Pada saat bursa efek dalam keadaan tidak menarik, maka kesempatan investor untuk berinvestasi menjadi kecil. Atmaz and Basak (2022) menyatakan bahwa tidak adanya perusahaan yang membagi dividen di pasar saham menyebabkan korelasi yang lebih rendah antara pengembalian pasar saham dan tingkat pertumbuhan konsumsi agregat. Selain itu, ketidakhadiran dividen di bursa efek akan mengakibatkan premi risiko pasar dan volatilitas menjadi menurun. Kondisi ini akan menyebabkan pasar menjadi tidak menarik lagi bagi investor, karena investor tidak mendapatkan tingkat pengembalian sesuai dengan harapannya.

Dividen masih menjadi ukuran perusahaan yang memiliki kinerja keuangan sehat. Jumlah dividen dan pertumbuhan dividen yang semakin besar dapat meningkatkan nilai perusahaan (Titman, Keown, and Martin 2018). Kenyataannya, banyak perusahaan yang sengaja tidak membagi dividen dengan alasan untuk ekspansi (Wibawa 2013; Martins and Novaes 2012). Walaupun Mahenthiran, Cademartori, and Gjerde (2020); Martins and Novaes (2012); Vancin and Kirch (2020) memberikan bukti bahwa dengan membagi dividen tidak



mengurangi kemampuan perusahaan berinvestasi dan bahkan membuat bursa saham di Brazil dan Chili menjadi lebih menarik daripada di Amerika. Di sisi lain, Mahenthiran, Cademartori, and Gjerde (2020) menyatakan bahwa dengan *mandatory* dividen dapat melindungi kepentingan minoritas.

Perusahaan yang tidak memberikan dividen kepada pemegang saham dapat menurunkan kepercayaan investor dalam berinvestasi di perusahaan tersebut. Kenaikan jumlah dividen yang dibagikan dapat dianggap sebagai suatu sinyal bahwa manajemen perusahaan memperkirakan laba yang baik dimasa yang akan datang (Narayanti and Gayatri 2020). Teori pensinyalan menyatakan bahwa berbagai informasi terkait dengan kebijakan pembagian dividen suatu perusahaan yang listed di bursa, merupakan tanda atau sinyal terkait dengan kemungkinan-kemungkinan kebijakan perusahaan pada masa depan (Sudiartana and Yudiantara 2020). Sebagian dari para pemegang saham menghendaki kestabilan pembagian dividen karena kondisi ini dianggap dapat mengurangi keengganan investor dalam menginvestasikan dananya (Septian and Lestari 2016). Di sisi yang lain, semakin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi (Silaban and Purnawati 2016). Dengan demikian, ulasan topik dividen tetap dan akan selalu menarik untuk dibahas dalam suatu penelitian.

Penelitian sebelumnya yang telah menguji dividen dengan profitabilitas antara lain oleh (Agustino and Dewi 2019; Cisilia and Amanah 2017; Thaib and Taroreh 2015; Wahyuliza and Fahyani 2019; Wulandari, Ambarita, and Darsono 2019; Asikin, Gultom, and Firmansyah 2021; Tarmizi and Agnes 2016). Kebijakan hutang oleh (Ismiati and Yuniati 2017; Prastyo and Kusumawati 2021; Sumanti and Mangantar 2015; Agustino and Dewi 2019; Cisilia and Amanah 2017; Thaib and Taroreh 2015; Wahyuliza and Fahyani 2019; Wulandari, Ambarita, and Darsono 2019). Ukuran perusahaan oleh (Agustino and Dewi 2019; Wahyuliza and Fahyani 2019). Pertumbuhan perusahaan oleh (Aisyah and Hariyono 2020; Cisilia and Amanah 2017; Wahyuliza and Fahyani 2019). Posisi kas oleh (Cisilia and Amanah 2017). kepemilikan manajerial oleh (Roos and Manalu 2019; Aisyah and Hariyono 2020; Cisilia and Amanah 2017; Ismiati and Yuniati 2017; Sumanti and Mangantar 2015; Tarmizi and Agnes 2016). Kepemilikan institusional oleh (Aisyah and Hariyono 2020; Ismiati and Yuniati 2017; Roos and Manalu 2019; Tarmizi and Agnes 2016). Konsentrasi kepemilikan oleh (Aisyah and Hariyono 2020). Arus kas bebas oleh (Tarmizi and Agnes 2016; Wulandari, Ambarita, and Darsono 2019). Kesempatan bertumbuh oleh (Aisyah and Hariyono 2020). Pertumbuhan laba (Cahyanti 2018; Prastyo and Kusumawati 2021), kesempatan investasi (Roos and Manalu 2019).

Salah satu kebijakan manajer di dalam perusahaan adalah kebijakan utang perusahaan. Struktur pendanaan, perusahaan dihadapkan pada pemilihan utang dan modal ekuitas (Brigham and Houston 2019). Ketika perusahaan memilih untuk menggunakan utang dalam struktur pendanaannya, maka perusahaan akan menanggung biaya utang (Firmansyah et al. 2021; Purwaka et al. 2022). Namun ketika perusahaan memilih untuk menggunakan modal ekuitas dalam struktur pendanaannya, maka perusahaan akan menanggung biaya ekuitas (Firmansyah et al. 2021; Purwaka et al. 2022). Berdasarkan laporan keuangan, kepentingan kreditor harus didahulukan dibandingkan dengan kepentingan investor, karena kewajiban pembayaran beban bunga utang diperhitungkan sebelum perhitungan

laba bersih (Kieso, Weygandt, and Warfield 2018). Sementara itu, pembayaran dividen diperhitungkan setelah perusahaan mendapatkan laba rugi dalam satu periode (Kieso, Weygandt, and Warfield 2018). Selain itu, apabila perusahaan dilikuidasi, penyelesaian kepentingan kreditor diprioritaskan dibandingkan dengan kepentingan investor atau pemegang saham (Beams et al. 2018).

