

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN PROFITABILITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI KEBIJAKAN DIVIDEN

Elok Dwi Sulistianingsih

elok_iyodwi@yahoo.com

Tri Yuniati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is aimed to find out the influence of managerial ownership and profitability of the firm value through dividend policy of telecommunications companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (BEI). The population is telecommunication companies which are listed in Indonesian Stock Exchange (BEI) in 2013-2015 periods. The sampling technique has been carried out by using purposive sampling. The statistical method has been done by using descriptive statistics and path analysis. The result of the research shows that dividend policy has positive influence to the firm value, managerial ownership has negative influence to the firm value and profitability has positive influence to the firm value. The influence of managerial ownership on dividend policy which can not be proven whereas profitability has been proven to have positive influence on dividend policy. These results indicate that managerial ownership does not have any indirect influence on firm value whereas profitability indirect effect on firm value. The result of this research indicates the amount of direct influence on the profitability of the firm value is greater than the magnitude of the indirect influence to the profitability of the firm value through dividend policy.

Keywords: Firm value, telecommunication company, dividend policy, managerial ownership profitability.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2013-2015. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *Purposive Sampling*. Metode statistik yang digunakan adalah statistik deskriptif, serta analisis jalur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen tidak dapat terbukti, sedangkan profitabilitas terbukti berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan, sedangkan profitabilitas berpengaruh secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan besaran pengaruh langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan lebih besar dibandingkan besaran pengaruh tidak langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Kata kunci: nilai perusahaan, perusahaan telekomunikasi, kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, profitabilitas

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham, dimana kemakmuran para pemegang saham dapat diwujudkan dengan semakin tinggi nilai perusahaan. Tujuan peningkatan kesejahteraan itu dapat diwujudkan dengan memaksimalkan nilai pasar saham perusahaan (Sudana, 2009:7). Jika harga pasar saham meningkat, maka kekayaan pemegang saham juga akan meningkat. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan dibidang keuangan yang meliputi kebijakan dividen, kebijakan pendanaan, dan kebijakan investasi. Jika perusahaan memiliki rasio pembayaran dividen yang stabil, atau bahkan meningkat dari tahun ke tahun, maka akan dapat melahirkan sentiment positif para investor, yang dapat meningkatkan harga saham dan nilai

perusahaan Sujoko dan Soebiantoro (2011) dalam Ayuningtias dan Kurnia, (2013:38). Adanya pengaruh positif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan telah dibuktikan oleh Nafi'ah (2013) dan Nofrita (2013). Kepemilikan manajerial merupakan salah satu upaya yang diambil perusahaan untuk mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) yang timbul dari adanya masalah keagenan (*agency problem*) antara pemilik (prinsipal) dengan pengelola (agen).

Kepemilikan manajerial dapat berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi akan cenderung membagikan dividen yang rendah Rozeff (2008) dalam Haruman(2010:153). Hasil penelitian Dewi (2008), Haruman (2010), dan Nafi'ah (2013) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian Artini dan Puspaningsih(2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan manajer memiliki tujuan yang sama dengan para pemegang saham, sehingga manajer akan mendorong untuk mengambil keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian Haruman (2010) dan Sulistiono (2010) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Selain kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan nilai perusahaan juga ditentukan oleh tingkat profitabilitas perusahaan. Adanya pengaruh positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen telah dibuktikan oleh Ayuningtias dan Kurnia (2013) dan Nurhayati (2013). Adanya pengaruh positif profitabilitas terhadap nilai perusahaan telah dibuktikan oleh Ayuningtias dan Kurnia (2013) dan Nurhayati (2013). Profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal bahwa prospek perusahaan semakin baik, sehingga dapat mendorong investor untuk meningkatkan permintaan saham dan menyebabkan harga saham turut meningkat Mardiyati *et al.*(2012:16).

Dari uraian latar belakang permasalahan, maka rumusan masalah dalam penelitian ini dapat disusun sebagai berikut: (1) Apakah terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)? (2) Apakah terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)? (3) Apakah terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)? (4) Apakah terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)? (5) Apakah terdapat pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)? (6) Apakah terdapat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)? (7) Apakah terdapat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)? Sedangkan untuk tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini antara lain: (1) Untuk menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). (2) Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). (3) Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). (4) Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). (5) Untuk menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). (6) Untuk menguji pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). (7) Untuk menguji pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

yang dimediasi oleh kebijakan dividen perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

TINJAUAN TEORITIS

Hubungan Keagenan dan Masalah Keagenan

Menurut Ross *et al.* (2009:15) menyatakan bahwa hubungan antara pemilik atau pemegang saham dan pengelola atau manajemen disebut sebagai hubungan keagenan (*agency relationship*). Hubungan keagenan muncul ketika terdapat suatu perjanjian antara pemilik modal (prinsipal) dengan pengelola (agen). Pemilik modal atau pemegang saham adalah pihak yang menyertakan modal ke dalam perusahaan, sedangkan pengelola atau manajer adalah pihak yang ditunjuk pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan dengan harapan manajemen dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham (Sudana, 2009:11). Masalah keagenan terjadi ketika para pemegang saham lebih tertarik untuk memaksimalkan kekayaannya, sedangkan pihak manajemen dapat bertindak untuk kepentingannya sendiri dalam mengelola perusahaan dan mengabaikan kepentingan pemilik perusahaan, dengan penghasilan tambahan dan gaji (Sudana, 2009:11). Manajemen juga menghindari proyek-proyek yang berisiko walaupun memberikan potensi tingkat pengembalian yang tinggi karena takut mereka akan kehilangan pekerjaannya, sedangkan bagi para pemegang saham akan kehilangan suatu peluang investasi yang berharga (Ross *et al.*, 2009:16). Untuk mengawasi dan memonitor perilaku manajer, para pemegang saham harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan yang disebut biaya keagenan atau *agency cost* (Dewi, 2008:48).

Nilai Perusahaan

Tujuan perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham atau pemilik, dimana kemakmuran para pemegang saham diperlihatkan dalam wujud semakin tingginya harga saham, yang merupakan pencerminan dari keputusan-keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen (Sutrisno, 2009:4). Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham, dimana harga saham yang tinggi akan membuat nilai perusahaan semakin tinggi (Nofrita, 2013:4). Bagi perusahaan yang sudah *go public*, memaksimalkan nilai perusahaan sama dengan memaksimalkan harga pasar saham (Sudana, 2009:7). Peningkatan harga saham perusahaan adalah sebuah prestasi yang sesuai dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat Bambang (2010) dalam Sukirni (2012:3).

