

PENGARUH *BOARD INDEPENDENCE* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN UTANG PADA PERUSAHAAN KELUARGA DI SEKTOR JASA YANG *GO PUBLIC* DI BEI PERIODE 2011-2013

LINDA RETNO LESTARI

Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya

lindar.lestari@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh dari dewan komisaris independen (*board independence*) pada perusahaan keluarga terhadap kebijakan dividen dan kebijakan utang di perusahaan.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang bergerak di sektor jasa dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011-2013. Teknik pengambilan sampel penelitian ini menggunakan *non probability sampling purpose – judgemental*. Variabel independen yang digunakan adalah *family control*. Variabel dependen yang digunakan adalah *dividend* dan *debt*. Variabel kontrol yang digunakan adalah *debt*, *firm size*, *profitability*, *growth opportunity*, dan *business risk*. Dan proporsi dari dewan komisaris independen sebagai variabel moderasi.

Temuan penelitian menunjukkan bahwa dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Artinya, semakin banyak dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga malah cenderung mengurangi *dividend payout* perusahaan, atau dapat dikatakan jumlah komisaris yang besar justru kebijakan dividennya kecil. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt* perusahaan yang berarti semakin tinggi proporsi dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga, maka semakin tinggi tingkat utang yang digunakan perusahaan.

Kata kunci : *Family control, board independence, dividend policy, debt policy.*

1. PENDAHULUAN

Beberapa penelitian telah menunjukkan bahwa perusahaan keluarga adalah jenis perusahaan yang dominan di antara perusahaan yang terdaftar di seluruh dunia. Penelitian terbaru tentang perusahaan keluarga berfokus pada membandingkan kinerja perusahaan keluarga dan non-keluarga dan menunjukkan adanya hubungan antara kepemilikan keluarga dengan kinerja perusahaan (King dan Santor, 2008). Namun, tentunya ada perbedaan antara perilaku dari perusahaan keluarga dan non-keluarga dalam menentukan strategi bisnisnya.

Struktur kepemilikan pada suatu perusahaan mencerminkan pengaruh pemegang saham atas kegiatan operasional perusahaan. Struktur kepemilikan dapat dibagi dua, yaitu: kepemilikan terkonsentrasi dan kepemilikan menyebar. Masalah yang umumnya timbul dari struktur kepemilikan yang menyebar adalah perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Sedangkan masalah yang sering muncul pada kepemilikan yang terkonsentrasi adalah adanya konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Fan dan Wong, 2002).

Sistem pengambilan keputusan yang terpisah dan konflik antara manajer dengan pemilik perusahaan menimbulkan masalah keagenan atau *agency problem* (Fama dan Jensen, 1983). Penelitian sebelumnya yang dilakukan Gomez-Mejia *et al* (2001) menunjukkan beberapa alat untuk mengendalikan masalah keagenan misalnya adanya *institutional investor*, namun ini kurang efektif dalam menangani masalah keagenan dalam perusahaan karena mekanisme tata kelola dari perusahaan juga ditentukan secara internal seperti oleh dewan komisaris independen (*board independence*) diantaranya melalui kebijakan dividen dan utangnya (La Porta *et al*, 1999; Facio *et al*, 2001).

Dewan komisaris memiliki peran yang penting dalam tata kelola perusahaan (*good corporate governance* atau GCG). Peran ini semakin penting setelah terjadinya beberapa *white collar crime* (Enron, Worldcom, dan lainnya) yang melibatkan pimpinan perusahaan pada jenjang tertinggi. Di Indonesia, peningkatan kebutuhan akan GCG semakin terasa setelah terjadinya krisis multi dimensi sejak 1997. Diduga salah satu penyebabnya adalah lemahnya pengawasan yang dilakukan terhadap direksi perusahaan yang seharusnya menjadi tanggung jawab dewan komisaris (Muntoro, 2011).

Atmaja (2010) dalam penelitiannya menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di *Australian Stock Exchange (ASE)* periode 2000-2005 menunjukkan bahwa perusahaan keluarga memiliki tingkat *leverage* dan *dividend payout ratio* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non-keluarga. Dan juga diketahui bahwa ada dampak positif dari kontrol keluarga terhadap kebijakan dividen dan utang perusahaan sehingga dewan komisaris independen memainkan peran yang signifikan dalam mempengaruhi kebijakan

dividen dan utang di perusahaan keluarga. Perusahaan keluarga juga tidak mengalami *agency cost* yang tinggi seperti yang dialami perusahaan non-keluarga.

Namun, penelitian Anderson *et al* (2003) dengan sampel perusahaan *go public* di Amerika periode 1993-1998 dikatakan bahwa perusahaan keluarga sebenarnya mengalami *agency cost* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non-keluarga. Sebagai contoh, keengganan keluarga untuk memecat anggota keluarga yang tidak kompeten dalam pekerjaannya sebagai manajer dapat menyebabkan biaya agensi yang lebih tinggi. Schulze *et al* (2001) menunjukkan masalah keagenan pada perusahaan keluarga lebih sulit diatasi karena kontrol diri dan masalah lainnya. Sehingga proporsi dewan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan perusahaan.

