

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN PADA NILAI PERUSAHAAN: KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL MEDIASI

Moch Alifka Rizki Dewayanto

kiki.rizky1998@gmail.com

Akhmad Riduwan

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The research aimed to examine effect of managerial ownership and institutional ownership on firm value with dividend policy as intervening variable. While, the population was consumer good manufacturing companies which were listed on Indonesia Stock Exchange during 2016-2018. Moreover, the research was quantitative. Furthermore, the data were taken from database of Investment Gallery of Indonesia Stock Exchange. Additionally, the data collection technique used purposive sampling, in which the sample was based on criteria given. In line with, there were 120 observations in 43 companies within 3 years. In addition, the data analysis technique used path analysis. According to the research result, it concluded as follows: (a) managerial ownership had positive effect on dividend policy; (b) institutional ownership did not affect on dividend policy; (c) managerial ownership had positive effect on firm value; (d) institutional ownership had positive effect on firm value; (e) dividend policy had positive effect on firm value; (f) dividend policy intervened the effect of managerial ownership on firm value; (g) yet, it did not intervene the effect of institutional ownership on firm value.

Keywords: managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, firm value

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sub *consumer good* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2016 sampai dengan 2018. Penelitian ini merupakan penelitian dengan pendekatan kuantitatif. Data diperoleh dari database Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia (GIBEL). Metode pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Jumlah sampel pada penelitian ini sebanyak 120 observasi pada 43 perusahaan dalam kurun waktu 3 tahun. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (a) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen; (b) kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (c) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; (d) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; (e) kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; (f) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen; (g) kebijakan dividen tidak dapat memediasi kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, nilai perusahaan

PENDAHULUAN

Perkembangan dunia industri pada beberapa tahun terakhir, menimbulkan persaingan yang tinggi bagi tiap-tiap perusahaan yang ada di seluruh dunia. Risiko persaingan tersebut timbul akibat beberapa kebijakan yang dikeluarkan oleh suatu Negara dan akan memberikan dampak yang besar bagi negara lainnya serta berimbas bagi perusahaan-perusahaan dalam Negara tersebut. Salah satu penyebab yang membedakan antara krisis keuangan saat ini dengan krisis keuangan di saat masa lalu adalah perbedaan pada tingkat integrasi ekonomi antarnegara. Saat ini, integrasi ekonomi telah semakin erat dan permasalahan ruang yang di masa lalu menjadi faktor pembatas keterhubungan suatu negara telah semakin berkurang. Integrasi perekonomian telah menghubungkan negara dengan negara lainnya tanpa batas.

Menurut Martono dan Harjito (2010:13) memaksimumkan nilai perusahaan disebut sebagai memaksimumkan kemakmuran pemegang saham (*stakeholder wealth maximation*) yang dapat diartikan juga sebagai memaksimumkan harga saham biasa dari perusahaan (*maximizing the price of the firm's common stock*)". Nilai perusahaan dapat ditentukan dari perbandingan hasil kinerja perusahaan yang terlihat dari laporan keuangan, dimana nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* dimasa mendatang pada tingkat diskonto rata-rata tertimbang biaya modal.

Memaksimumkan nilai perusahaan berarti memaksimumkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi harga saham biasa perusahaan. Nilai perusahaan merupakan suatu kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga pasar saham. Harga pasar saham menunjukkan harga yang bersedia dibayar oleh investor. Harga pasar saham dapat lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan dengan nilai bukunya. Harga saham cenderung tinggi pada saat perusahaan memiliki banyak kesempatan untuk berinvestasi mengingat hal tersebut akan meningkatkan pendapatan pemegang saham. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan kemakmuran para pemegang saham juga tinggi. Kompensasi manajemen puncak dikaitkan dengan harga saham. Manajer yang memiliki saham pada perusahaan akan termotivasi untuk lebih meningkatkan kinerjanya agar nilai perusahaan dapat meningkat begitu pula dengan harga sahamnya.