Kepemilikan Manajerial

Tingkat kepemilikan saham manajerial perusahaan diukur dengan besarnya proporsi saham dalam suatu perusahaan yang dimiliki pihak manajemen pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persentase (Haruman, 2010:156). Nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan jumlah kepemilikan manajerial, dimana hubungan searah ini ini mencerminkan *interest alignment effect*, yaitu manajer memiliki tujuan yang sama dengan pemegang saham Jensen dan Meckling (2011) dalam Zulaikah dan Lasmana (2013:98). Kepemilikan manajerial yang tinggi akan mendorong pada suatu efek *entrenchment*, yaitu keadaan dimana manajer memiliki kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham, sehingga setiap kebijakan perusahaan diarahkan untuk memenuhi kepentingannya (Pakaryaningsih, 2008:129).

Profitabilitas

Profitabilitas digunakan untuk mengukur seberapa besar tingkat keuntungan yang dapat diperoleh oleh perusahaan, dimana semakin tinggi tingkat keuntungan menunjukkan

semakin baik manajemen dalam mengelola perusahaan (Sutrisno, 2009:222). Sudana (2009:25) menyatakan bahwa *profitability ratio* mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan. Ada tiga rasio yang sering digunakan, yaitu *profit margin*, *return on asset*, dan *return on equity* (Hanafi, 2013:42). *Profitmargin* mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dengan menggunakan penjualan yang dicapai perusahaan, semakin tinggi rasio ini menunjukkan semakin baik kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari penjualan (Sudana, 2009:26). *Return on asset* (ROA) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu, sedangkan *return on equity* (ROE) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan modal sendiri yang dimiliki perusahaan (Hanafi, 2013:42). Profitabilitas diukur dengan menggunakan *Return on Asset* (ROA) yang diperoleh dengan cara membagi laba bersih setelah pajak dengan total aset yang dimiliki perusahaan Nuringsih (2006) dalam Dewi(2008:54).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan tentang apakah laba bersih yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna membiayai investasi di masa yang akan datang (Sutrisno, 2009:266). Rasio pembayaran dividen menunjukkan persentase laba bersih perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa berupa dividen kas (Sudana, 2009:219). Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) juga menentukan jumlah saldo laba dalam perusahaan sebagai sumber pendanaan. Rasio pembayaran dividen merupakan hasil pembagian antara dividen per lembar (*dividend per share*) dengan laba bersih per lembar (*earning per share*).. Menurut Sutrisno (2009:266) menyatakan bahwa semakin besar dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan memperkecil sisa dana yang dapat dipergunakan untuk mengembangkan perusahaan sebagai reinvestasi, karena laba ditahan tersebut merupakan sumber dana intern yang dapat digunakan untuk membelanjai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan *corporate action* yang berupa penentuan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham, sehingga keuntungan ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Haruman, 2010:154). Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sampai saat ini masih menimbulkan perdebatan. Menurut teori sinyal menyatakan bahwa semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka perusahaan akan dianggap berkinerja semakin baik, sehingga harga saham perusahaan akan mengalami peningkatan. Studi sebelumnya menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Nafi'ah, 2013; Nofrita, 2013). Dengan demikian, semakin tinggi pembayaran dividen maka nilai perusahaan akan meningkat sesuai teori *bird-in-the-hand*. Pembayaran dividen yang dilakukan saat ini adalah lebih baik daripada *capital gain* di masa mendatang karena dividen yang diterima saat ini oleh investor bersifat lebih pasti daripada *capitalgain* yang diterima di masa mendatang (Nafi'ah, 2013:139). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₁ : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial yang tinggi akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yang diambil. Perusahaan-perusahaan yang menggunakan persentase yang tinggi atas kepemilikan saham manajerial untuk mengurangi biaya keagenan cenderung untuk membayar dividen kecil, sementara perusahaan dengan kepemilikan manajerial saham

yang rendah ditandai dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi Rozeff (2008) dalam Yuan dan Jia(2010:10). Pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer Rozeff dan Easterbrook (2008) Haruman (2010:154). Studi sebelumnya menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Dewi, 2008; Haruman, 2010; Nafi'ah, 2013). Kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan menyebabkan manajer menurunkan pembayaran dividen sebagai cara mendongkrak sumber dana internal, sehingga perusahaan akan menghindari penggunaan hutang yang dapat meningkatkan terjadinya *financial disaster* Nuringsih (2006) dalam Dewi, 2008:49). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₂ : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Manajer memiliki peranan yang penting dalam perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, pengawasan, serta pengambilan keputusan. Hasil penelitian Artini dan Puspaningsih (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan jumlah kepemilikan manajerial yang mencerminkan adanya *interest alignment effect* Jensen dan Meckling (2011) dalam Zulaikah dan Lasmana(2013:98). Hipotesis *entrenchment* oleh Stulz (1988) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi akan berdampak pada munculnya kecenderungan manajer untuk bertindak demi kepentingannya sendiri (Pakaryaningsih, 2008:129). Jika pembayaran dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan, maka perubahan pembayaran dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Studi sebelumnya menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Haruman, 2010; Sulistiono, 2010). Dengan demikian, kepemilikan manajerial yang semakin tinggi mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan *market value* disebabkan *entrenchment effect* yang dilakukan oleh para pemegang saham manajerial untuk memaksimalkan kekayaannya (Haruman, 2010:160). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan

H₄: Kebijakan dividen memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Chen dan Steiner (2006) dalam Dewi (2008:51) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, karena semakin tinggi laba akan semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan, maka diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang tinggi. Semakin tinggi keuntungan yang diperoleh perusahaan maka akan semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen Mahendra (2011) dalam Nofrita (2013:8). Studi sebelumnya menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Ayuningtias dan Kurnia, 2013; Nurhayati, 2013). Dengan demikian semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin tinggi dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₅ : Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

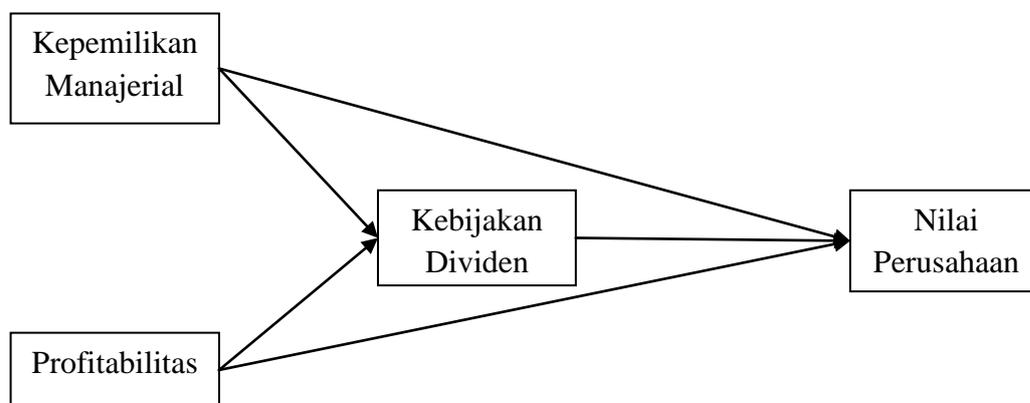
Semakin baik pertumbuhan profitabilitas perusahaan menunjukkan semakin bagus prospek perusahaan di masa mendatang, sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Dengan demikian profitabilitas yang semakin meningkat akan mendorong investor untuk meningkatkan permintaan saham. Profitabilitas dapat mempengaruhi kebijakan dividen,

sehingga kebijakan dividen akan mempengaruhi nilai perusahaan. Studi sebelumnya menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Ayuningtias dan Kurnia, 2013; Nurhayati, 2013). Dengan demikian semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan. Adanya pengaruh positif signifikan profitabilitas terhadap nilai perusahaan disebabkan sentiment positif investor atas kinerja perusahaan, sehingga harga saham meningkat, dan meningkatnya harga saham membuat nilai perusahaan meningkat pula (Ayuningtias dan Kurnia, 2013:53). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₆ : Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan

H₇ : Kebijakan dividen memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan perumusan hipotesis di atas, hubungan antara variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan dapat ditunjukkan dengan model konseptual pada Gambar 1 sebagai berikut:



Gambar 1
Model Konseptual

Berdasarkan model konseptual di atas, hipotesis penelitian dapat disajikan kembali sebagai berikut:

- H₁ : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan
- H₂ : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen
- H₃ : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan
- H₄ : Kebijakan dividen memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan
- H₅ : Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen
- H₆ : Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan
- H₇ : Kebijakan dividen memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek Penelitian)

Berdasarkan karakteristik masalah penelitian yang berupa hubungan sebab-akibat antara variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan, maka penelitian ini dapat digolongkan sebagai penelitian kausal komparatif (*causal-comparative research*). Variabel-variabel dan hubungan kausalitas antar variabel diperoleh berdasarkan kajian teoritis dan empiris yang dilakukan peneliti-peneliti sebelumnya. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan telekomunikasi yang

tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2013. Berdasarkan *IDX Annual Statistic* tahun 2013 yang diterbitkan Bursa Efek Indonesia (BEI), jumlah perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebanyak 8 perusahaan. Adapun periode pengamatan yang ditetapkan dalam penelitian ini selama 3 (tiga) tahun sejak tahun 2013-2015.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel penelitian berdasarkan pertimbangan atau kriteria tertentu. Teknik pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* baik digunakan ketika setiap unit dalam populasi memiliki karakteristik yang tidak sama. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan-perusahaan telekomunikasi tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2013. (2) Perusahaan tidak pernah mengalami *delisting* selama tahun 2013-2015. (3) Perusahaan menghasilkan laba bersih positif selama tahun 2013-2015. (4) Perusahaan membagikan dividen tunai setiap tahun selama tahun 2013-2015. (5) Perusahaan melaporkan kepemilikan manajerial selama tahun 2013-2015. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel diatas, proses pemilihan sampel dapat disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1
Proses Pemilihan Sampel

Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah
Perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2013 ⁽¹⁾	6
Perusahaan tidak mengalami <i>delisting</i> selama tahun 2013-2015 ⁽¹⁾	6
Perusahaan menghasilkan laba bersih positif selama tahun 2013-2015 ⁽¹⁾	6
Perusahaan membagikan dividen tunai setiap tahun selama tahun 2013-2015 ⁽¹⁾	6
Perusahaan melaporkan kepemilikan manajerial selama tahun 2013-2015 ⁽²⁾	6

Sumber :Laporan Keuangan Tahun 2013-2015

Tabel 1 menunjukkan jumlah sampel penelitian akhir yang diperoleh sebanyak 6 perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), sehingga jumlah data yang akan digunakan untuk analisis sebanyak 6 data (6 perusahaan x 3 tahun).

Teknik Pengumpulan Data

Berdasarkan jenisnya data dalam penelitian ini adalah data dokumenter. Berdasarkan sumbernya, data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh secara tidak langsung dari objek yang menjadi sasaran penelitian. Pengumpulan data yang terkait dengan perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), perusahaan telekomunikasi yang *delisting* dari BEI, ringkasan laba ataurugi seluruh perusahaan telekomunikasi, dividen perlembar, harga saham perlembar diperoleh dari *IDX Annual Statistics* Tahun 2013-2015, sedangkan laporan kepemilikan manajerial, jumlah lembar saham, total aset, total ekuitas, laba bersih setelah pajak diperoleh dari Laporan Keuangan Tahun 2013-2015 masing-masing perusahaan.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini telah teridentifikasi sebagai berikut: (1) variabel bebas, yaitu: kepemilikan manajerial (MOW) dan profitabilitas (ROA).

(2) variabel *intervening*, yaitu: kebijakan dividen (DPR). (3) variabel terikat, yaitu: nilai perusahaan (PBV).

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership* atau MOW), kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan didalam perusahaan, yang diukur dari berapa persentase saham yang dimiliki manajer pada akhir periode. Kepemilikan manajerial diukur dengan jumlah saham yang dimiliki anggota direktur dan komisaris dibagi dengan total jumlah saham beredar kemudian dikali 100%.

Profitabilitas (*return on asset* atau ROA), profitabilitas perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *return on asset* (ROA). Rasio *return on asset* (ROA) menunjukkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba bersih setelah pajak. Rasio ROA dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Return on asset} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total aset}}$$

Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio* atau DPR), kebijakan dividen diukur dengan menggunakan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*). Semakin tinggi rasio DPR menunjukkan semakin tinggi laba bersih yang didistribusikan kepada para pemilik melalui pembayaran dividen. Rasio DPR diperoleh dengan membagi dividen per lembar dengan laba bersih per lembar saham. Laba bersih per lembar atau *earning per share* (EPS) yang dimaksud adalah pembagian antara laba bersih setelah pajak dibagi dengan jumlah lembar saham beredar. Rasio DPR dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Rasio pembayaran dividen} = \frac{\text{Dividen per lembar}}{\text{Laba bersih per lembar}}$$

Nilai Perusahaan (*price to book value* atau PBV), nilai perusahaan dapat didefinisikan sebagai nilai wajar perusahaan yang menggambarkan persepsi investor terhadap emiten bersangkutan, dan nilai wajar perusahaan dapat tercermin dari rasio *price to book value* (PBV) yang dapat diperoleh dengan membandingkan harga pasar per lembar saham dengan nilai bukunya. PBV diukur dengan skala rasio dan dinyatakan dalam satuan kali. *price to book value* juga sering disebut sebagai *Market to Book Ratio*. Rasio harga pasar terhadap nilai buku (PBV) dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Price book value} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}}$$

Teknik Analisis Data

Analisis Deskriptif

Tujuan analisis deskriptif dalam penelitian ini untuk mendeskriptifkan variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan dengan alat statistik deskriptif yang digunakan antara lain rata-rata (*mean*), nilai minimum, nilai maksimum, dan standar deviasi.

Uji Kelayakan Model

Uji F dilakukan untuk menguji apakah substruktur model yang digunakan telah layak atau dinyatakan baik (*good of fit*), sehingga dapat dipastikan apakah model tersebut dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Priyatno, 2012:120). Dengan demikian, jika taraf signifikansi hasil perhitungan lebih kecil dari taraf signifikansi (0,05), maka model dikatakan layak untuk digunakan dalam penelitian ini.

Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan sebuah model menerangkan variasi variabel terikat. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol

dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat sangat terbatas, sedangkan mendekati satu berarti variabel-variabel bebas memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel terikat (Ghozali, 2011:97).

Uji Asumsi Klasik

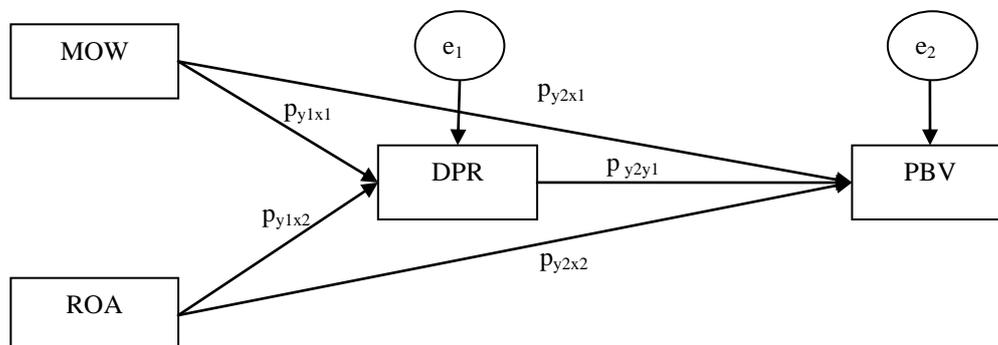
Dalam suatu persamaan regresi harus bersifat BLUE (*best linier unbiased estimator*), artinya pengambilan keputusan melalui uji F dan uji t tidak boleh bias. (1) Uji Normalitas, uji normalitas pada model regresi digunakan untuk menguji apakah nilai residual yang dihasilkan dari regresi terdistribusi secara normal atau tidak, model regresi yang baik adalah yang memiliki nilai residual yang terdistribusi secara normal (Ghozali, 2011:160). Uji normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan ujikolmogorov-smirnov. (2) Uji Linieritas, salah satu asumsi dari analisis regresi adalah linearitas yang menunjukkan apakah garis regresi antara variabel dependen dan independen membentuk garis linear atau tidak (Sugiyono, 2011:265). (3) Uji heterokedastisitas, uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians residual dari pengamatan ke pengamatan lain (Ghozali, 2011:139). Untuk mengetahui masalah heteroskedastisitas dapat digunakan metode Glejser. (4) Uji multikolinieritas dapat dilakukan dengan melihat nilai *tolerance* dan *varianceinflation factor* (VIF). Jika nilai VIF tidak lebih dari 10, maka model regresi dinyatakan tidak terdapat gejala multikolinier (Suliyanto, 2011:90). (5) Uji autokorelasi, autokorelasi adalah keadaan dimana pada model regresi ada korelasi antar residual pada periode t dengan residual periode sebelumnya (t-1) (Priyatno, 2012:151).

Analisis Jalur

Menurut Ghozali (2011:175) menyatakan bahwa model *path analysis* (analisis jalur) digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas atau eksogen terhadap variabel terikat atau endogen.

Diagram Jalur (Path Diagram)

Analisis jalur dimulai dengan menyusun model hubungan antar variabel yang dalam hal ini disebut diagram jalur (Sugiyono, 2011: 298). Hasil diagram jalur menunjukkan besarnya pengaruh masing-masing variabel eksogen terhadap variabel endogen disebut koefisien jalur. Desain diagram jalur dapat dilihat sebagai berikut:



Gambar 2
Diagram Jalur

Berdasarkan Gambar 2, struktur model dalam penelitian ini dapat terbagi menjadi 2 (dua) persamaan substruktural yaitu:

1. Substruktur 1

$$\text{DPR} = p_{y1x2}\text{ROA} + p_{y1x1}\text{MOW} + e_1$$

2. Substruktur 2

$$\text{PBV} = p_{y2x2}\text{ROA} + p_{y2x1}\text{MOW} + p_{y2y1}\text{DPR} + e_2$$

Keterangan:

$e_{1,2}$ = Variabel residu

$p_{y1x1} \dots p_{n,n}$ = Koefisien jalur (koefisien regresi yang distandarkan)

MOW = Kepemilikan manajerial

PBV = Nilai perusahaan

DPR = Kebijakan dividen

ROA = Profitabilitas

Koefisien pengaruh variabel lain (variabel residu) terhadap variabel terikat/endogen dapat dicari dengan rumus $e = \sqrt{1 - R^2}$, dimana R^2 adalah koefisien determinasi (Suliyanto, 2011:250).

Uji Hipotesis Penelitian

Pengujian koefisien jalur dilakukan untuk melihat pengaruh langsung dari masing-masing variabel bebas secara individu terhadap variabel terikat (Sugiyono, 2011:315). Hipotesis statistik yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ho: Variabel bebas tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

Ha: Variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat.

Untuk memutuskan apakah Ho diterima atau ditolak, maka ditetapkan alpha (tingkat signifikansi) sebesar 5%, sehingga keputusan untuk menolak Ho jika nilai sig. < 0.05 untuk koefisien masing-masing variabel. Jika variabel *intervening* diterima sebagai variabel mediasi, maka harus dihitung total pengaruhnya. Total pengaruh merupakan penjumlahan antara pengaruh langsung dengan pengaruh tidak langsung, sedangkan total pengaruh tidak langsung diperoleh dengan mengkalikan koefisien jalur yang dilalui jalur dalam model.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif untuk masing-masing variabel penelitian, yaitu MOW, ROA, DPR, dan PBV.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

No.	Uraian	MOW	ROA	DPR	PBV
1.	<i>N Valid</i>	81	81	81	81
2.	<i>Mising</i>	0	0	0	0
3.	<i>Mean</i>	0,021386	0,1276	0,3902	2,9737
4.	<i>Std. Deviation</i>	0,058143	0,0955	0,2597	2,4421
5.	<i>Minimum</i>	0,000004	0,0066	0,0058	0,2811
6.	<i>Maximum</i>	0,256198	0,4038	0,9804	9,9608

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Hasil perhitungan statistik deskriptif dapat dijelaskan secara runtut sebagai berikut: (1) Variabel *managerial ownership* (MOW) memiliki nilai minimum sebesar 0,0004% dan nilai maksimum sebesar 25,62%. *Mean* atau rata-rata untuk variabel tersebut sebesar 2,14%,

sedangkan standar deviasi-nya sebesar 5,81%. (2) Variabel *return on asset* (ROA) memiliki nilai minimum sebesar 0,66% dan nilai maksimum sebesar 40,38%. *Mean* atau rata-rata untuk variabel tersebut sebesar 12,76%, sedangkan standar deviasi-nya sebesar 9,55%. (3) Variabel *dividend payout ratio* (DPR) memiliki nilai minimum sebesar 0,58% dan nilai maksimum sebesar 98,04%. *Mean* atau rata-rata untuk variabel tersebut sebesar 39,02% dan standar deviasi-nya sebesar 25,97%. (4) Variabel *Price to book value ratio* (PBV) memiliki nilai minimum sebesar 0,28 kali dan nilai maksimum sebesar 9,96 kali. *Mean* atau rata-rata sebesar 2,97 kali, sedangkan standar deviasi-nya sebesar 2,44.