Dikatakan bahwa dewan komisaris independen (*board independence*) mempengaruhi kebijakan dividen dan utang di suatu perusahaan. Namun, penelitian lain ada yang mengatakan justru dalam perusahaan keluarga memungkinkan masalah agensi yang lebih tinggi sehingga struktur kepemilikan dari dewan komisaris independen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen dan kebijakan utang perusahaan tersebut. Oleh sebab itu, penelitian ini akan membahas lebih lanjut mengenai "Pengaruh *Board Independence* Terhadap Kebijakan Dividen dan Utang Pada Perusahaan Keluarga Di Sektor Jasa Yang *Go Public* di BEI Periode 2011-2013".

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Salah satu faktor yang berpengaruh terhadap keberhasilan tujuan perusahaan dan kinerja perusahaan adalah struktur kepemilikan dari perusahaan tersebut (King dan Santor, 2008). Komposisi struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia agak berbeda dibandingkan perusahaan di Eropa atau Amerika. Struktur kepemilikan perusahaan yang tergabung di beberapa pasar modal Eropa dan Amerika bersifat menyebar sehingga konflik keagenan bisa terjadi antara manajer dengan pemegang saham (*owners*). Sebaliknya, perusahaan di Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis seperti Perseroan Terbatas yang terkadang merupakan representasi dari pendiri perusahaan.

2.1 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan adalah berbagai macam pola dan bentuk kepemilikan di suatu perusahaan dan persentase kepemilikan saham yang dimiliki pemegang saham internal dan eksternal (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan saham oleh manajer dan direksi, kepemilikan saham oleh pihak institusi dan kepemilikan saham oleh investor individual. Struktur kepemilikan sangat efektif dalam mengendalikan penggunaan utang dan dividen perusahaan. Berdasarkan hal tersebut maka struktur kepemilikan secara signifikan berpengaruh terhadap keberhasilan perusahaan (King dan Santor, 2008).

2.1.1 Family Ownership

Family ownership didefinisikan sebagai perusahaan dengan struktur kepemilikannya >5% dan tidak termasuk kepemilikan pemerintah/negara, institusi keuangan atau masyarakat publik (Arifin, 2003 dalam Siregar dan Utama, 2008). Shyu (2011), mendefinisikan perusahaan keluarga dengan total kepemilikan anggota keluarga termasuk pasangan suami-istri hingga hubungan tingkat ketiga melebihi 10%. Juga ada anggota keluarga yang menjabat sebagai direksi atau lebih dari setengah kursi dewan direksi dimiliki oleh anggota keluarga tertentu. Darmadi (2010) mendefinisikan perusahaan keluarga adalah perusahaan bisnis domestik (*domestic business*) sebagai pemegang saham terbesar dengan kepemilikan minimal 20%.

Bila dilihat dari berbagai kriteria untuk mengklasifikasikan sebuah perusahaan termasuk perusahaan keluarga atau tidak, dapat ditarik kesimpulan bahwa semua pengklasifikasian menggunakan persentase kepemilikan oleh keluarga.

2.1.2 Non-Family Ownership

Perusahaan yang tidak termasuk perusahaan keluarga adalah perusahaan pemerintah, institusi keuangan, dan perusahaan dengan kepemilikan tersebar (La Porta *et al*, 1999). Perusahaan pemerintah adalah bentuk kepemilikan terkonsentrasi oleh negara yang menggunakan perusahaan untuk tujuan politik dimana hasil yang diperoleh akan dimasukkan kedalam kas negara (Shleifer dan Vishny, 1994 dalam La Porta *et al*, 1999). Koh (2003) dalam Siregar dan Utama (2008) menyebutkan bahwa institusi keuangan seperti bank, perusahaan asuransi, pendanaan pensiun, *mutual funds*, dan bank investasi. Perusahaan dengan kepemilikan tersebar adalah perusahaan dimana kontrol manajemennya tidak termasuk dalam pemegang saham pengendali (La Porta *et al*, 1999). Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan agar lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan dari

institusi tersebut untuk mengawasi manajemen dan akibatnya memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat (King dan Santor, 2008).

2.2 Tata Kelola Perusahaan (*Good Corporate Governance*)

Organization of Economic Cooperation and Development (OECD) melihat *Corporate Governance* (CG) sebagai suatu sistem dimana sebuah perusahaan atau entitas bisnis diarahkan dan diawasi. CG menjelaskan distribusi hak-hak dan tanggungjawab dari masing-masing pihak yang terlibat dalam sebuah bisnis, yaitu antara lain dewan komisaris dan direksi, manajer, pemegang saham, serta pihak-pihak lain yang terkait sebagai *stakeholder*. Struktur dari CG juga menjelaskan bagaimana aturan dan prosedur dalam pengambilan dan pemutusan kebijakan sehingga dengan melakukan itu semua maka tujuan perusahaan dan pemantauan kinerjanya dapat dipertanggungjawabkan dan dilakukan dengan baik. Penelitian mengenai CG menghasilkan berbagai mekanisme yang bertujuan untuk meyakinkan bahwa tindakan manajemen selaras dengan kepentingan *shareholders*. Mekanisme CG dibagi menjadi dua kelompok yaitu *internal mechanism* (mekanisme internal) seperti komposisi dewan direksi atau komisaris, kepemilikan manajerial dan kompensasi eksekutif dan *eksternal mechanism* (mekanisme eksternal) seperti pengendalian oleh pasar dan *level debt financing* (Scott, 2006).