Kepemilikan Manajerial adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar (Warfield *et al.* 1995). Kepemilikan manajerial menggambarkan suatu peran ganda yaitu sebagai manajer dan juga pemegang saham dimana masing-masing memiliki kepentingan. Perbedaan kepentingan antara keduanya seringkali menimbulkan suatu konflik yang disebut dengan *agency conflict* atau konflik keagenan. Kepemilikan saham manajerial dapat mensejajarkan antara kepentingan pemegang saham dengan manajer, karena manajer ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan manajer yang menanggung resiko apabila ada kerugian yang timbul sebagai dampak dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan saham manajerial dapat mensejajarkan antara kepentingan pemegang saham dengan manajer, karena manajer ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan manajer yang menanggung resiko apabila ada kerugian yang timbul sebagai dampak dari pengambilan keputusan yang salah. Semakin tinggi kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, maka akan semakin tinggi perilaku manajer untuk mengurangi konflik dan biaya keagenan. Dengan adanya kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer akan membuat manajer memiliki motivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham yang akan berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti bank, perusahaan investasi maupun perusahaan dan lembaga lain. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme monitoring akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Apabila institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial, maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar. Kepemilikan institusional dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan membuat peningkatan pengawasan terhadap perilaku manajemen sehingga membuat manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Pengawasan yang dilakukan oleh pihak institusi akan mendorong manajer untuk meningkatkan kinerja manajer yang mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan. Dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi maka akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* yang dilakukan oleh pihak manajer serta dapat

meminimalisir tingkat penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan.

Semakin besar nilai kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan sehingga pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Pihak institusi yang memiliki saham pada perusahaan dapat melakukan monitoring terhadap kinerja manajer, karena jumlah dana investasi dari pihak institusi biasanya bernilai tinggi sehingga dalam pengambilan keputusan manajer selalu mempertimbangkan dampak yang akan diterima oleh pemilik saham institusi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan akibat fungsi pengawasan yang diemban oleh kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam mengawasi kinerja manajer. Kurangnya keterlibatan pemilik saham institusi dalam pengambilan keputusan manajer juga mengakibatkan kepemilikan institusional tidak berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan. Akibat ketidakkonsistenan pada hasil penelitian terdahulu, maka diperlukan variabel yang dapat memberikan jembatan pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini digunakan kebijakan deviden sebagai variabel yang memediasi.

Kebijakan dividen adalah sebuah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang, kebijakan deviden juga dapat dianggap sebagai salah satu komitmen perusahaan untuk membagikan sebagian laba bersih yang diterima kepada para pemegang saham, kebijakan deviden akan berdampak terhadap besarnya laba ditahan perusahaan yang merupakan sumber pendanaan internal perusahaan yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan di masa yang akan datang (Uwigbe *et al.* 2012). Kebijakan deviden mengacu pada seperangkat aturan yang ditentukan oleh perusahaan dalam menentukan seberapa banyak keuntungan yang dialokasikan untuk dibagikan kepada para pemegang saham (Priya dan Mohanasundari, 2016).