Uji Kelayakan Model

Hasil uji kelayakan model untuk model regresi 1 dan 2 dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji F

Regresi	ANOVA		Sig. *Kritis	Putusan
	F Hitung	Sig.		
Model 1	3,357	0,040	0,05	Model layak
Model 2	33,550	0,000	0,05	Model layak

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Tabel 3 menunjukkan bahwa model regresi 1 dan 2 dapat dikatakan telah layak untuk penelitian, karena baik model 1 dan model 2 memiliki nilai signifikansi $\leq 0,05$.

Uji Koefisien Determinasi

Hasil pengujian koefisien determinasi untuk model regresi 1 dan 2 dapat disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Regresi	Variabel Bebas	Variabel Terikat	R Square
Model 1	MOW, ROA	DPR	0,079
Model 2	MOW, ROA, DPR	PBV	0,567

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Tabel 4 menunjukkan bahwa koefisien determinasi untuk model regresi 1 sebesar 0,079 atau 7,9%, sedangkan koefisien determinasi untuk model regresi 2 sebesar 0,567 atau 56,7%. Koefisien determinasi untuk model regresi 1 menunjukkan bahwa 7,9% perubahan variabel *dividend payout ratio* (DPR) dapat dijelaskan oleh variabel *managerial ownership* (MOW) dan *return on asset* (ROA), sedangkan sisanya 92,1% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model. Koefisien determinasi untuk model regresi 2 menunjukkan bahwa 56,7% perubahan variabel *price to book value* (PBV) dapat dijelaskan oleh variabel *managerial ownership* (MOW), *return on asset* (ROA), dan *dividend payout ratio* (DPR), sedangkan sisanya 43,3% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model.

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas dengan kolmogrov-smirnov dapat disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5
Hasil Uji Asumsi Normalitas dengan Kolmogrov-Smirnov

Standardized Residual	N	Kolmogrov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Sig. *Kritis	Putusan
Model 1	81	0,749	0,628	0,05	Normal

<i>Standardized Residual</i>	N	Kolmogrov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Sig. *Kritis	Putusan
Model 2	81	0,757	0,615	0,05	Normal

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Berdasarkan Tabel 5, model 1 memiliki nilai *asymp. Sig.* (0,628) $>$ α (0,05) dan dinyatakan telah memenuhi asumsi normalitas. Model 2 memiliki nilai *asymp. Sig.* (0,615) $>$ α (0,05) dan dinyatakan juga telah memenuhi asumsi normalitas. Dengan demikian, semua model telah memenuhi asumsi normalitas dan layak untuk dilakukan uji asumsi klasik berikutnya.

Uji Linieritas

Hasil uji asumsi linearitas dapat disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6
Hasil Perhitungan Uji Asumsi Linieritas

Regresi	R ²	n	n.R ²	X ² Tabel	Putusan
Model 1	0,016	81	1,296	103,01	Linier
Model 2	0,001	81	0,081	103,01	Linier

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Tabel 6 menunjukkan bahwa model regresi 1 dan 2 memiliki nilai X² hitung $<$ X² tabel (103,01). Dengan demikian, model yang dibuktikan dalam penelitian ini merupakan model linear.

Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas dengan metode Glejser untuk model regresi 1 dapat disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7
Hasil Uji Asumsi Heteroskedastisitas Model 1

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Nilai Sig.	Sig. *Kritis	Putusan
Abresid	ROA	0,598	0,05	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Abresid	MOW	0,644	0,05	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Tabel 7 menunjukkan bahwa untuk model regresi 1 tidak mengalami gejala heteroskedastisitas, karena untuk variabel ROA dan MOW nilai Sig. $>$ 0,05. Untuk mengetahui hasil uji asumsi heteroskedastisitas pada model regresi 2 dapat disajikan pada Tabel 8.

Tabel 8
Hasil Uji Asumsi Heteroskedastisitas Model 2

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Nilai Sig.	Sig. *Kritis	Putusan
Abresid	ROA	0,189	0,05	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Abresid	MOW	0,566	0,05	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Abresid	DPR	0,187	0,05	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Tabel 8 menunjukkan bahwa untuk model regresi 2 tidak mengalami gejala heteroskedastisitas, karena untuk variabel ROA, MOW, dan DPR nilai Sig. > 0,05. Dengan demikian, semua model regresi baik model 1 dan 2 yang diajukan tidak terdapat gejala heteroskedastisitas.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi yang terbentuk ada korelasi yang tinggi atau sempurna diantara variabel bebas atau tidak. Hasil uji asumsi multikolinieritas dengan menggunakan nilai VIF untuk model regresi 1 dapat disajikan pada Tabel 9.

Tabel 9
Hasil Uji Asumsi Multikolinieritas Model 1

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Nilai VIF	VIF *Kritis	Putusan
DPR	ROA	1,001	10,000	Tidak terjadi multikolinieritas
DPR	MOW	1,001	10,000	Tidak terjadi multikolinieritas

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Tabel 9 menunjukkan bahwa pada model regresi 1 tidak terdapat gejala multikolinieritas, karena nilai VIF untuk variabel ROA dan MOW ≤ 10 . Untuk pengujian asumsi multikolinieritas model regresi 2 dapat disajikan pada Tabel 10.

Tabel 10
Hasil Uji Asumsi Multikolinieritas Model 2

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Nilai VIF	VIF *Kritis	Putusan
PBV	ROA	1,057	10,000	Tidak terjadi multikolinieritas
PBV	MOW	1,034	10,000	Tidak terjadi multikolinieritas
PBV	DPR	1,086	10,000	Tidak terjadi multikolinieritas

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Tabel 10 menunjukkan bahwa pada model regresi 2 tidak terdapat gejala multikolinieritas, karena nilai VIF untuk variabel ROA, MOW, dan DPR ≤ 10 . Dengan demikian, semua model regresi yang diajukan tidak menunjukkan adanya gejala multikolinieritas.

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah ada korelasi antara anggota serangkaian data observasi yang diuraikan menurut waktu (*time series*) atau ruang (*cross section*). Hasil pengujian asumsi autokorelasi untuk model 1 dan 2 dapat disajikan pada Tabel 11.