2.2.1 Dewan Komisaris Independen (*Board Independence*)

Dewan komisaris independen merupakan inti dari CG yang ditugaskan untuk menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas. Istilah komisaris independen ataupun direksi independen menunjukkan keberadaan mereka sebagai wakil dari pemegang saham independen (*minoritas*) dan juga mewakili kepentingan investor. Dengan memiliki jumlah dewan komisaris independen yang cukup akan memberikan dampak positif terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan surat keputusan Ketua Bapepam KEP 41/PM/2003, SK Dir. BEJ Nomor 315/BEJ/06-2000, Keputusan Menteri BUMN Nomor 117/Tahun 2000, dan UU BUMN Nomor 19/2003, pembentukan komite audit merupakan suatu keharusan. Komite audit harus diketuai oleh seorang komisaris independen. Komite audit merupakan salah satu komite yang memiliki peranan penting dalam *corporate governance* dengan tugas untuk membantu dewan komisaris untuk memenuhi tanggungjawab dalam memberikan pengawasan secara menyeluruh (FCGI, 2001). Darisini dapat dilihat bahwa dewan komisaris independen menggambarkan puncak dari sistem pengendalian yang memiliki peran penting salah satunya yaitu peran untuk memonitor perusahaan (Fama dan Jensen, 1983).

Dewan komisaris independen juga mempunyai pengawasan yang lebih baik terhadap manajemen, sehingga mempengaruhi kemungkinan kecurangan dalam menyajikan laporan keuangan oleh manajer. Semakin kompeten dewan komisaris maka semakin mengurangi kecurangan dalam pelaporan keuangan (Muntoro, 2011).

2.3 Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Di perusahaan, manajemen memiliki 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih atau laba, yaitu dengan diakui kembali sebagai laba ditahan atau dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembagian dividen perusahaan dapat dilakukan dalam berbagai bentuk yaitu : kas (*cash dividend*), saham (*stock dividend*), *notes dividend* atau *property dividend*. Kebijakan dividen optimal sebuah perusahaan harus mencapai suatu keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2006 dalam Pratiwi, 2011).

Dari definisi diatas, kebijakan dividen dipengaruhi dua kepentingan yang bertolak belakang, yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dengan menahan laba. Dari sisi pemegang saham, dividen merupakan salah satu motivator untuk menanamkan dana di pasar modal. Pemegang saham lebih memilih dividen yang berupa kas dibandingkan dengan *capital gain*. Perilaku ini dikenal sebagai "*the bird in the hand theory*" yang dikemukakan oleh Gordon-Lintner pada tahun 1956 dimana satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara.

Dividen tunai atau *cash dividend* merupakan dividen per lembar saham yang dibagikan kepada pemegang saham. Dividen ini merupakan jenis dividen yang paling umum dan pada saat diumumkan akan menjadi kewajiban bagi perusahaan. Pembayaran dalam bentuk tunai atau kas lebih banyak diinginkan investor daripada bentuk lain, karena pembayaran dividen tunai membantu mengurangi ketidakpastian dalam melaksanakan aktivitas investasinya pada suatu perusahaan. Atmaja (2010)

"

mengukur dividen perusahaan berdasarkan *total ordinary dividend* dibagi dengan *net income* perusahaan sebelum *extraordinary items*.

2.4 Kebijakan Utang (*Debt Policy*)

Menurut FASB, utang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aset atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu. FASB, IAI (1994) paragraf 62 juga mengatakan kewajiban merupakan utang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu.

Kebijakan utang memiliki pengaruh pendisiplinan perilaku manajer. Utang akan mengurangi *agency conflict* dan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan utang meningkatkan kemungkinan kesulitan keuangan/kebangkrutan. Kekhawatiran ini mendorong manajer agar efisien, sehingga memperbaiki biaya agensi. Utang memaksa perusahaan membayar pokok utang dan bunga sehingga mengurangi *free cash flow* dan menurunkan insentif manajer untuk berperilaku memuaskan diri sendiri (Atmaja, 2010). *Debt* atau utang diukur melalui nilai buku dari utang dibagi dengan nilai buku dari total aset perusahaan (Atmaja, 2010).