Kebijakan hutang yang mempertimbangkan biaya tetap berupa beban bunga. Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi akan mendahulukan kepentingan kreditor dibanding dengan kepentingan para pemegang saham (Asikin, Gultom, and Firmansyah 2021). Struktur modal yang didominasi oleh utang yang lebih besar menunjukkan bahwa manajer lebih mempertimbangkan kepentingan kreditor dibandingkan kepentingan pemegang saham, sehingga informasi asimetri menjadi lebih besar (Firmansyah, Fauzi, and Yuniar 2020). Cisilia and Amanah (2017); Ismiati and Yuniati (2017); Thaib and Taroreh (2015); Wahyuliza and Fahyani (2019) menyatakan bahwa kebijakan utang dapat menurunkan kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada pemegang saham. Sementara itu, Prastyo and Kusumawati (2021) menyatakan bahwa perusahaan dapat membayarkan dividen walaupun memiliki jumlah utang yang tinggi. Selanjutnya, Agustino and Dewi (2019); Sumanti and Mangantar (2015); Wulandari, Ambarita, and Darsono (2019) menemukan bahwa kebijakan utang yang diambil oleh manajer tidak berkaitan dengan kebijakan dividennya. Perbedaan hasil pengujian dalam penelitian-penelitian sebelumnya mendorong pengujian kebijakan utang terhadap kebijakan dividen perlu dilakukan kembali.

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan total utang jangka panjang terhadap total aset. Sementara itu penelitian sebelumnya menggunakan *debt to equity ratio* oleh (Agustino and Dewi 2019; Cisilia and Amanah 2017; Prastyo and Kusumawati 2021; Sumanti and Mangantar 2015; Wahyuliza and Fahyani 2019; Wulandari, Ambarita, and Darsono 2019) dan *debt to asset ratio* oleh (Ismiati and Yuniati 2017; Thaib and Taroreh 2015) sebagai proksi kebijakan utang. Utang jangka panjang erat kaitannya dengan investasi perusahaan pada aset jangka panjang yang secara umum digunakan untuk menghasilkan pendapatan operasi perusahaan. *Long term debt to asset ratio* menggambarkan kemampuan perusahaan untuk dapat melunasi utang jangka panjang (*solvency*). Struktur modal merupakan kombinasi ekuitas dan utang jangka panjang yang digunakan untuk membiayai investasi aset perusahaan (Titman, Keown, and Martin 2018). Pada saat perusahaan memilih menggunakan utang jangka panjang, maka perusahaan akan dihadapkan pada *debt covenant* yang membatasi perusahaan dalam melakukan pembagian dividen. Selain itu, dalam melakukan perjanjian utang jangka panjang, perusahaan akan dihadapkan atas *collateral* atau jaminan. Oleh karena itu, *long-term debt to assets ratio* (LTDAR) tepat digunakan sebagai proksi dari kebijakan utang perusahaan.

Penelitian ini juga memasukkan kepemilikan saham CEO sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara kebijakan utang dan kebijakan dividen yang masih jarang digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Kepemilikan manajerial secara umum merupakan tingkat kepemilikan atas saham perusahaan yang dimiliki oleh para manajer yang memiliki pengaruh dalam pembuatan kebijakan perusahaan (Tarmizi and Agnes 2016). Dalam kenyataannya seringkali



terdapat konflik yang terjadi antara manajer sebagai agen perusahaan dengan pemegang saham terkait dengan keputusan yang menyangkut keuntungan para pemegang saham seperti dividen (Anita and Yulianto 2016). Salah satu cara untuk menyelesaikan konflik tersebut adalah dengan memberi kesempatan kepada para manajer untuk memiliki kepemilikan saham yang bertujuan untuk menyamakan kepentingan manajer dengan para pemegang saham lainnya (Firmansyah, Jadi, and Sukarno 2021). Pihak manajemen akan memberikan perhatian lebih kepada kebijakan dividen, karena manajer memiliki kepentingan atas masalah pembagian dividen kepada pemegang saham (Roos and Manalu 2019). Adanya kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen akan meningkatkan pengawasan terhadap kebijakan dividen yang akan dijalankan oleh manajemen perusahaan (Roos and Manalu 2019). Arifin and Asyik (2015); Sumanti and Mangantar (2015) menemukan bahwa kepemilikan manajerial dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk memberikan dividen kepada pemegang saham.

Penelitian ini menggunakan kepemilikan saham oleh *CEO* dalam menjelaskan kepemilikan saham manajerial yang masih jarang digunakan dalam penelitian sebelumnya. Sementara itu, penelitian lainnya menggunakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh seluruh direksi sebagai proksi kepemilikan manajerial (Aisyah and Hariyono 2020; Cisilia and Amanah 2017; Ismiati and Yuniati 2017; Roos and Manalu 2019; Sumanti and Mangantar 2015; Tarmizi and Agnes 2016). *CEO* merupakan pemegang kekuasaan tertinggi dalam pengelolaan perusahaan. *CEO* memiliki peran penting dalam memimpin jalannya perusahaan, mengelola operasi perusahaan, dan perantara dengan berbagai stakeholders. *CEO* sebagai pengambil keputusan eksekutif tertinggi terkait dengan berbagai kebijakan perusahaan, termasuk kebijakan dividen. Karakteristik *CEO* memiliki peranan penting dalam mempengaruhi keputusan manajerial karena karakteristik individu *CEO* menjadi pertimbangan lebih daripada karakteristik grup direktur (Minichilli, Corbetta, and MacMillan 2010). *CEO* berbeda dengan direktur utama, namun seringkali dijabat oleh satu orang. Apabila *CEO* juga merupakan anggota direktur, maka *CEO* akan menjadi lebih berpengaruh dan dapat melakukan veto atas proposal yang diajukan oleh direktur lainnya (Tahir et al., 2020). Terkait kepemilikan saham oleh *CEO*, diyakini mampu mengurangi adanya *agency conflict* karena terdapat kepentingan pula dari *CEO* atas kinerja perusahaan, salah satunya terkait dengan kebijakan dividen. Pada saat *CEO* memiliki saham perusahaan, maka kebijakan *CEO* terkait laba yang diperoleh menjadi *indifference*, apakah akan dibagikan kepada pemegang saham atau diinvestasikan kembali ke perusahaan (Tahir et al., 2020). Kebijakan dividen dengan adanya kepemilikan oleh *CEO* tidak dipengaruhi sepenuhnya oleh *CEO*, namun ada faktor lain (Sugeng 2012). James, Benson, and Wu (2017) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh *CEO* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, tetapi hal tersebut tergantung dari kebijakan dividen sebelumnya dan tingkat arus kas bebas perusahaan. Bergstresser and Philippon (2006) menyatakan bahwa semakin dekat kompensasi *CEO* dengan harga saham dan adanya kepemilikan *CEO* terhadap saham perusahaan mengakibatkan semakin tinggi pula pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Pendapat ini juga didukung oleh Modibbo and Kumshe (2020) bahwa dengan adanya kepemilikan saham oleh *CEO* maka akan mempengaruhi kebijakan dividen.