Tabel 11
Hasil Uji Asumsi Autokorelasi

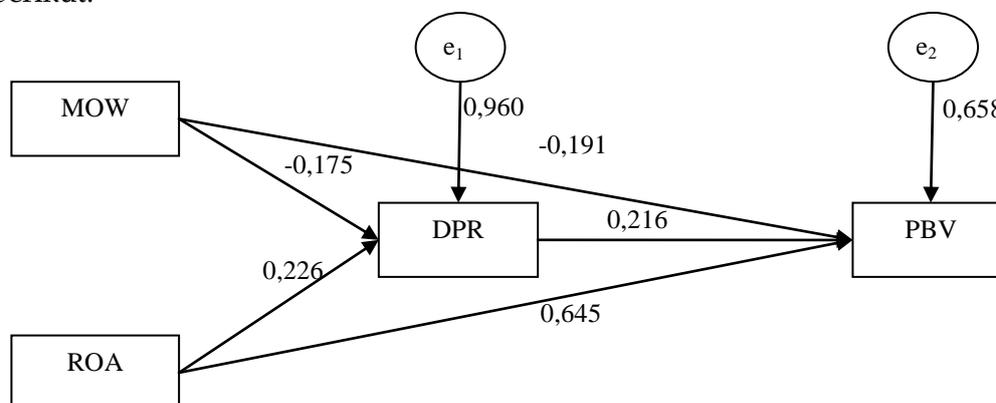
Model Regresi	DW	Batasan DW Bebas Autokorelasi		Putusan
		dU (minimum)*	4 - dU (maksimum)	
1	1,726	1,688	2,312	Bebas autokorelasi
2	1,835	1,715	2,285	Bebas autokorelasi

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Tabel 11 menunjukkan bahwa model regresi 1 dan 2 tidak terjadi masalah autokorelasi, karena memiliki nilai Durbin-Watson (DW) di antara dU sampai dengan 4-dU. Dengan demikian, model regresi yang diajukan tidak mengandung masalah autokorelasi.

Analisis Jalur

Berdasarkan hasil analisis regresi dengan menggunakan SPSS 20, maka disusun diagram jalur dan koefisien jalur (*standardized coefficient*) seperti disajikan pada Gambar 4 berikut:



Gambar 3
Hasil Analisis Diagram Jalur
 Sumber: Data Sekunder diolah, 2016

Gambar 3 menunjukkan besaran nilai koefisien jalur untuk masing-masing variabel eksogen terhadap variabel endogen. Besarnya pengaruh variabel lain terhadap variabel *dividend payout ratio* (DPR) diperoleh dari $\sqrt{1-0,079} = 0,960$, sedangkan nilai besarnya pengaruh variabel lain terhadap variabel *price to book value* (PBV) diperoleh dari $\sqrt{1-0,567} = 0,658$. Dengan demikian, substruktur model untuk diagram jalur diatas dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Model 1: } \text{DPR} = 0,226\text{ROA} - 0,175\text{MOW} + 0,960e_1$$

$$\text{Model 2: } \text{PBV} = 0,645\text{ROA} - 0,191\text{MOW} + 0,216\text{DPR} + 0,658e_2$$

Dari persamaan model 1 dan model 2, analisis *standardized coefficient* untuk masing-masing model dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Pada Model 1, nilai *standardized coefficient* untuk variabel *return on asset* (ROA) positif yaitu sebesar 0,226 menunjukkan adanya hubungan yang searah, artinya jika ROA meningkat maka *dividend payout ratio* (DPR) akan meningkat dengan asumsi variabel lain konstan. Selanjutnya besarnya *standardized coefficient* untuk variabel *managerial ownership* (MOW) negatif yaitu sebesar -0,175 menunjukkan hubungan yang berlawanan, artinya jika MOW meningkat maka *dividend payout ratio* (DPR) akan menurun dengan asumsi variabel lain konstan. (2) Pada Model 2, nilai *standardized coefficient* untuk variabel *return on asset* (ROA) positif yaitu sebesar 0,645 menunjukkan hubungan yang searah, artinya jika ROA meningkat maka *price to book value* (PBV) akan meningkat dengan asumsi variabel lain konstan. Selanjutnya besarnya *standardized coefficient* untuk *managerial ownership* (MOW) negatif yaitu sebesar -0,191 menunjukkan hubungan yang berlawanan, artinya jika MOW meningkat maka *price to book value* (PBV) akan menurun dengan asumsi variabel lain konstan, sedangkan besarnya *standardized coefficient* untuk *dividend payout ratio* (DPR) positif yaitu sebesar 0,216 menunjukkan hubungan yang searah, artinya DPR meningkat maka *price to book value* (PBV) akan meningkat dengan asumsi variabel lain konstan.

Uji Hipotesis Penelitian

Untuk menguji hipotesis penelitian, maka dilakukan pengujian terhadap nilai signifikansi (*sig. value*) dari koefisien jalur (*standardized coefficient*) untuk masing-masing hubungan variabel yang dihasilkan dari program SPSS 20. Hasil pengujian koefisien jalur (*standardized coefficient*) dapat disajikan pada Tabel 12.

Tabel 12
Hasil Pengujian Koefisien Jalur

Hubungan Variabel	<i>Standardized Coefficient</i>	<i>sig. value</i>	<i>*sig. tolerance</i>	Putusan*
DPR → PBV	0,216	0,007	0,05	Signifikan
MOW → DPR	-0,175	0,112	0,05	Tidak signifikan
MOW → PBV	-0,191	0,015	0,05	Signifikan
ROA → DPR	0,226	0,041	0,05	Signifikan
ROA → PBV	0,645	0,000	0,05	Signifikan

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016.

Hasil pengujian hipotesis penelitian berdasarkan uji koefisien jalur pada Tabel 18 dapat dijelaskan secara runtut sebagai berikut: (1) Pengujian Hipotesis 1: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan nilai koefisien (*standardized coefficient*) positif sebesar 0,216 dan *sig. value* sebesar 0,007. Oleh karena, *sig. value* (0,007) < *sig. tolerance* (0,05) maka H_0 ditolak dan H_a diterima, pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan terbukti signifikan. Dengan demikian H_a yang diajukan, "kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan" mendapat dukungan dalam penelitian ini dengan arah pengaruh yang positif. (2) Pengujian Hipotesis 2: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dengan nilai koefisien (*standardized coefficient*) negatif sebesar -0,175 dan *sig. value* sebesar 0,112. Oleh karena, *sig. value* (0,112) > *sig. tolerance* (0,05) maka H_a ditolak dan H_0 diterima, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen tidak terbukti signifikan. (3) Pengujian Hipotesis 3: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan nilai koefisien (*standardized coefficient*) negatif sebesar -0,191 dan *sig. value* sebesar 0,015. Oleh karena, *sig. value* (0,015) < *sig. tolerance* (0,05) maka H_0 ditolak dan H_a diterima, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan terbukti signifikan. (4) Pengujian Hipotesis 4: Kebijakan dividen memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian koefisien jalur pada Tabel 12, variabel *Managerial Ownership* (MOW) tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan DPR berpengaruh terhadap *Price to Book Value* (PBV) atau tidak semua jalur yang menghubungkan antara MOW, DPR, dan PBV signifikan. Dengan demikian, Kebijakan Dividen tidak berhasil memediasi pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan karena terbukti Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen. Besarnya pengaruh langsung MOW terhadap PBV adalah -0,191, sedangkan besarnya pengaruh tidak langsung harus dihitung dengan mengalikan koefisien pengaruh tidak langsungnya yaitu $-0,175 \times 0,216 = -0,038$. Jadi pengaruh total MOW terhadap PBV dapat dihitung yaitu, $-0,191 + (-0,038) = -0,229$. (5) Pengujian Hipotesis 5: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dengan nilai koefisien (*standardized coefficient*) positif sebesar 0,226 dan *sig. value* sebesar 0,041. Oleh karena, *sig. value* (0,041) < *sig. tolerance* (0,05) maka H_0 ditolak dan H_a diterima, pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen terbukti signifikan. Dengan demikian H_a yang diajukan, "profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen" mendapat dukungan dalam penelitian ini dengan arah pengaruh yang positif. (6) Pengujian Hipotesis 6: Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan nilai koefisien (*standardized coefficient*) positif sebesar 0,645 dan *sig. value*