2.5 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan pada awalnya berkaitan dengan masalah kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham. Namun, pada perkembangannya, teori ini digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dua belah pihak yang bersifat kontraktual. Teori keagenan membahas adanya hubungan *agency*, yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer suatu perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Crutchley dan Hansen (1989) dalam Pratiwi (2011) mengatakan hubungan keagenan terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan manajer, pemisahan tersebut terjadi karena pemilik modal melakukan diversifikasi portofolio dengan mendelegasikan kewenangan dan pengambilan keputusan kepada manajer dalam mengelola sejumlah dananya. Kontribusi teori keagenan juga mengingatkan pentingnya saling pengertian setiap pihak untuk berusaha mengurangi sifat mengutamakan kepentingan sendiri. Juga, telah lama diketahui bahwa manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan utama untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

2.5.1 Konflik Keagenan (*Agency Conflict*)

Hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik terjadi karena pemilik modal atau pemegang saham selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer (*agent*) dalam pengambilan keputusan pengelolaan dana cenderung lebih mengutamakan kepentingannya sendiri (Meyers, 1977 dalam Pratiwi, 2011).

Menunjuk agen sebagai pihak pengelola dan pengambil keputusan dimaksudkan agar manajer mampu memaksimalkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Namun dalam prakteknya sering terjadi masalah keagenan (*agency problem*). *Agency problem* yaitu konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. *Agency problem* dapat terjadi karena manajer dan pemegang saham sering kali tidak memperoleh informasi yang sama tentang perusahaan. Konflik antara manajer dan pemegang saham juga mengeluarkan suatu biaya yang biasa disebut biaya keagenan (*agency cost*) (Jensen dan Meckling, 1976).

2.5.2 Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya keagenan atau *agency cost* sebagai jumlah dari pengeluaran untuk pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham, pengeluaran karena penggunaan utang oleh agen serta pengeluaran karena *residual loss* (pengeluaran biaya oleh pemegang saham eksternal untuk mempengaruhi keputusan manajer dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham). Menurut Rozeff (1982), menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan bagian dari (biaya pengawasan) dan biaya pengikat yang dapat menurunkan *agency cost*.

2.6 Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Arus kas bebas merupakan arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh pemegang saham dan pemilik utang setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan (Jensen, 1986). Jensen (1986) juga mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen, hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan dari pihak manajemen yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*.

Free cash flow memiliki hubungan positif dengan *agency cost*. Masalah keagenan akan meningkat ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi. Manajer cenderung menggunakan *free cash flow* untuk konsumsi pribadi atau ekspansi melalui investasi pada proyek baru dengan tujuan agar manajer dapat memperoleh kontrol yang lebih besar atas sumber daya perusahaan. Tindakan ini tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga menimbulkan masalah keagenan (Jensen, 1986).

Tingkat *free cash flow* yang relatif rendah akan mengurangi biaya keagenan sehingga kebutuhan untuk membayar biaya keagenan menjadi berkurang. Semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen. Jensen (1986) menyatakan bahwa kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi *insider ownership* sehingga mengurangi *agency cost* yang berkaitan dengan *free cash flow*. Mekanismenya yaitu *free cash flow* digunakan untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak sejalan dengan dengan kepentingan pemegang saham atau nilai perusahaan.

2.7 Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen

Masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *insider ownership* (kepemilikan orang dalam). Semakin banyak pemilik perusahaan yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Hal ini disebabkan karena mereka akan bertindak lebih berhati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul (Rozeff, 1982).

Rozeff (1982) juga menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring*. Perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) juga menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer.

Dewan komisaris sangat berperan dalam mengawasi implementasi kebijakan dewan direksi dalam menjalankan perusahaan. Jumlah komisaris yang besar akan membuat kegiatan *monitoring* manajer menjadi lebih baik (Fama, 1980). Semakin tinggi persentase dewan komisaris independen maka semakin tinggi independensi dan efektifitas dalam mengawasi kinerja manajemen serta mengurangi masalah agensi antara manajemen dan pemegang saham, sehingga pada akhirnya akan meningkatkan efektifitas pengawasan terhadap kebijakan yang diambil manajemen, termasuk kebijakan dividen. Arifin (2003) juga menyatakan bahwa perusahaan publik di Indonesia banyak dikendalikan oleh keluarga sehingga memiliki masalah agensi yang lebih sedikit daripada perusahaan yang dikendalikan publik.

Atmaja (2010) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan keluarga cenderung membayar dividen lebih tinggi dan *independent director* menyebabkan tingginya *dividend payout ratio*. Variabel *family control* dan *board independence* memiliki hubungan yang positif dan signifikan dimana semakin tingginya proporsi *board independence* pada perusahaan keluarga akan menyebabkan *dividend payout ratio* yang lebih tinggi.

Berdasarkan teori tersebut maka hipotesis yang akan diuji adalah :

H1 : *Board independence* pada perusahaan keluarga berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* perusahaan.