TELAHAH LITERATUR

Dalam teori keagenan, terdapat adanya hubungan dua pihak yaitu agen sebagai pihak yang menjalankan perusahaan dan prinsipal sebagai pihak pemilik perusahaan (Jensen and Meckling 1976). Pemegang saham menghendaki adanya kenaikan kekayaannya melalui investasi yang diberikan kepada perusahaan. Sementara itu, pihak manajer selaku agen tidak selamanya mengikuti keinginan dari prinsipal. Manajer memiliki informasi perusahaan yang lebih utuh dibandingkan dengan pemilik perusahaan karena manajer merupakan pengelola perusahaan (Scott 2015). Akibatnya manajer dapat memanfaatkan kondisi tersebut untuk memenuhi keinginannya yang tidak sejalan dengan keinginan dari pemegang saham. Sementara itu, pemilik perusahaan hanya memperoleh informasi keuangan perusahaan berdasarkan laporan keuangan yang diberikan perusahaan kepada publik. Adanya informasi asimetri tersebut mengakibatkan adanya konflik kepentingan di antara manajer dan pemegang saham (Jadi et al. 2021).

Salah satu yang dimanfaatkan oleh manajer terkait dengan pendanaan perusahaan adalah melalui kebijakan utang. Kebijakan utang merupakan keputusan manajer dalam memperoleh pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang (Ramadhan and Firmansyah 2022; Annida and Firmansyah 2022). Pilihan dengan menggunakan utang dalam struktur modal perusahaan lebih disukai oleh manajer karena biaya utang dalam bentuk beban bunga lebih kecil dibandingkan biaya ekuitas (Ismiati and Yuniati 2017). Namun, peningkatan jumlah utang akan meningkatkan masalah keagenan antara investor saham dengan pihak investor hutang (Jensen and Meckling 1976). Perusahaan akan lebih transparan kepada kreditor demi mendapatkan utang dengan persyaratan yang lebih mudah bagi perusahaan (Firmansyah, Fauzi, and Yuniar 2020). Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi harus memenuhi kewajibannya sesuai dengan dokumen persyaratan kredit (Lestari and Chabachib 2016). Kondisi ini dapat menurunkan tingkat keuntungan perusahaan karena perusahaan harus menanggung beban bunga kepada kreditor dan dampaknya dapat menurunkan tingkat pembayaran dividen kepada pemegang saham. Informasi tersebut dapat digunakan sebagai sinyal bagi pemegang saham dalam menilai informasi yang diberikan oleh perusahaan melalui laporan keuangan. Di satu sisi, informasi atas penggunaan utang lebih besar dalam struktur modal dalam perusahaan dapat dianggap sebagai *bad news* karena dapat mengurangi kesempatan bagi pemegang saham untuk menerima dividen. Selain itu, penggunaan utang yang lebih tinggi mengakibatkan perusahaan memiliki potensi mengalami kondisi kesulitan keuangan atau kebangkrutan di masa mendatang. Di sisi lain, penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dapat meningkatkan optimalisasi kinerja perusahaan. Manajer dalam perusahaan akan memiliki kinerja yang optimal dengan adanya utang yang lebih tinggi.

Manajer akan lebih memperhatikan rasio hutang yang dimiliki perusahaan karena manajer juga memiliki kepentingan dari kebijakan dividen perusahaan. Hasil pengujian yang dilakukan oleh Cisilia and Amanah (2017); Ismiati and Yuniati (2017); Thaib and Taroreh (2015); Wahyuliza and Fahyani (2019) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Ketika perusahaan memiliki utang dalam struktur pendanaannya, maka



manajer akan lebih memperhatikan kepentingan kreditor untuk menghindari denda atas pembayaran keterlambatan bunga kepada kreditor. Selain itu, pembayaran bunga dapat mengurangi laba bersih yang menjadi sumber utama dalam pembayaran dividen.

H₁: kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan yang diambil oleh manajer dalam operasi perusahaan dapat menimbulkan masalah keagenan, karena manajer dapat memiliki motif yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham (Scott 2015). Untuk meminimalisir adanya informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham adalah dengan kepemilikan saham manajer. *CEO* merupakan pihak utama yang memiliki wewenang dan bertanggung jawab dalam mengelola perusahaan (Sitorus, Firli, and Ramadhan 2017). Kepemilikan saham oleh *CEO* mengakibatkan *CEO* berada posisi pemegang saham. Kepemilikan saham oleh *CEO* diharapkan bahwa *CEO* dapat membuat kebijakan perusahaan yang menyelaraskan kepentingan perusahaan dengan kepentingan pemegang saham. Kepemilikan saham oleh *CEO* dianggap berguna bagi pemegang saham karena *CEO* memiliki kendali utama atas aktivitas operasi perusahaan dan dapat mempengaruhi keputusan jajaran yang berada dibawahnya (Pebriyanti et al. 2022; Firmansyah, Jadi, and Sukarno 2021).

Kepemilikan manajerial memiliki dampak yang penting dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham karena kepemilikan saham oleh *CEO* mengakibatkan kebijakan dividen juga merupakan prioritas perusahaan (Arifin and Asyik 2015). Pengujian yang dilakukan oleh Arifin and Asyik (2015); Sumanti dan Mangantar (2015) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial dapat meningkatkan kebijakan manajer untuk memberikan dividen kepada pemegang saham. Ketika perusahaan memiliki utang yang lebih besar dalam struktur pendanaan perusahaan, perusahaan akan berusaha untuk mendahulukan kepentingan kreditor. Namun, dengan adanya kepemilikan saham oleh *CEO*, maka kebijakan *CEO* diharapkan dapat memenuhi harapan dari pemegang saham untuk mendapatkan dividen. *CEO* selaku pemegang saham juga diharapkan memiliki kepentingan untuk mendapatkan dividen dari perusahaan.

H₂: kepemilikan *CEO* memperlemah pengaruh negatif kebijakan utang terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian kuantitatif ini menggunakan data dan informasi dari laporan keuangan perusahaan sektor *non financial* yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Data diperoleh dari www.idnfinancials.com dan situs resmi perusahaan. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria (Tabel 1). Kebijakan dividen merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. Kebijakan dividen dalam penelitian ini berfokus kepada kebijakan perusahaan untuk membagikan bagian laba dalam bentuk dividen, sehingga kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dengan variabel *dummy* sebagaimana yang digunakan oleh (Mladenoska 2017). Dalam penelitian ini, skala “0” diberikan kepada perusahaan yang tidak membagikan dividen pada periode tersebut. Skala “1” diberikan kepada perusahaan yang membagikan dividen pada periode tersebut. Proksi ini lebih tepat digunakan untuk menguji kebijakan perusahaan dalam bentuk membagi dividen atau tidak (Hakansson 1982). Proksi



lain seperti *dividend payout ratio* lebih tepat digunakan untuk menjelaskan kebijakan dividen perusahaan yang telah membagi dividen seperti penelitian Martins and Novaes (2012) menggunakan *dividend payout ratio* untuk membandingkan perusahaan yang membagi dividen kecil (*small dividend*) dan dividen besar (*large dividend*).