Berdasarkan latar belakang yang telah dijabarkan diatas, maka dirumuskan masalah sebagai berikut: (1) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; (2) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; (3) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (4) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan?. Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan diatas, maka tujuan yang hendak dicapai dari penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen; (2) Untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen; (3) Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen; (4) Untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) kontribusi praktis dalam penelitian ini yaitu, diharapkan informasi yang didapat dari hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai tambahan informasi dan bahan pertimbangan bagi investor di dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi pada perusahaan manufaktur sub *consumer good industry* di Bursa Efek Indonesia; (2) kontribusi teoretis dalam penelitian ini yaitu, diharapkan dapat berguna sebagai tambahan ilmu pengetahuan mengenai pengaruh struktur kepemilikan pada perusahaan: kebijakan dividen sebagai variabel mediasi; (3) kontribusi kebijakan dalam penelitian ini yaitu, diharapkan mampu memberikan informasi kepada perusahaan sebagai tolak ukur dalam menyusun suatu struktur kepemilikan yang optimal dan dapat memahami faktor-faktor yang mempengaruhi struktur kepemilikan.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori agensi menggambarkan sebuah hubungan yang timbul karena adanya kontrak antara pihak *principal* dan pihak lain yang disebut sebagai pihak agen, dimana pihak *principal* mendelegasikan sebuah pekerjaan kepada pihak agen. Investor merupakan pihak prinsipal pada perusahaan yang modalnya berasal dari kepemilikan saham investor, sedangkan pihak manajemen pengelola perusahaan merupakan pihak agen. Teori ini lebih lanjut menjelaskan bahwa pemilik atau pemegang saham menyediakan sumber daya bagi pihak manajemen untuk menjalankan perusahaan, sebaliknya pihak manajemen diharuskan untuk melakukan sebuah service bagi pihak pemilik sesuai dengan kepentingan pemilik. Pihak manajemen juga diberi wewenang oleh pihak pemilik dalam pembuatan keputusan untuk mengelola perusahaan. Antara agen dan prinsipal harus memiliki kepercayaan yang kuat, dimana agen harus melaporkan segala informasi perkembangan perusahaan yang dimiliki oleh prinsipal melalui segala bentuk informasi akuntansi, karena pihak agen yang mengetahui keadaan perusahaan yang sebenarnya.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar (Warfield *et al.* 1995). Kepemilikan manajerial menggambarkan suatu peran ganda yaitu sebagai manajer dan juga pemegang saham dimana masing-masing memiliki kepentingan. Perbedaan kepentingan antara keduanya seringkali menimbulkan suatu konflik yang disebut dengan *agency conflict* atau konflik keagenan. Menurut Fama (2012) adanya kemungkinan manajer untuk melakukan tindakan tidak terpuji (*moral hazard*) yang nantinya dapat merugikan perusahaan dan juga akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Berikut terdapat hal-hal yang perlu dilakukan untuk mengurangi kemungkinan terjadinya *moral hazard*, yaitu: (a) Memberikan hak kepada pengelola untuk memiliki saham (*managerial ownership*); (b) Dengan adanya monitoring secara kontinu, tetapi hal ini akan menambah biaya baru bagi perusahaan; (c) Perusahaan dapat mengadakan tambahan modal asing berupa hutang; (d) Pada saat pembagian dividen dilakukan, perusahaan membagikan dengan tunai. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, sehingga mampu mengurangi tindakan *moral hazard* yang terjadi dalam perusahaan.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti bank, perusahaan investasi maupun perusahaan dan lembaga lain. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme monitoring akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Apabila institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial, maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar. Kepemilikan institusional dapat dihitung dengan membagi jumlah kepemilikan saham institusional dengan jumlah saham yang beredar dikalikan 100%. Menurut Asmawati (2013) kepemilikan institusional mempunyai arti penting di dalam memonitor manajemen. Dengan tingkat institusional yang tinggi maka akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik yang dilakukan oleh pihak manajer serta dapat meminimalisir tingkat penyelewengan yang dilakukan oleh manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan.

Nilai Perusahaan

Menurut Martono dan Harjito (2010:13) memaksimalkan nilai perusahaan disebut sebagai memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (*stakeholder wealth maximation*) yang