2.8 Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan *equity* tetapi juga oleh persentase kepemilikan yang ada di perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Permasalahan agensi dan *agency cost* di setiap perusahaan berbeda-beda dan untuk mengontrolnya dewan perusahaan dapat mengambil keputusan dengan meningkatkan penggunaan utang perusahaan, karena utang mewajibkan perusahaan untuk membayar kewajibannya kembali sehingga *free cash flow* yang tersedia bagi manajer untuk melakukan tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas (Jensen, 1986). Dewan komisaris independen pada perusahaan berperan dalam mengawasi implementasi kebijakan dewan direksi dalam menjalankan perusahaan sehingga kegiatan *monitoring* manajer menjadi lebih baik (Fama, 1980). Penggunaan utang memungkinkan manajer untuk secara efektif memegang janji mereka untuk membayar arus kas di masa depan (Jensen, 1986). Penggunaan utang yang berlebih dan tidak terkontrol dapat melibatkan perusahaan dalam masalah keuangan di masa depan bahkan kebangkrutan (Atmaja, 2010) sehingga diperlukan dewan komisaris independen untuk mengawasi penggunaan utang maksimal yang boleh digunakan agar perusahaan tetap mampu bertahan hidup.

Berdasarkan teori tersebut maka hipotesis yang akan diuji adalah :

H2 : *Board independence* pada perusahaan keluarga berpengaruh positif terhadap tingkat utang perusahaan.

2.9 Faktor Lain yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen antara lain :

2.9.1 Utang (*Debt*)

Rasio utang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya. Semakin besar utang suatu perusahaan menunjukkan semakin besar kewajibannya dan rasio yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan akan menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen (Deitiana, 2009).

Penelitian yang dilakukan Atmaja (2010), untuk menghitung rasio pembayaran utang perusahaan menggunakan perhitungan nilai buku dari total utang dibagi dengan nilai buku dari total aset.

2.9.2 Firm Size

Menurut Shyu (2011), semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan tersebut akan semakin efisien dalam penggunaan aset dan memperoleh keuntungan dari skala ekonomi. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan juga mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, badan usaha yang memiliki ukuran lebih besar akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan badan usaha yang memiliki ukuran lebih kecil. *Firm size* diukur menggunakan perhitungan standar berdasarkan total aset yang dimiliki perusahaan.

2.9.3 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kinerja serta keseluruhan perusahaan dan efisiensi dalam pengelolaan aset, kewajiban, dan modal. Tingkat pengembalian bisnis atau seluruh investasi yang telah dilakukan dapat diukur menggunakan *return on asset (ROA)*. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dengan seluruh dana yang ditanamkan dalam aset yang digunakan untuk operasi perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (Atmaja, 2010).

2.9.4 Growth Opportunity

Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi cenderung akan melakukan investasi kembali. Semakin tinggi tingkat pertumbuhannya, maka semakin tinggi kebutuhan dana untuk investasi. Untuk itu perusahaan akan menggunakan laba yang diperoleh untuk membiayai investasinya, daripada membagikan dividen (Rozeff, 1982). Semakin berkembangnya perusahaan maka tata kelola dalam perusahaan juga semakin kompleks dan dibutuhkan manajer yang berkompeten. Sehingga, adanya kepemilikan keluarga akan menghasilkan manajemen berkualitas rendah dengan pemilihan anggota keluarga yang kurang memenuhi syarat dibandingkan dengan manajer perusahaan non-keluarga (Anderson *et al*, 2003).

2.9.5 Business Risk

Tingginya risiko bisnis yang dihadapi oleh suatu badan usaha akan diantisipasi dengan kebijakan pembayaran dividen yang rendah. Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang sehingga pengalokasian sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut (Crutchley dan Hansen, 1989 dalam Pratiwi, 2011).

2.10 Faktor Lain yang Mempengaruhi Kebijakan Utang

2.10.1 Dividen

Untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan adanya pembayaran dividen. Perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri sehingga mengurangi *agency cost*. Pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan utang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut akan membuat manajer semakin berhati-hati dan efisien dalam menggunakan utang (Rozeff, 1982).

Atmaja (2010) mengukur dividen perusahaan berdasarkan *total ordinary dividend* dibagi dengan *net income* perusahaan sebelum *extraordinary items*.

2.10.2 Firm Size

Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan dalam besar kecilnya perusahaan, antara lain dengan total aset, *log size*, nilai pasar saham dan stabilitas penjualan. Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, dimana semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan, maka kecenderungan menggunakan utang juga akan semakin besar (Hol dan Wijst, 2006).

2.10.3 Profitabilitas

Profitabilitas merefleksikan laba untuk pendanaan investasi. Semakin tinggi *profit* perusahaan maka akan semakin kecil penggunaan utang dalam pendanaan perusahaan karena perusahaan dapat menggunakan laba yang ditahan terlebih dahulu (Atmaja, 2010).

2.10.4 Growth Opportunity

Tingkat pertumbuhan yang semakin cepat mengidentifikasi bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi. Ini menyebabkan timbulnya kebutuhan dana yang besar. Untuk itu perusahaan menggunakan berbagai cara untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut termasuk dengan menggunakan utang. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka penggunaan utang untuk pendanaan perusahaan akan semakin besar (Yeniati dan Destriana, 2010).