Tabel 1 Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Emiten non finansial yang telah terdaftar di BEI per Januari 2022	622
Emiten yang listed setelah 1 Januari 2008 dan/atau tidak memiliki kepemilikan saham oleh CEO	(580)
Emiten dengan kepemilikan saham oleh CEO	42
Tahun penelitian (2008-2020)	13
Jumlah	546
Data perusahaan yang tidak lengkap	(92)
Total Sampel	454

Sumber: data sekunder (diolah)

Variabel independen adalah kebijakan utang yang menggunakan proksi rasio liabilitas jangka panjang terhadap total aset sebagaimana (Fengju et al. 2013). Variabel moderasi yang digunakan pada penelitian ini adalah kepemilikan CEO. Proksi kepemilikan CEO mengikuti penelitian Saidu (2019); Firmansyah, Jadi, and Sukarno (2021); Pebriyanti et al. (2022). Penelitian ini menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, *asset tangibility*, dan profitabilitas. Ukuran perusahaan merupakan gambaran total aset yang dimiliki perusahaan tersebut. Proksi yang digunakan untuk mengukurnya adalah sebagaimana yang digunakan oleh Budianto and Payamta (2014); Hadi et al. (2021). *Asset tangibility* merupakan gambaran kedepan terhadap kondisi *asset*, serta pemanfaatannya. Rasio ini memberikan keamanan bagi para kreditur karena terdapat toleransi dalam kebangkrutan usaha dan memberikan perusahaan kemudahan dalam pendanaan dengan biaya lebih rendah (Baker and Martin 2011; Ariyanti 2019). Proksi *asset tangibility* yang digunakan mengikuti penelitian (Firmansyah, Jadi, and Sukarno 2021). Profitabilitas adalah rasio kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dalam perusahaan dengan mengelola sumber daya perusahaan seperti modal, aset, atau hasil penjualan pada perusahaan (Kasmir 2014). Proksi *operating profit margin* berdasarkan penelitian (Peranginangin 2019).

Teknik analisis data menggunakan regresi logistik biner. Regresi logistik biner ini digunakan karena variabel dependen berasal data bersifat dikotomi (Wulandari, Ambarita, and Darsono 2019). Dalam hal ini data variabel dependen terdiri dari membagi dividen dan tidak membagikan dividen. Adapun model penelitian ini adalah sebagai berikut:

Model 1 untuk menguji hipotesis 1

$$Div_i = \alpha_0 + \beta_1MOW_i + \beta_2SIZE_i + \beta_3TAN_i + \beta_4PM_i + \beta_5LEV_i + \varepsilon_i \dots\dots\dots(1)$$

Model 2 untuk menguji hipotesis 2

$$Div_i = \alpha_0 + \beta_1MOW_i + \beta_2SIZE_i + \beta_3TAN_i + \beta_4PM_i + \beta_5LEV_i + \beta_6MOW_i*LEV_i + \varepsilon_i \dots\dots\dots(2)$$

Di mana:

- Div = Kebijakan dividen
 α_0 = Konstanta
MOW = Kepemilikan saham oleh CEO
SIZE = Ukuran Perusahaan
TAN = *Asset Tangibility*
PM = Profitabilitas
LEV = *Leverage*
 ε = *Error*

HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2 Statistik Deskriptif

<i>Var</i>	<i>Min.</i>	<i>Max.</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev</i>
Div	0,0000	1,0000	0,6233	0,4850
MOW	0,000004	0,6600	0,0540	0,1307
SIZE	24,460	32,730	28,037	1,7708
TAN	0,0600	25,000	1,8393	2,8702
PM	-2,3800	0,6800	0,0442	0,2419
LEV	0,00016	0,8500	0,1564	0,1421

Sumber: data sekunder (diolah)

Berdasarkan Tabel 2 dapat dijelaskan bahwa sebanyak 62,33% perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini membagikan dividen. Kepemilikan saham CEO (MOW) secara rata-rata sebesar 0,054, dengan nilai minimum sebesar 0,000004 yang dimiliki oleh ANTM di tahun 2015 dan 2016, dan nilai maksimum sebesar 0,66 yang dimiliki oleh PSTN dari tahun 2008 sampai dengan 2020. Ukuran perusahaan (SIZE) secara rata-rata sebesar 28,037, dengan nilai minimum sebesar 24,460 yang dimiliki oleh PGLI di tahun 2010 dan nilai maksimum sebesar 32,73 yang dimiliki oleh INDF di tahun 2020. *Tangibility* (TANG) secara rata-rata sebesar 1,8393, dengan nilai minimum sebesar 0,06 yang dimiliki oleh TKGA di tahun 2011 dan nilai maksimum sebesar 25,00 yang dimiliki oleh POOL di tahun 2015. Profitabilitas (PM) secara rata-rata sebesar 0,0442, dengan nilai minimum sebesar -2,38 yang dimiliki oleh PKPK di tahun 2015 dan nilai maksimum sebesar 0,68 yang dimiliki oleh POOL di tahun 2010. Kebijakan utang (LEV) secara rata-rata sebesar 0,1564, dengan nilai minimum sebesar 0,00016 yang dimiliki oleh STTP di tahun 2020 dan nilai maksimum sebesar 0,85 yang dimiliki oleh INTA di tahun 2019.

Berdasarkan Tabel 3, hasil pengujian model 1 menunjukkan bahwa kebijakan utang (LEV) memiliki nilai *sig.* sebesar 0,000 dengan koefisien bernilai -3,191. Pengujian ini menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen dengan level signifikansi sebesar 1%, sehingga H_1 diterima. Pada pengujian model 2, interaksi kepemilikan CEO (MOW) dan kebijakan utang (LEV) memiliki nilai *sig.* sebesar 0,051 dengan koefisien bernilai 12,313. Pengujian ini menyatakan bahwa kepemilikan CEO memperlemah



pengaruh negatif kebijakan utang terhadap kebijakan dividen dengan level signifikansi sebesar 10%, sehingga H_2 diterima.