sebesar 0,000. Oleh karena, $sig. value (0,000) < sig. tolerance (0,05)$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan terbukti signifikan. Dengan demikian H_a yang diajukan, "profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan" mendapat dukungan dalam penelitian ini dengan arah pengaruh yang positif. (7) Pengujian Hipotesis 7: Kebijakan dividen memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian koefisien jalur pada Tabel 12, variabel *return on asset* (ROA) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* (DPR) dan DPR berpengaruh terhadap *Price to book value* (PBV) atau semua jalur yang menghubungkan ROA, DPR, dan PBV signifikan. Dengan demikian, variabel DPR dapat memediasi pengaruh ROA terhadap PBV. Untuk mengetahui besarnya pengaruh tidak langsung, maka dilakukan perkalian antara koefisien variabel ROA terhadap DPR dan pengaruh DPR terhadap PBV yaitu $0,226 \times 0,216 = 0,049$. Nilai hasil perkalian tersebut lebih kecil dibandingkan dengan pengaruh langsung ROA terhadap PBV sebesar 0,645, sedangkan total pengaruhnya yaitu $0,645 + 0,049 = 0,694$. Besaran pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan lebih besar dibandingkan dengan pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan sebenarnya adalah pengaruh langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Pembahasan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen yang diproksikan dengan variabel *dividen payout ratio* (DPR) memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan oleh variabel *price to book value* (PBV). Hasil penelitian ini sejalan dengan teori sinyal yang menyatakan pembayaran dividen sebagai suatu sinyal yang diberikan manajemen perusahaan bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus di masa mendatang, sehingga investor lainnya ingin memiliki saham perusahaan tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Nafi'ah (2013) dan Nofrita (2013) yang menemukan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Haruman (2010) yang menemukan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, serta menyimpulkan peningkatan dividen menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya yang selanjutnya akan menurunkan nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan variabel *managerial ownership* (MOW) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang diproksikan oleh variabel *dividend payout ratio* (DPR). Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Dewi (2008) dan Haruman (2010) yang menemukan pengaruh negatif signifikan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Namun, hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Artini dan Puspaningsih (2011) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena manajer perusahaan tidak memiliki kekuatan yang cukup untuk mempengaruhi besaran pembayaran dividen. Berdasarkan hasil statistik deskriptif, rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan sebesar 2,14% dengan kepemilikan manajerial maksimal hanya sebesar 25,62% menunjukkan manajer tidak memiliki sebagian besar dari saham perusahaan atau manajer bukan merupakan pemegang saham mayoritas dalam perusahaan. Penetapan kebijakan dividen perusahaan akan dilakukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang melibatkan semua para pemegang saham, sehingga kepemilikan saham oleh manajer harus melebihi saham yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas agar dapat mempengaruhi keputusan tersebut.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan variabel *managerial ownership* (MOW) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan oleh variabel *price to book value* (PBV). Hasil penelitian ini membuktikan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa “kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan” dengan pengaruhnya yang negatif. Hasil penelitian ini mendukung *hipotesis entrenchment*, karena pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan disebabkan adanya efek pertahanan akibat kepemilikan manajerial yang semakin tinggi. Saerang *et al.* (2011:94) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial berimplikasi pada *control of vote*, yaitu jika kepemilikan manajerial meningkat maka manajemen akan menggunakan “vote” untuk memproteksi posisinya. Hal ini yang membuat manajer dapat mengambil keputusan-keputusan tanpa takut posisinya akan terancam. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Haruman (2010) dan Sulistiono (2010) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Artini dan Puspangsih (2011) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dimana kepemilikan manajerial akan dapat mensejajarkan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dan nilai perusahaan akan mengalami peningkatan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara langsung kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan secara tidak langsung kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Artini dan Puspangsih (2011) yang menemukan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Nafi'ah (2013) yang menemukan bahwa kebijakan dividen memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Jika dilihat dari rata-rata kepemilikan saham manajerial yaitu sebesar 2,14% dan maksimal kepemilikan manajerial sebesar 25,62%. Hal ini mengakibatkan manajemen tidak dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Keputusan terkait kebijakan dividen perusahaan ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), sehingga dalam RUPS pemegang saham mayoritas akan lebih mendominasi keputusan pembayaran dividen Sudiartha (2009) dalam Artini dan Puspangsih (2011:71).