dapat diartikan juga sebagai memaksimalkan harga saham biasa dari perusahaan (*maximizing the price of the firm's common stock*). Nilai perusahaan juga di definisikan oleh Brigham dan Erdhardt (2005:18) sebagai berikut : "*corporate value which is the present value of expected free cash flow, discounted at a weighted average cost of capital*" hal ini dapat dimaknai bahwa nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* di masa mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal. Kesimpulan dari beberapa definisi yaitu nilai perusahaan dapat ditentukan dari perbandingan hasil kinerja perusahaan yang terlihat dari laporan keuangan, dimana nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* dimasa mendatang pada tingkat diskonto rata-rata tertimbang biaya modal. Memaksimalkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi harga saham biasa perusahaan.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah sebuah keputusan yang diambil oleh perusahaan terkait dengan dividen, apakah laba akan dibagi kepada pemegang saham atau investor dalam bentuk dividen atau laba akan ditahan sebagai laba yang ditahan untuk pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen optimal adalah kebijakan dividen yang menghasilkan keseimbangan antara dividen saat ini, pertumbuhan di masa depan, dan memaksimalkan harga saham perusahaan. Menurut Martono dan Harjito (2010:270) yang berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Menurut Harmono (2017:12) berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, penjagaan stabilitas dividen dari waktu ke waktu, pembagian *dividend* saham, dan pembelian kembali saham. Berdasarkan beberapa pengertian yang telah diuraikan di atas. maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah kebijakan mengenai jumlah dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham dari laba bersih yang dihasilkan.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi akan cenderung untuk menjaga laba yang diperoleh untuk kemakmuran manajer selaku pengelola dan pemilik perusahaan. Hal ini mengakibatkan perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi cenderung untuk tidak membayarkan dividen bagi investor perusahaan. Semakin besar kepemilikan manajerial maka dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham semakin rendah dan sebaliknya semakin rendah kepemilikan manajerial maka dividen yang dibayarkan oleh perusahaan semakin besar.

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi akan mendorong manajemen perusahaan untuk membayarkan dividen kepada investor. Hal ini dapat didasarkan atas pandangan bahwa laba yang dihasilkan sebaiknya dapat diberikan kepada investor untuk meningkatkan kepercayaan investor atas penilaian perusahaan, sehingga perusahaan dan kepemilikan institusional yang tinggi akan mendorong pembayaran dividen. Pujiati (2015) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin besar kepemilikan saham institusional maka kebijakan dividen yang akan ditetapkan semakin besar. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Helmina dan Hidayat (2017) menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin tinggi *dividend payout ratio* yang akan dibagikan.

H₂: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial yang tinggi menurunkan kepercayaan dari investor modal terhadap perusahaan, hal ini disebabkan kedudukan manajer selaku pengelola perusahaan dan pemilik saham memungkinkan mereka untuk melakukan tindakan kecurangan guna meningkatkan kesejahteraan mereka. Hal ini mengakibatkan investor kurang mempercayai perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi sehingga nilai perusahaan di mata investor menjadi rendah untuk perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi.

H₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan membuat peningkatan pengawasan terhadap perilaku manajemen sehingga membuat manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Adanya kepemilikan institusional akan memicu peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kualitas dan kelangsungan perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu mengoptimalkan nilai perusahaan. Maka kepemilikan institusional yang tinggi akan memberikan kepercayaan Investor terhadap perusahaan, sehingga nilai perusahaan akan meningkat tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2017) bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kenaikan atau penurunan nilai perusahaan. Hal ini juga didukung oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), Rachmawati dan Triatmoko (2007) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dan menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

H₄: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Setiap laba bersih perusahaan dapat dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada pemegang saham. Investor akan melihat kenaikan dividen sebagai sinyal positif atas prospek perusahaan di masa depan. Pembagian dividen memberikan sinyal perubahan yang menguntungkan pada harapan manajer dan penurunan dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Perusahaan yang dapat memberikan dividen tinggi juga akan mendapatkan nilai kepercayaan yang tinggi dari para investor, karena investor lebih menyukai kepastian tentang *return* investasinya dan mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Dividen yang tinggi akan membuat para investor tertarik sehingga meningkatkan permintaan saham. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, sehingga nilai perusahaan pun tinggi. Dengan demikian maka kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₅: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen dalam Memediasi Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden. Kebijakan dividen merupakan variabel yang memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dan pertumbuhan perusahaan. Hal ini menunjukkan proporsi kepemilikan saham oleh perusahaan mampu berkontribusi pada keputusan dibagikannya dividen sehingga dapat menarik minat investor untuk berinvestasi yang selanjutnya dapat meningkatkan nilai

perusahaan. Penawaran pembagian dividen dapat menstimulasi tingkat pertumbuhan perusahaan, pembagian dividen digunakan untuk menarik minat investor untuk meningkatkan nilai perusahaan.