Tabel 3 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Var	Model 1			Model 2		
	B	Wald	Sig.	B	Wald	Sig.
C	-7,969	17,903	0,000***	-7,598	15,572	0,000***
LEV	-3,191	14,861	0,000***	-4,442	20,392	0,000***
SIZE	0,317	21,488	0,000***	0,319	20,720	0,000***
TAN	-0,005	0,015	0,903	-0,032	0,650	0,420
PM	2,833	9,791	0,002***	2,221	6,275	0,012**
MOW				-4,480	13,779	0,000***
MOW*LEV				12,313	3,810	0,051*
<i>Nagelkerke R²</i>	0,190			0,235		
<i>Chi²</i>	68,049			85,885		
<i>Sig. (Chi²)</i>	0,000			0,000		

Keterangan: ***) signifikan level 0,01; **) signifikan level 0,05; *) signifikan level 0,1
Sumber: data sekunder (diolah)

Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan Cisilia and Amanah (2017); Ismiati and Yuniati (2017); Thaib and Taroreh (2015); Wahyuliza and Fahyani (2019), namun tidak sejalan dengan Agustino and Dewi (2019); Prastyo and Kusumawati (2021); Sumanti and Mangantar (2015); Wulandari, Ambarita, and Darsono (2019). Pemilihan kebijakan manajer dengan membagi dividen yang besar kepada pemegang saham menunjukkan sinyal bahwa perusahaan memiliki kewajiban utang kepada kreditor yang rendah dan sebaliknya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan bekerja dengan mekanisme sesuai dengan urutan pembayaran kewajiban sebagaimana dalam laporan keuangan yaitu dengan memprioritaskan kepentingan kreditor. Perusahaan dengan tingkat kewajiban yang besar memiliki potensi yang lebih kecil dalam pemenuhan pembagian dividen kepada pemegang saham. Hal ini biasanya terkait dengan *debt covenant* yang diberikan oleh kreditor. Kreditor cenderung memberikan *covenant* yang memastikan bahwa beban bunga dan cicilan pokok utang dapat diselesaikan terlebih dahulu sebelum perusahaan membayar dividen (Sugeng 2012).

Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa struktur modal dengan penggunaan utang yang lebih tinggi dapat menurunkan kesempatan bagi pemegang saham untuk mendapatkan dividen. *Covenant* biasanya akan memastikan bahwa hak para kreditor terbayar terlebih dahulu sebelum pemegang saham menerima bagiannya. Penggunaan utang yang lebih besar mengakibatkan berkurangnya laba bersih karena perusahaan harus menanggung beban bunga yang lebih besar, hal ini akan mengurangi kemampuan perusahaan membayar dividen. Selain itu, bagian angsuran pinjaman juga akan mengurangi ketersediaan kas perusahaan yang dampaknya juga akan mengurangi kemampuan perusahaan membayar dividen (Asikin, Gultom, and Firmansyah 2021).



Dampak dari struktur modal dengan penggunaan utang lebih besar mengakibatkan perusahaan cenderung mengurangi bagian dividen atau bahkan tidak membagi dividen kepada pemegang saham. Kondisi ini diambil oleh manajer untuk memastikan perusahaan dalam keadaan *solven* dan memenuhi perjanjian *covenant*-nya. Dengan mematuhi *covenant*, perusahaan akan terhindar dari potensi denda dan kepailitan.

Peran Moderasi Kepemilikan Saham CEO Dalam Hubungan Kebijakan Utang Dan Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham CEO dapat memperlemah pengaruh negatif kebijakan utang terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa CEO tetap memperhatikan haknya selaku pemegang saham perusahaan yaitu untuk mendapatkan dividen walaupun perusahaan menanggung adanya beban utang. Pembayaran dividen ini akan tetap memperhatikan ketersediaan *cash flow* dan restriksi *debt covenant* (James, Benson, and Wu 2017). Namun, CEO yang memiliki pemilikan pada perusahaan akan cenderung untuk membagi dividen, hal ini sejalan dengan kepentingan pemegang saham agar dapat memberikan *return* yang cepat dan besar (Jensen 1986). Apabila dikaitkan dengan *bird in the hand theory*, pemegang saham cenderung lebih memilih pendapatan yang berasal dari dividen daripada dari *capital gain* (Brigham and Houston 2019). Oleh karena itu, CEO dengan kekuasaan yang dimilikinya akan berusaha untuk tetap membagikan dividen walaupun ada keterbatasan terkait dengan *debt covenant*.

Jensen (1986) menyatakan bahwa terdapat kecenderungan dari manajer untuk tidak membagi dividen atau membagi dividen dalam jumlah yang kecil karena mereka menghindari biaya modal yang tinggi di kemudian hari apabila menggunakan sumber pembiayaan eksternal. CEO yang memiliki pengaruh signifikan cenderung untuk tidak membayar dividen (Pan, Wang, and Weisbach 2016). Kondisi inilah yang menyebabkan adanya permasalahan agensi. Selain itu, CEO yang membagikan dividen dalam jumlah besar cenderung dianggap telah melakukan mitigasi reputasi karena kinerja atau *governance* perusahaan yang lemah atau karena menghindari sanksi (Porta et al. 2000).

Berbeda dengan pendapat sebelumnya, kepemilikan manajerial memiliki dampak yang penting dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham karena kepemilikan saham oleh CEO mengakibatkan kebijakan dividen juga merupakan prioritas perusahaan (Arifin and Asyik 2015). Sheikh (2021) menyatakan bahwa CEO yang memiliki pengaruh dalam menetapkan kebijakan berkorelasi positif terhadap kebijakan dividen untuk membayar atau meningkatkan pembayaran dividen. Kondisi ini dapat terjadi apabila perusahaan memiliki *cash* yang cukup dan menghasilkan laba yang besar. Selanjutnya, Lee, Low, and Teoh (2019) menyatakan bahwa dalam kondisi perusahaan yang sedang membutuhkan dana dari pihak eksternal, maka CEO dapat menggunakan keputusannya untuk membagi dividen apabila *net expected value of reputation* diperkirakan positif.