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas yang diproksikan dengan variabel *return on asset* (ROA) memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diproksikan oleh variabel *dividend payout ratio* (DPR). Adanya pengaruh positif profitabilitas yang terhadap kebijakan dividen, karena laba yang dihasilkan perusahaan manufaktur terbuka sebagian digunakan untuk membayar dividen, disamping untuk membayar utang dan membiayai investasi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Ayuningtias dan Kurnia (2013) dan Nurhayati (2013) yang menemukan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Dewi (2008) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, serta menyimpulkan perusahaan yang memiliki laba yang semakin tinggi akan menggunakan laba tersebut untuk kegiatan operasi atau investasi dan mengurangi pembagian dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas yang diproksikan dengan variabel *return on asset* (ROA) memiliki pengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan yang diproksikan oleh variabel *price to book value* (PBV). Adanya pengaruh positif yang signifikan menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas menyebabkan nilai perusahaan juga semakin tinggi. Profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal bahwa prospek perusahaan semakin baik, sehingga mendorong investor lainnya untuk meningkatkan permintaan saham (Mardiyati *et al.*, 2012:16). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ayuningtias dan Kurnia (2013) dan Nurhayati (2013) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Adanya pengaruh positif signifikan profitabilitas terhadap nilai perusahaan disebabkan sentiment positif investor atas kinerja perusahaan, sehingga harga saham dan nilai perusahaan ikut meningkat Ayuningtias dan Kurnia (2013). Investor menginginkan perusahaan dapat menjaga dan meningkatkan profitabilitasnya untuk meningkatkan kepastian investasi atas saham-saham mereka dalam perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dan terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, sehingga semua jalur yang menghubungkan pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen adalah signifikan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Ayuningtias dan Kurnia (2013) yang menemukan bahwa kebijakan dividen memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Besaran pengaruh secara langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan lebih besar dibandingkan dengan besaran pengaruh tidak langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan variabel sebenarnya adalah pengaruh langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Jika kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, maka harga saham juga akan meningkat Nofrita (2013:8). Profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal bahwa prospek perusahaan semakin baik, sehingga dapat mendorong investor untuk meningkatkan permintaan saham dan menyebabkan harga saham ikut meningkat Mardiyati *et al.* (2012:16).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab-bab sebelumnya, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut: (1) Hasil pengujian menunjukkan kebijakan dividen yang diproksikan dengan variabel *dividend payout ratio* (DPR) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan oleh variabel *price to book value* (PBV). Peningkatan pembayaran dividen akan diikuti dengan kenaikan harga pasar saham perusahaan. Peningkatan harga pasar saham perusahaan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. (2) Hasil pengujian menunjukkan kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan *managerial ownership* (MOW) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang diproksikan oleh variabel *dividend payout ratio* (DPR). Hal ini dikarenakan manajer tidak memiliki suara mayoritas dalam perusahaan, sehingga besaran pembayaran dividen tidak dapat dipengaruhi sepenuhnya. Berdasarkan statistik deskriptif menunjukkan rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan sebesar 2,14% dengan kepemilikan manajerial maksimal hanya sebesar 25,62%. (3) Hasil pengujian menunjukkan kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan *managerial ownership* (MOW) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *price to book value* (PBV). Semakin tinggi kepemilikan manajerial menyebabkan semakin rendah nilai perusahaan. Adanya efek pertahanan atau *entrenchment effect*, yaitu perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham menyebabkan setiap kebijakan perusahaan akan diarahkan

untuk memenuhi kepentingannya. (4) Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Kebijakan dividen tidak dapat menjadi variabel *intervening* pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan, karena pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen tidak terbukti. Kepemilikan saham manajerial yang kecil menyebabkan manajemen tidak dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, karena untuk mempengaruhi penentuan besaran dividen dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) manajer harus memiliki suara mayoritas. (5) Hasil pengujian menunjukkan profitabilitas yang diprosikan dengan *return on asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR). Semakin tinggi laba yang dihasilkan perusahaan, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. (6) Hasil pengujian menunjukkan profitabilitas yang diprosikan dengan *return on asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan *price to book value* (PBV). Profitabilitas perusahaan yang semakin tinggi akan mendorong investor untuk meningkatkan permintaan saham, sehingga harga pasar saham akan meningkat. Peningkatan harga pasar saham akan meningkatkan nilai perusahaan. (7) Hasil pengujian menunjukkan bahwa profitabilitas dapat berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan, sedangkan profitabilitas dapat berpengaruh secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Variabel kebijakan dividen dapat menjadi variabel *intervening* pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Namun, besaran pengaruh secara langsung lebih besar dibanding pengaruh secara tidak langsung menunjukkan pengaruh sebenarnya adalah pengaruh secara langsung. Profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal bahwa prospek perusahaan semakin baik, sehingga para investor akan terdorong untuk meningkatkan permintaan saham dan menyebabkan harga pasar saham ikut meningkat.

Saran

Berdasarkan kesimpulan yang ada maka penulis dapat memberikan saran sebagai berikut: (1) Bagi perusahaan, sebaiknya tidak memberikan proporsi saham oleh manajemen yang tinggi dalam perusahaan agar tidak berpotensi menimbulkan efek pertahanan atau *entrenchment* yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan sebaiknya meningkatkan profitabilitas perusahaan, sehingga nilai perusahaan diharapkan akan meningkat. (2) Bagi investor, sebaiknya menghindari saham-saham perusahaan yang memiliki kepemilikan saham manajerial tinggi agar nilai saham yang dimiliki tidak berpotensi mengalami penurunan. Investor sebaiknya memilih saham-saham yang memiliki rasio profitabilitas dan pembayaran dividen yang tinggi agar nilai saham yang dimiliki berpotensi mengalami peningkatan, sehingga investor akan mendapatkan kesempatan memperoleh *capital gain*. (3) Bagi peneliti selanjutnya, sebaiknya tidak menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* dalam memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Artini, S. dan A. Puspaningsih. 2011. Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 15(1): 66-75.
- Ayuningtias, D. dan Kurnia. 2013. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi sebagai Variabel Antara. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 1(1): 37-57.
- Dewi, S.C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 10(1): 47-58.

- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, M.M. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Cetakan Keenam. BPFE-Yogyakarta.Yogyakarta.
- Haruman, T. 2010. Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 10(2): 150-166.
- Mardiyati, U., G.N. Ahmad, dan R. Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)* 3(1): 1-17.
- Nafi'ah, Z. 2013. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010. *Jurnal STIE Semarang* 5(3): 123-144.
- Nofrita, R. 2013. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Universitas Negeri Padang. Padang.
- Nurhayati, M. 2013. Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Sektor Non Jasa. *Jurnal Keuangan dan Bisnis* 5(2): 144-153.
- Pakaryaningsih, E. 2008. Peranan Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dalam Tinjauan Hubungan Non-Linear: Kasus Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis (BENEFIT)* 12(2): 128-137.
- Priyatno, D. 2012. *Cara Kilat Belajar Analisis Data dengan SPSS 20*. ANDI.Yogyakarta.
- Ross, S.A., R.W. Westerfield, dan B.D. Jordan. 2009. *Corporate Finance Fundamentals 1*. Eighth Edition. McGraw-Hill Inc. New York. Terjemahan A.A. Yulianto, R. Yuniasih, dan Christine. 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan 1*. Edisi Kedelapan. Salemba Empat. Jakarta.
- Saerang, P. Tomy, dan J.B. Maramis. 2011. *Manajemen Keuangan: Pendekatan Teori Keagenan*. Andi Offset. Yogyakarta.
- Sudana, I.M. 2009. *Manajemen keuangan Teori dan Praktik*. Cetakan Pertama. Pusat Penerbitan dan Percetakan Unair (AUP). Surabaya.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Kuantitatif kualitatif dan R dan D*. Alfabeta. Bandung.
- Sukirni, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal (AAJ)* 1(2): 1-12.
- Sulistono. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2006-2008. *Skripsi*. Universitas Negeri Semarang. Semarang.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan – Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Edisi Pertama. Andi Offset. Yogyakarta.
- Sutrisno. 2009. *Manajemen Keuangan: Teori Konsep dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Cetakan Ketujuh. EKONISIA.Yogyakarta.
- Yuan, W. dan J. Jia. 2010. Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividend Policy in Bank Holding Companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance (IRAB)* 2(1): 9-22.
- Zulaikah, N. dan M.S. Lasmana. 2013. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Pembayaran Dividen dan Efek Moderasi Penurunan Tarif PPh Dividen WPOP Dalam Negeri. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 15(2): 95-105.