H₆: Kebijakan dividen memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

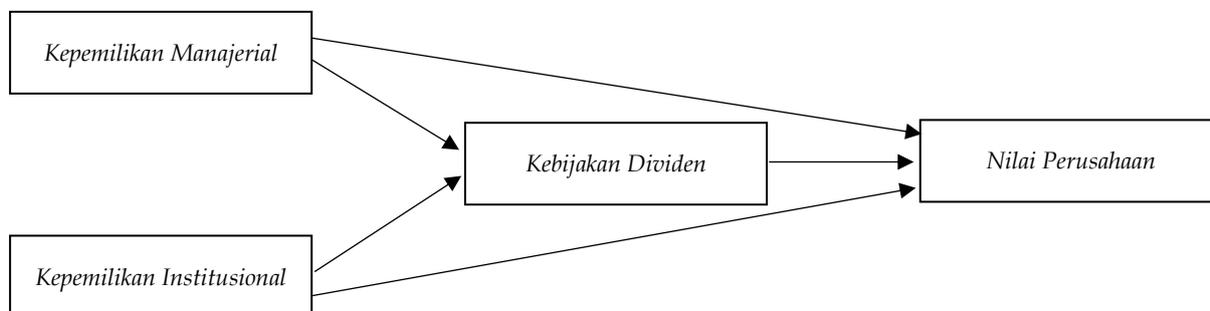
Pengaruh Kebijakan Dividen dalam Memediasi Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional yang tinggi akan dapat mempengaruhi dividen yang dibagikan. Dalam hal ini apabila kepemilikan institusional tinggi maka dapat mempengaruhi keputusan manajemen dalam membagikan dividen. Karena kepemilikan institusional yang tinggi mampu berkontribusi dalam keputusan laba dibagikan sebagai dividen sebagai bentuk kompensasi investor dalam menanam modalnya dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang membagikan dividen yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan tersebut baik. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan pembayaran dividen selalu diikuti dengan kenaikan harga saham. Sehingga investor tertarik membeli saham tersebut, permintaan yang tinggi mengakibatkan harga saham juga tinggi, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Karena nilai perusahaan tercermin dari harga sahamnya. Jadi kebijakan dividen dapat memediasi kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Sehingga kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

H₇: Kebijakan dividen memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Model Penelitian

Model Penelitian dalam penelitian ini adalah:



Gambar 1
Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Obyek) Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kuantitatif dan penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori, dimana penelitian ini dilakukan untuk menemukan dan menjelaskan adanya hubungan kausal antara aspek yang berbeda dalam variabel-variabel yang akan diteliti (Anshori dan Iswati, 2009). Variabel independen dalam penelitian ini adalah Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Nilai Perusahaan. Sugiyono (2011) populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sub *consumer good industry* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 3 tahun terakhir yaitu dari tahun 2016 sampai dengan tahun 2018.

Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini mengambil populasi pada perusahaan manufaktur sub *consumer good industry* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel adalah sebagian dari populasi. Sampel terdiri atas sejumlah anggota yang dipilih dari populasi (Sekaran, 2006:123). Dalam penelitian ini, ditetapkan teknik pengambilan sampel dengan menggunakan *purposive sampling*. *Purposive sampling* dilakukan dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dapat berdasarkan pertimbangan tertentu atau jatah (*quota*) tertentu (Jogiyanto, 2010:79). Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel penelitian ini sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur sub sektor *consumer goods industry* yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2016 – 2018; (2) Perusahaan manufaktur sub sektor *consumer goods industry* yang *delisting* pada periode 2016 – 2018; (3) Perusahaan manufaktur sub sektor *consumer goods industry* yang tidak menerbitkan laporan tahunan pada periode 2016 – 2018.

Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif. Data kuantitatif adalah data dalam bentuk angka atau bilangan. Data kuantitatif akan diolah atau dianalisis menggunakan teknik perhitungan matematika atau statistika. Pengumpulan data merupakan usaha untuk memperoleh data yang dibutuhkan sendiri. Data bisa diperoleh dengan berbagai cara dan dari sumber yang berbeda. Pemilihan teknik pengumpulan data tergantung pada fasilitas yang tersedia, tingkat akurasi yang diisyaratkan, keahlian peneliti, kisaran waktu studi, biaya, dan sumber daya lain yang berkaitan dan tersedia untuk pengumpulan data. Dalam rangka mendapatkan data dan informasi untuk penyusunan penelitian, teknik pengumpulan data dilakukan berdasarkan sumber datanya yaitu data sekunder, sumber data di dapat dari Pusat Referensi Pasar Modal (Bursa Efek Indonesia).

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel yaitu variabel bebas (independen variabel) dan variabel terikat (dependen variabel) dan variabel intervening. Variabel bebas yang digunakan adalah struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Variabel interveninf yang digunakan adalah kebijakan dividen. Sedangkan variabel terikat adalah nilai perusahaan. Masing-masing variabel tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Kepemilikan manajerial di definisi sebagai persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris. Persamaan dalam variabel ini adalah: (Darwis, 2009):

$$KM = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajerial}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah institusi atau lembaga yang mempunyai saham pada suatu perusahaan. Besarnya kepemilikan institusi dapat diukur dengan banyaknya lembar saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusi. Pengukuran kepemilikan institusional menggunakan satuan persentase (%). Persamaan dalam variabel ini adalah:

$$KI = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki Institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen diukur dengan menggunakan DPR (*Dividend payout ratio*). *Dividend payout ratio* merupakan presentase atas jumlah pendapatan yang diperoleh dan yang

diatribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas. *Dividend payout ratio* ini ditentukan oleh perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahunnya. Bila dividen yang dibagikan tinggi minat investor terhadap saham perusahaan akan tinggi dan menaikkan harga saham. Persamaan dalam variabel ini adalah:

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar. Nilai perusahaan menunjukkan harga saham perusahaan tersebut, sehingga dapat memberikan manfaat kepada pemegang saham. Nilai perusahaan juga dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Nilai perusahaan dapat dilihat dengan menghitung PBV (*Price to Book Value*). Persamaan dalam variabel ini adalah:

$$PBV = \frac{\text{Harga perlembar saham}}{\text{Nilai buku perlembar saham}}$$

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data adalah proses penyederhanaan data ke dalam bentuk yang mudah dibaca dan diinterpretasikan. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan metode analisis yang dimana perhitungannya menggunakan SPSS (*Statistical Product and Service Solution*) versi 23, yang bertujuan untuk menentukan pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Tahap-tahap dalam mengelola data setelah data terkumpul adalah sebagai berikut:

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan sebelum melakukan proses pengujian hipotesis. Penelitian ini menggunakan uji analisis jalur yang dijalankan dengan analisis regresi bertahap. Model analisis regresi yang baik adalah model yang terhindar dari bias sehingga perlu dilakukan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan kelayakan suatu model analisis. Beberapa bentuk dari uji asumsi klasik adalah sebagai berikut: normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan dengan bantuan *software* SPSS 23.

Pertama, uji normalitas yaitu digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat. Untuk menguji apakah distribusi normal atau tidak dapat dilihat melalui normal *probability plot* dengan membandingkan distribusi kumulatif dan distribusi normal. Data normal akan membentuk satu garis lurus diagonal dan plotting data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya (Ghozali, 2013:110). Selain itu untuk menguji normalitas residual dengan menggunakan uji statistik non-parametrik *Kolmogrov-Smirnov* (K-S). Dasar pengambilan keputusan analisis uji statistik non-parametrik *Kolmogrov-Smirnov* (K-S) adalah apabila hasil 1-sample K-S diatas tingkat signifikansi 0,05 menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tersebut memenuhi asumsi normalitas.

Kedua, uji multikolinearitas yaitu digunakan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau independen (Ghozali, 2013:112). Dalam *path analysis*, hanya model *recursive* yang dapat dipertimbangkan. *Recursive* adalah sistem aliran kausal ke satu arah, artinya tidak ada arah kausalitas yang berbalik. Untuk menguji apakah model *recursive* atau adanya multikolinieritas bisa digunakan uji *variance influence factor* (VIF) dan *tolerance*, dimana suatu hubungan dikatakan saling bebas dan tidak terdapat tanda multikolinieritas jika nilai VIF kurang dari 10 dan nilai *tolerance* lebih dari 0,10.