CEO yang memiliki saham perusahaan akan berusaha untuk mencari strategi dalam pemenuhan pembayaran dividen kepada pemegang saham terlepas dari pilihan-pilihan kebijakan perusahaan atas laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan dalam satu periode. Dengan demikian, kepemilikan saham oleh CEO dapat menyelaraskan kepentingan pemegang saham. Pada suatu perusahaan



dengan persentase kepemilikan saham manajerial yang tinggi, khususnya saham yang dimiliki oleh *CEO*, maka *CEO* berusaha untuk memberikan keputusan terbaik demi kelangsungan perusahaan. *CEO* selaku pimpinan tertinggi dalam perusahaan mengeluarkan kebijakan untuk investasi agar mendapatkan keuntungan yang lebih besar di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini juga secara tersirat menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh *CEO* dapat meminimalisir adanya informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham.

KESIMPULAN

Kebijakan utang yang ditempuh oleh perusahaan dapat menurunkan kesempatan bagi pemegang saham untuk mendapatkan dividen. Perusahaan berusaha untuk memenuhi kewajiban kepada kreditor untuk menghindari adanya denda pembayaran bunga dan potensi kepailitan di masa mendatang. Namun, hubungan tersebut dapat diperbaiki dengan kepemilikan saham oleh *CEO*. *CEO* memiliki kepentingan selaku pemegang saham perusahaan agar haknya dapat terpenuhi. Selain itu, *CEO* yang merupakan pemegang kekuasaan tertinggi dalam perusahaan memiliki strategi pemenuhan kewajiban kepada kreditor dan kewajiban kepada pemegang saham terpenuhi dengan tetap mempertimbangkan prioritas utama kepada kreditor.

Penelitian ini memiliki keterbatasan atas jumlah sampel karena sampel yang digunakan terbatas pada perusahaan yang memiliki kepemilikan saham oleh *CEO*, sedangkan pengaruh kepemilikan dewan direksi dan komisaris terhadap kebijakan dividen belum diperhitungkan. Selain itu, penelitian ini belum mengukur pengaruh dari tata kelola perusahaan dan pengaruh dari pengawas pasar modal. Pada saat perusahaan memiliki *covenant* yang tinggi dan memiliki tata kelola perusahaan yang baik, akan sangat sulit untuk *CEO* membagi dividen apabila *covenant* tidak dipenuhi terlebih dahulu. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan jangka waktu yang lebih panjang dan menggunakan variabel *dummy* sebagai kepemilikan saham *CEO* sehingga dapat menghasilkan jumlah sampel yang lebih besar.

Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa Otoritas Jasa Keuangan perlu menyusun aturan terkait kewajiban perusahaan untuk memberikan bonus saham atau *stock options* kepada *CEO* dan anggota direksi agar para direksi dapat memilih kebijakan dividen yang menguntungkan pemegang saham. Selain itu, sesuai dengan POJK nomor 11/POJK.04/2017 tentang laporan kepemilikan atau setiap perubahan kepemilikan saham perusahaan terbuka, perlu pengawasan yang ketat terkait kewajiban direksi untuk melaporkan kepemilikan sahamnya di perusahaan terbuka. Selanjutnya, Otoritas Jasa Keuangan perlu melanjutkan penyusunan aturan terkait kewajiban pembagian dividen bagi para emiten yang menghasilkan laba. Aturan tersebut akan memberikan keuntungan bagi pemegang saham dan ada kecenderungan membuat pasar modal bergairah.

DAFTAR PUSTAKA

Agustino, Ni Wayan Indah Paramyta, and Sayu Ketut Sutrisna Dewi. 2019. "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Dan Leverage Terhadap



- Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur.” *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana* 8 (8): 4957–82.
<https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2019.v08.i08.p09>.
- Aisyah, Nur, and Anwar Hariyono. 2020. “Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Growth Opportunity Terhadap Dividen Payout Ratio.” *JIATAX (Journal of Islamic Accounting and Tax)* 3 (1): 45–62.
<https://doi.org/10.30587/jiatax.v3i1.2312>.
- Anita, Aprilia, and Arief Yulianto. 2016. “Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan.” *Management Analysis Journal* 5 (1): 17–23.
<https://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/maj/article/view/8116>.
- Annida, Luthfia, and Amrie Firmansyah. 2022. “Environmental Uncertainty, Debt Policy, Tax Avoidance: Does Managerial Ability Matter?” *Riset: Jurnal Aplikasi Ekonomi, Akuntansi Dan Bisnis* 4 (2): 54–71.
<https://doi.org/10.37641/riset.v4i2.162>.
- Arifin, Samsul, and Nur Fadrijih Asyik. 2015. “Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Growth Potential, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen.” *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi* 4 (2): 1–17.
<http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/3382>.
- Ariyanti, Rizka. 2019. “Pengaruh Tangible Asset, Roe, Firm Size, Liquidity Terhadap Price Book Value Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Perbankan.” *BALANCE: Economic, Business, Management And Accounting Journal* 16 (1): 1–11.
<https://doi.org/10.30651/blc.v16i1.2450>.
- Asikin, Nurlatifah, Samtri Dortua Gultom, and Amrie Firmansyah. 2021. “Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Di Indonesia: Kebijakan Utang, Profitabilitas, Likuiditas.” *Statera: Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* 3 (1): 19–28.
<https://doi.org/10.33510/statera.2021.3.1.19-28>.
- Atmaz, Adem, and Suleyman Basak. 2022. “Stock Market and No-dividend Stocks.” *The Journal of Finance* 77 (1): 545–599.
<https://doi.org/10.1111/jofi.13098>.
- Baker, H. Kent, and Gerald S. Martin. 2011. *Capital Structure and Corporate Financing Decisions*. C. Wiley. <https://doi.org/10.1002/9781118266250>.
- Beams, Floyd A., Joseph H. Anthony, Bruce Bettinghaus, and Kenneth Smith. 2018. *Advanced Accounting*. 13th ed. New Jersey: Pearson.
- Bergstresser, Daniel, and Thomas Philippon. 2006. “CEO Incentives and Earnings Management.” *Journal of Financial Economics* 80 (3): 511–29.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>.
- Brigham, Eugene F., and Joel F. Houston. 2019. *Fundamentals of Financial Management*. Massachusetts: Cengage Learning.
- Budianto, Wahyu, and Payamta Payamta. 2014. “Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi.” *Assets: Jurnal Akuntansi Dan Pendidikan* 3 (1): 13–25. <https://doi.org/10.25273/jap.v3i1.1207>.
- Cahyanti, Sinta. 2018. “Pengaruh Rasio Keuangan Dan Pertumbuhan Laba Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI.” *Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Akuntansi* 3 (2): 739–54.