2.10.5 Business Risk

Aktivitas yang dilakukan perusahaan tidak dapat dipisahkan dari adanya risiko. Risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan terjadinya akibat buruk atau kerugian yang tidak diinginkan di perusahaan. Terdapat dua dimensi risiko, yaitu: risiko keuangan dan risiko bisnis. Risiko keuangan merupakan risiko tambahan bagi pemegang saham karena perusahaan menggunakan utang. Sedangkan risiko bisnis merupakan tingkat risiko dari operasi perusahaan apabila tidak menggunakan utang. Dengan demikian risiko bisnis sering dihubungkan dengan pengambilan keputusan kebijakan utang perusahaan (Gomez-Mejia *et al*, 2001).

Berdasarkan penelitian dari Atmaja (2010), *business risk* didapat berdasarkan standar deviasi dari EBIT (*earning before interest and tax* atau pendapatan sebelum beban bunga dan pajak) dalam periode lima tahun terakhir.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Sampel

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan sampel penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak di sektor jasa kecuali sektor keuangan dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011, 2012, dan 2013. Sektor keuangan tidak digunakan karena institusi ini memiliki sistem dan struktur kepemilikan yang berbeda dan masih di kontrol oleh badan pemerintahan. Dari total populasi perusahaan di sektor jasa selama tahun 2011-2013 yang berjumlah 603 perusahaan, hanya terdapat 422 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel penelitian.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah teknik *non probability sampling purposive judgemental* dengan kriteria badan usaha yang mencantumkan informasi struktur kepemilikannya, badan usaha yang mencantumkan informasi keuangan yang diperlukan dalam mencari nilai variabel nantinya, badan usaha dengan mata uang rupiah dalam laporan keuangannya, badan usaha dengan laporan keuangan yang sudah di audit dan badan usaha tersebut harus berdiri lama dan memiliki laporan keuangan selama 3 tahun sebelumnya.

3.2 Primary Variable Measures

Penelitian ini menggunakan perusahaan keluarga (*family firms*) sebagai variabel independen dimana dikatakan perusahaan keluarga apabila perusahaan bisnis domestik (*domestic business*) sebagai pemegang saham terbesar dengan kepemilikan minimal 20%. Perusahaan dengan *family control* akan diberikan kode 1 dan 0 untuk perusahaan yang bukan *family control* (Darmadi, 2010). Variabel dependen yang digunakan adalah *dividend* dan *debt*. Variabel kontrol yang digunakan adalah *debt*, *firm size*, *profitability*, *growth opportunity*, dan *business risk*. Dan proporsi dari dewan komisaris independen sebagai variabel moderasi.

Dividen perusahaan diukur melalui *total ordinary dividend* dibagi dengan *net income* perusahaan sebelum *extraordinary items*. *Debt* atau utang diukur melalui nilai buku dari utang dibagi dengan nilai buku dari total aset perusahaan. Ukuran perusahaan (*firm size*) diukur menggunakan perhitungan standar berdasarkan log natural total aset yang dimiliki perusahaan. *Profitability* didapat berdasarkan pendapatan setelah pajak (*earning after tax*) dibagi dengan aset (ROA). *Growth opportunity* adalah rata-rata aritmatika dari pertumbuhan *revenue* dalam tiga tahun terakhir. Risiko bisnis atau *business risk* merupakan standar deviasi dari EBIT (*earning before interest and tax* atau pendapatan sebelum beban bunga dan pajak) dibagi dengan total aset pada tahun tersebut. Dan variabel moderasi *Board Independence* yang merupakan proporsi dari dewan komisaris independen terhadap total komisaris yang ada di perusahaan.

3.3 Model

Model regresi linier berganda pada penelitian ini adalah :

$$\text{Dividend}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family control}_{it} + \beta_2 \text{Board independence}_{it} + \beta_3 \text{Family control*Board independence}_{it} + \beta_4 \text{Debt}_{it} + \beta_5 \text{Firm size}_{it} + \beta_6 \text{Profitability}_{it} + \beta_7 \text{Growth opportunity}_{it} + \beta_8 \text{Business risk}_{it} + \text{it}$$

$$\text{Debt}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Family control}_{it} + \beta_2 \text{Board independence}_{it} + \beta_3 \text{Family control*Board independence}_{it} + \beta_4 \text{Dividend}_{it} + \beta_5 \text{Firm size}_{it} + \beta_6 \text{Profitability}_{it} + \beta_7 \text{Growth opportunity}_{it} + \beta_8 \text{Business risk}_{it} + \text{it}$$

Model regresi 1 digunakan untuk menguji hipotesis 1 dimana variabel *family control*board independence* menunjukkan hubungan antara dewan komisaris independen (*board independence*) terhadap perusahaan keluarga. Begitu juga untuk model regresi 2 digunakan untuk menguji hipotesis 2 dengan *family control*board independence* menunjukkan hubungan antara dewan komisaris independen (*board independence*) terhadap perusahaan keluarga.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hipotesis dalam penelitian ini diuji menggunakan model regresi linier berganda. Hasil pengujian dicantumkan seperti tabel dibawah ini :