- <https://doi.org/10.30736%2Fjpensiv3i2.167>.
- Cisilia, Aimee, and Lailatul Amanah. 2017. "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Cash Position, Growth Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen." *JIRA: Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi* 6 (3): 1–15. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/1020>.
- Damodaran, Aswath. 1999. "Financing Innovatons and Capital Structure Choices." *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (1): 28–39. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00657.x>.
- Fengju, Xu, Rasool Yari Fard, Leila Ghassab Maher, and Nader Akhteghan. 2013. "The Relationship between Financial Leverage and Profitability with an Emphasis on Income Smoothing in Iran ' s Capital Market." *European Online Journal of Natural and Social Sciences* 2 (3): 156–64. https://european-science.com/eojnss_proc/article/view/3677.
- Firmansyah, Amrie, Arifah Fibri Andriani, Moch Luthfi Mahrus, Wahyudi Febrian, and Pramuji Handar Jadi. 2021. "Biaya Modal Perusahaan Di Indonesia: Tanggung Jawab Sosial Dan Tata Kelola Perusahaan." *Jurnal Ekonomi* 26 (3): 361–78. <https://doi.org/10.24912/je.v26i3.796>.
- Firmansyah, Amrie, Irfan Fauzi, and Muhamad Rizal Yuniar. 2020. "Biaya Utang Dari Sudut Pandang Kebijakan Dividen, Volatilitas Laba, Dan Kualitas Akrua." *Akurasi: Jurnal Studi Akuntansi Dan Keuangan* 3 (2): 109–29. <https://doi.org/10.29303/akurasi.v3i2.54>.
- Firmansyah, Amrie, Pramuji Handra Jadi, and Riandi Satria Sukarno. 2021. "Bagaimana Respon Investor Terhadap Kepemilikan Saham Oleh CEO?" *Jurnal Online Insan Akuntan* 4 (1): 15–28. <https://doi.org/10.51211/joia.v6i1.1476>.
- Firmansyah, Amrie, and Gitty Ajeng Triastie. 2020. "The Role of Corporate Governance in Emerging Market: Tax Avoidance, Corporate Social Responsibility Disclosures, Risk Disclosures, and Investment Efficiency." *Journal of Governance and Regulation* 9 (3): 8–26. <https://doi.org/10.22495/jgrv9i3art1>.
- Hadi, Naveya, Sheila Sheila, Amrie Firmansyah, and Estralita Trisnawati. 2021. "Respon Pasar Atas Pengungkapan Keberlanjutan Pada Perusahaan Perbankan Di Indonesia: Peran Ukuran Perusahaan." *Bina Ekonomi* 25 (2): 97–111. <https://doi.org/10.26593/be.v25i2.5339.97-111>.
- Hakansson, Nils H. 1982. "Dividend Policy and Valuation : Theory and Tests, to Pay or Not to Pay Dividend." *The Journal of Finance* 37 (2): 415–29. <https://doi.org/10.2307/2327345>.
- Ismiati, Putri Indah, and Tri Yuniati. 2017. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Dan Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen." *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen* 6 (3): 1–19. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jirm/article/view/1053>.
- Jadi, Pramuji Handra, Amrie Firmansyah, Suparna Wijaya, Ferry Irawan, Agung Dinarjito, and Resi Ariyasa Qadri. 2021. "The Role of Corporate Social Responsibility Disclosure in Indonesia: How Do Bonus, Debt Covenant, Tax Avoidance Affect Earnings Quality?" *Hong Kong Journal of Social Sciences* 58: 285–300. <http://www.hkjoss.com/index.php/journal/article/view/477>.
- James, Hui, Bradley W. Benson, and Chen (Ken) Wu. 2017. "Does CEO



- Ownership Affect Payout Policy? Evidence from Using CEO Scaled Wealth-Performance Sensitivity.” *The Quarterly Review of Economics and Finance* 65 (August): 328–45. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.10.003>.
- Jensen, Michael C. 1986. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.” *The American Economic Review* 76 (2): 323–29. <https://www.jstor.org/stable/1818789>.
- Jensen, Michael C, and William H Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–60. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Kasmir, Kasmir. 2014. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Pert. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, and Terry D. Warfield. 2018. *Intermediate Accounting*. 3rd ed. Singapore: John Wiley & Sons, Inc.
- Lavista, Eka, Elok Sri Utami, and Novi Puspitasari. 2018. “Perubahan Abnormal Return Dan Volume Perdagangan Pada Hari Sekitar Cum- Dividend Date Di Bursa Efek Indonesia.” *Bisma: Jurnal Bisnis Dan Manajemen* 12 (3): 393–403. <https://doi.org/10.19184/bisma.v12i3.9009>.
- Lee, Min Suk, Angie Low, and Siew Hong Teoh. 2019. “CEO Connectedness and the Cost of Equity Capital.” <https://doi.org/10.2139/ssrn.3488660>.
- Lestari, Destry Sarasati Jingga, and Chabachib Chabachib. 2016. “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2010 - 2014).” *Diponegoro Journal of Management* 5 (3): 1–12. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/14178/>.
- Mahenthiran, Sakthi, David Cademartori, and Tom Gjerde. 2020. “Mandatory Dividend Policy, Growth, Liquidity and Corporate Governance: Evidence from Chile.” *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 23 (3): 1–35. <https://doi.org/10.1142/S0219091520500253>.
- Martins, Theo Cotrim, and Walter Novaes. 2012. “Mandatory Dividend Rules: Do They Make It Harder for Firms to Invest?” *Journal of Corporate Finance* 18 (4): 953–67. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002>.
- McLaney, Eddie. 2009. *Business Finance: Theory and Practice*. Edited by 8. New York: Pearson.
- Minichilli, Alessandro, Guido Corbetta, and Ian C. MacMillan. 2010. “Top Management Teams in Family-Controlled Companies: ‘Faminess’, ‘Faultlines’, and Their Impact on Financial Performance.” *Journal of Management Studies* 47 (2): 205–22. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00888.x>.
- Mladenoska, Aleksandra. 2017. “The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Macedonian Stock Market.” *Journal of Contemporary Economic and Business Issues* 4 (2): 37–50. <https://www.cceol.com/search/article-detail?id=581826>.
- Modibbo, Aliyu Salihu, and Hauwa Modu Kumshe. 2020. “Impact of Risk Management Committee Attributes on Financial Reporting Quality of Listed Deposit Money Banks in Nigeria.” *Nigerian Journal of Accounting and Finance* 12 (2): 1–17. https://www.nijaf.com.ng/_files/ugd/465486_1fc146ea4ec74e6596ca05e7



- 4fcd3b60.pdf.
- Narayanti, Ni Putu Laksmi, and Gayatri Gayatri. 2020. "Pengaruh Kebijakan Dividen Dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham Emiten LQ 45 Tahun 2009-2018." *E-Jurnal Akuntansi* 30 (2): 528–39. <https://doi.org/10.24843/EJA.2020.v30.i02.p19>.
- Pan, Yihui, Tracy Yue Wang, and Michael S. Weisbach. 2016. "CEO Investment Cycles." *Review of Financial Studies* 29 (11): 2955–99. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw033>.
- Pebriyanti, Desak Made Dwitya Sari, Amrie Firmansyah, Suparna Wijaya, and Ferry Irawan. 2022. "The CEO'S Foreign Experience and the CEO'S Share Ownership: Does Tax Aggressiveness Matter?" *Journal of Governance and Regulation* 11 (1): 8–19. <https://doi.org/10.22495/jgrv11i1art1>.
- Peranginangin, Adat Muli. 2019. "The Effect of Profitabilty, Debt Policy and Firm Size on Company Value in Consumer Goods Companies." In *Proceedings International Scholars Conference*, 7:1217–29. <https://doi.org/10.35974/isc.v7i1.1587>.
- Porta, Rafael La, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies around the World." *The Journal of Finance* 55 (1): 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.
- Prastyo, Bayu Eksan, and Yulia Tri Kusumawati. 2021. "Pengaruh Pertumbuhan Laba Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Perbankan Di Bursa Efek Indonesia." *BSR: Borneo Student Research* 3 (1): 937–43. <https://journals.umkt.ac.id/index.php/bsr/article/view/2397>.
- Purwaka, Adhitya Jati, Amrie Firmansyah, Resi Ariyasa Qadri, and Agung Dinarjito. 2022. "Cost of Capital, Corporate Tax Plannings, and Corporate Social Responsibility Disclosure." *Jurnal Akuntansi* 26 (1): 1–22. <https://doi.org/10.24912/ja.v26i1.814>.
- Ramadhan, Muhammad Aulia, and Amrie Firmansyah. 2022. "The Supervision Role of Independent Commissioner in Decreasing Risk from Earnings Management and Debt Policy." *Accounting Analysis Journal* 11 (1): 31–43. <https://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaj/article/view/58178>.
- Roos, Nadya Michita, and Elisabeth Stefany Manalu. 2019. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Pemoderasi." *Journal of Accounting and Business Studies* 4 (1): 24–39. <https://journal.ithb.ac.id/JABS/article/view/328>.
- Saidu, Sani. 2019. "Theoretical and Conceptual Review of COE Power." *International Journal of Academic Management Science Research* 3 (2): 1–18. <https://ssrn.com/abstract=3487433>.
- Scott, William R. 2015. *Financial Accounting Theory*. 7th ed. Ontario, Canada: Pearson.
- Septian, Riantino, and Henny Setyo Lestari. 2016. "Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Policy Pada Perusahaan Non-Financial Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia." In *Prosiding Seminar Nasional Cendekiawan*, 1–10. Universitas Trisakti. <https://doi.org/10.25105/semnas.v0i0.1333>.
- Sheikh, Shahbaz. 2021. "CEO inside Debt, Market Structure and Payout Policy."



- International Review of Financial Analysis* 76 (April): 101755.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101755>.
- Silaban, Dame Prawira, and Ni Ketut Purnawati. 2016. "Pengaruh Profitabilitas, Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan Dan Efektivitas Usaha Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur." *E-Jurnal Manajemen* 5 (2): 1251–81.
<https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/16579>.
- Sitorus, Palti Mt., Anisah Firlu, and Muhammad Nugroho Ramadhan. 2017. "Pengaruh CEO Duality, Top Share, Dan Kepemilikan Asing Terhadap Earning Management (Studi Kasus Pada Perusahaan Anggota Indeks LQ 45 Periode 2013-2015)." In *EProceedings of Management*, 4:2410–16. Telkom University.
- Sudiartana, I Gede Pande, and I Gede Agus Pertama Yudiantara. 2020. "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen." *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi)* 11 (2): 287–98.
<https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/S1ak/article/view/26151>.
- Sugeng, Bambang. 2012. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia." *Jurnal Akuntansi Aktual* 1 (3): 129–39.
<http://journal.um.ac.id/index.php/jaa/article/view/10425>.
- Sumanti, Jorenza Chiquita, and Marjam Mangantar. 2015. "Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI." *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi* 3 (1): 1141–51.
<https://ejournal.unsrat.ac.id/index.php/emba/article/view/7928>.
- Tarmizi, Rosmiati, and Tia Agnes. 2016. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Go Public Yang Terdaftar Di BEI (Periode 2010-2013)." *Jurnal Akuntansi & Keuangan* 7 (1): 103–19. <https://doi.org/10.36448/jak.v7i1.633>.
- Thaib, Chaidir, and Rita Taroreh. 2015. "Pengaruh Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan Foods and Beverages Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2010-2014)." *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi* 3 (4): 215–25.
<https://garuda.kemdikbud.go.id/documents/detail/1399112>.
- Titman, Sheridan, Arthur J. Keown, and John D. Martin. 2018. *Financial Management: Principles and Applications*. 13th ed. Harlow: Pearson.
- UNCTAD. 2020. "World Investment Report 2020." New York: United Nations Publications. https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2020_en.pdf.
- Vancin, Daniel Francisco, and Guilherme Kirch. 2020. "Profit Distribution and Regulation: The Impact of Mandatory Dividend in Corporate Internal Funding." *Revista Contabilidade e Finanças* 31 (84): 524–41.
<https://doi.org/10.1590/1808-057X201910000>.
- Wahyuliza, Suci, and Ratna Fahyani. 2019. "Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Struktur Modal, Dan Return on Equity Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa



- Efek Indonesia.” *Jurnal Benefita: Ekonomi Pembangunan, Manajemen Bisnis & Akuntansi* 4 (1): 78–86.
<http://ejournal.lldikti10.id/index.php/benefita/article/view/3388>.
- Wibawa, Annisa Aninditya. 2013. “Aturan Wajib Membagi Dividen Belum Jadi.” *Kontan*. 2013. <https://investasi.kontan.co.id/news/aturan-wajib-membagi-dividen-belum-jadi>.
- Wulandari, Syelly, Nita Priska Ambarita, and Mia Dwi Puji Wahyuni Darsono. 2019. “Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Pada Perusahaan Property Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.” *Akuisisi: Journal Akuntansi* 15 (2): 26–34.
<http://fe.ummetro.ac.id/ejournal/index.php/JA/article/view/429>.