Tabel 1.1
Hasil Uji Regresi Linier

Model Regresi	Variabel	β	t	Sig. t	Sig. F
1	Konstanta	-0.545	-0.658	0.511	0.229
	<i>Family Control</i>	0.504	1.623	0.105	
	<i>Board Independence</i>	0.279	0.536	0.592	
	<i>Family Control*Board Independence</i>	-1.565	-2.191*	0.029	
	<i>Debt</i>	0.003	0.054	0.957	
	<i>Firm Size</i>	0.023	0.810	0.419	
	<i>Profitability</i>	0.014	0.141	0.888	
	<i>Growth Opportunity</i>	-0.008	-0.118	0.906	
	<i>Business Risk</i>	-0.002	-0.134	0.894	
2	Konstanta	0.335	1.653	0.099	0.000
	<i>Family Control</i>	-0.305	-3.976*	0.000	
	<i>Board Independence</i>	-0.316	-2.526*	0.012	
	<i>Family Control*Board Independence</i>	0.817	4.576*	0.000	
	<i>Dividend</i>	-0.006	-0.514	0.608	
	<i>Firm Size</i>	0.010	1.371	0.171	
	<i>Profitability</i>	-0.013	-0.525	0.600	
	<i>Growth Opportunity</i>	-0.027	-1.773	0.077	
	<i>Business Risk</i>	0.002	0.476	0.634	

Hipotesis 1 ditolak karena dewan komisaris independen (*board independence*) pada perusahaan keluarga berdasarkan variabel *family control*board independence* terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout* perusahaan. Artinya, semakin banyak dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga malah cenderung mengurangi *dividend payout* perusahaan, atau dapat dikatakan jumlah komisaris yang besar justru kebijakan dividennya kecil. Hal ini dikarenakan jumlah komisaris hanya mengikuti jumlah yang sesuai dengan aturan, pemilihan anggota komisaris yang tidak berdasarkan kompetensinya serta terdapat anggota keluarga dalam jajaran komisaris menyebabkan independensinya kurang (Prasetyo, 2009). Pihak keluarga menahan dividennya dan menerima pembayaran dividen yang rendah karena semakin rendah pembayaran dividen maka akan menurunkan biaya modal dan meningkatkan nilai saham dan perusahaan. Berdasarkan *tax effect theory*, pemegang saham selalu mencari keuntungan dan lebih menyukai *capital gain* dibandingkan dividen karena dividen dikenai pajak atas penerimaannya, sehingga manajemen akan menahan labanya dan menggunakannya untuk membiayai investasi yang menguntungkan. Anggota keluarga dalam jajaran dewan komisaris akan mengikuti keinginan keluarga yang lain untuk menahan dividen, oleh sebab itu dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga cenderung menggunakan kebijakan dividen yang kecil.

Berdasarkan hipotesis 2, variabel *family control*board independence*, menghasilkan nilai t sebesar 4.576 dengan signifikansi sebesar 0.000. Hal ini menunjukkan proporsi dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat utang (*debt*) perusahaan. Artinya, semakin tinggi proporsi dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga, maka semakin tinggi tingkat utang yang digunakan perusahaan dan hipotesis 2 diterima. Perusahaan keluarga sebenarnya dapat mengalami masalah agensi yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non-keluarga dikarenakan keengganan keluarga untuk memecat anggota keluarga yang tidak kompeten dalam pekerjaannya sebagai manajer dan juga di perusahaan keluarga tidak semua pihak manajemen diisi oleh anggota keluarga melainkan oleh pihak luar sehingga hal ini menyebabkan biaya agensi yang lebih tinggi (Anderson *et al*, 2003). Salah satu tugas dewan komisaris independen adalah mengawasi manajemen dan mengelola perusahaan (Muntoro, 2011) dan utang memiliki pengaruh pendisiplinan perilaku manajer. Perusahaan keluarga memiliki keinginan kuat untuk mandiri (independen) dan lebih cenderung menggunakan pembiayaan internalnya (laba yang ditahan) dibandingkan penggunaan utang, namun utang diperlukan untuk perkembangan perusahaan kedepannya. Tata kelola perusahaan melalui dewan komisaris independen dapat mengawasi pihak manajemen lebih baik sehingga penggunaan utang menjadi lebih efisien. Oleh sebab itu, dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga cenderung meningkatkan utang perusahaan.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data yang sudah dilakukan terkait pengujian hipotesis penelitian, didapatkan beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Pada hasil uji parsial (*t-test*) untuk model regresi 1, variabel *family control*board independence* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen penelitian (*dividend*) perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi proporsi *board independence* (dewan komisaris independen) pada perusahaan keluarga maka perusahaan tersebut cenderung menggunakan kebijakan dividen yang rendah.
2. Pada hasil uji parsial (*t-test*) untuk model regresi 2, variabel *family control*board independence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yaitu *debt* perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga terbukti mempengaruhi tingkat utang yang akan digunakan perusahaan nantinya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan keluarga menggunakan tingkat utang yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non-keluarga.

DAFTAR REFERENSI

- Agrawal, A. dan Nagarajan, N.J. 1990. *Corporate Capital Structure, Agency Cost and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms*. Journal of Finance, Vol. 45, No. 4, 1325-31.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. and Reeb, D.M. 2003 *Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*. Journal of Finance, Vol. 58 No. 3, 1301-1328.
- Atmaja, L. S., 2010. *Dividend and Debt Policies of Family Controlled Firms: The Impact of Board Independence*. Journal of Managerial Finance, Vol. 6, No. 2, pp. 128-142.
- Darmadi, S. 2010. *Do Women in Top Management Affect Firm Performance? Evidence from Indonesia*. Journal of Accounting, Vol. 13 No. 3, 288-304.
- Deitiana, T. 2009. **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas**. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol. 11 No.1, 57-64.
- Efferin, S., Darmadji, Stevanus H., dan Yuliawati Tan. 2004. **Metodologi Penelitian Akuntansi: Mengungkap Fenomena Dengan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif**. Yogyakarta, Indonesia: Graha Ilmu.
- Facio, M., Lang. L. and Young. L. 2001. *Dividends and Expropriation*. American Economic Review, Vol. 99, 54-78.
- Fama, E.F. 1980. *Agency Problems and The Theory of The Firm*. Journal of Political Economy, Vol. 88, 288-325.
- Fama, E., Jensen, M., 1983. *Separation of Ownership and Control*. Journal of Law and Economics, Vol 26 No. 2, 301-325.
- Fan, Joseph P.H. and Wong, T.J. 2002. *Corporate Ownership Structure and The Informativeness of Accounting Earnings in East Asia*. Journal of Accounting and Economics, Vol. 33, 401-425.
- Glencross, M.J., 1986. *A Practical Approach to the Central Limit Theorem*. University of the Witwatersrand, South Africa.
- Gomez-Mejia, L.R., Nunez-Nickel, M. and Gutierrez, I. 2001. *The Role of Family Ties in Agency Contracts*. Academy of Management Journal, Vol. 44, 81-95.

- Gujarati, Damodar. 2003. *Ekonometrika Dasar*. Edisi Keenam. Jakarta: Erlangga.
- Halim, J.J., 2013. **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Periode 2008-2011**. Jurnal Bisnis dan Ekonomika, Vol. 2, No. 2.
- Hol, S. and Wijst, N.V.D. 2006. *The Financing Structure of Non Listed Firms*. Discussion Papers No. 468. Statistics Norway. Research Department. August: 1-30.
- Idawati dan Sudiarta. 2012. **Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur di BEI**. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Universitas Udayana.
- Jensen, M., 1986. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. American Economic Review, Vol. 76, No. 2, 323-329.
- Jensen, M., Meckling, W., 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Capital Structure*. Journal of Financial Economics, Vol. 3, 305-360.
- Keputusan Ketua Bapepam KEP 41/PM/2003, SK Dir. BEJ Nomor 315/BEJ/06-2000.
- Keputusan Menteri BUMN Nomor 117/Tahun 2000
- King, M. R. and Santor, E. 2008. *Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms*. Journal of Banking & Finance 32 (2008) 2423-2432.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. 1999. *Corporate Ownership Around the World*. Journal of Finance. Vol 54 No. 2, 471-517.
- Muntoro, R. 2011. **Membangun Dewan Komisaris yang Efektif**.
- Nugroho, B.A. 2005. **Strategi Jitu Memilih Metode Statistik Penelitian dengan SPSS**. Yogyakarta: C. V Andi Offset.
- Prasetyo, Arief. 2009. **Corporate Governance, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2007**. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Pratiwi, D., 2011. **Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan-Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia**. Denpasar: Universitas Udayana.
- Rozeff, M.S., 1982. *Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios*. Journal of Financial Research, Vol. V, No. 3.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N. and Buchholtz, A.K. 2001. *Agency Relationship in Family Firms: Theory and Evidence*. Journal of Organizational Science, Vol. 12, 99-116.
- Shyu, Jonchi, 2011. *Family Ownership and Firm Performance: Evidence from Taiwanese Firms*. International Journal of Managerial Finance, Vol. 7 No. 4, 397-441.
- Siregar, Sylvia. V., and Utama, Sidharta. 2008. *Type of Earning Management and the Effect of Ownership Structure, Firm Size, and Corporate Governance Practices: Evidence from Indonesia*. The International Journal of Accounting, Vol. 43, 1-27.
- Steven dan Lina, 2011. **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur**. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol. 13, No. 3, 163-181.
- Undang-Undang Nomor 19/2003 tentang Badan Usaha Milik Negara
- Undang-Undang Nomor 40/2007 tentang Perseroan Terbatas
- Wati dan Darmayanti, 2012. **Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan**. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, 1559-1577.
- Westhead, P., and Cowling, M. 1998. *Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethinks*. Journal of Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 23, 31-56.
- Wijayanti, L. 2014. **Pengaruh Kontrol Keluarga dan Komisaris Independen Terhadap Kebijakan Dividen dan Struktur Modal Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI**. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Tahun XXIV, No. 1 April 2014.
- Yeniati dan Destriana. N., 2010. **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol. 12, No. 1, 1-16.

www.idx.com