Ketiga, uji heteroskedastisitas yaitu digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model

regresi yang baik adalah jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap homoskedastisitas (Ghozali, 2013). Model regresi yang baik adalah yang berjenis homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Cara untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas menurut (Ghozali, 2013) yaitu: Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Keempat, uji autokorelasi yaitu digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya (Ghozali, 2013: 93). Uji utokorelasi dilakukan dengan metode *Durbin-Watson*. Dasar pengambilan keputusan uji autokorelasi adalah angka D-W diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis dengan menggunakan regresi linier berganda digunakan untuk menguji suatu variabel terikat terhadap beberapa variabel bebas. Dalam penelitian ini, analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan pada nilai perusahaan: kebijakan dividen sebagai variabel mediasi. Adapun model persamaan regresinya dirumuskan:

$$\text{Model persamaan (1) PBV} = \beta_1\text{KM} + \beta_2\text{KI} + \beta_3\text{KD} + \varepsilon$$

$$\text{Model persamaan (2) DPR} = \beta_1\text{KM} + \beta_2\text{KI} + \varepsilon$$

Keterangan:

PBV	: Nilai Perusahaan
DPR	: <i>Dividen payout ratio</i>
$\beta_{1,2,3}$: koefisien perubahan nilai
KM	: Kepemilikan Manajerial
KI	: Kepemilikan Institusional
KD	: Kebijakan Deviden
ε	: Residual atau kesalahan prediksi

Uji Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini dilakukan dengan cara berikut:

Pertama, Koefisien determinasi (R^2) yaitu digunakan untuk mengetahui tingkat ketepatan perkiraan dalam analisis regresi. Pengujian ini mengukur seberapa besar pengaruh variabel independen secara keseluruhan terhadap naik turunnya variasi nilai variabel dependen. Tingkat ketepatan regresi dinyatakan dalam koefisien determinasi majemuk (R^2) yang nilainya antara 0 sampai dengan 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$). Semakin besar nilai R^2 , maka semakin besar variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variasi variabel-variabel independen.

Kedua, uji F yaitu digunakan untuk menguji apakah model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha=5\%$) (Ghozali, 2013:109). Ketentuan penerimaan dan penolakan hipotesis adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $F \geq 0,05$ menunjukkan bahwa model penelitian tidak *fit*; (2) Jika nilai signifikansi $F < 0,05$ menunjukkan bahwa model *fit*.

Ketiga, Uji statistik t dilakukan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Cara melakukan uji t adalah dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha=5\%$) (Ghozali, 2013:110). Ketentuan penerimaan dan

penolakan hipotesis adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $t \geq 0,05$ menunjukkan bahwa hipotesis ditolak; (2) Jika nilai signifikansi $t < 0,05$ menunjukkan bahwa hipotesis diterima.

Keempat, Analisis jalur (*path analysis*) menerangkan akibat langsung dan tidak langsung seperangkat variabel, sebagai variabel penyebab, terhadap seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat. (Ghozali, 2013:99). Dari model analisis jalur dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan. Total pengaruh variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara langsung maupun saat dimediasi oleh *Dividen payout ratio* (DPR) adalah sebagai berikut:

$$\text{Total pengaruh} = X_3 + X_1 \cdot X_2$$

$$\text{Pengaruh langsung} = X_3$$

$$\text{Pengaruh tidak langsung} = X_1 \cdot X_2$$

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pengujian Model 1

Analisis Model Regresi 1

Analisis model 1 dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh faktor yang digunakan dalam model penelitian yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen secara linier. Hasil pengujian regresi model 1 yang telah dilakukan terlihat pada Tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1
Koefisien Regresi Model I
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 (Constant)	.245	.077		3.166	.002
SKM	1.945	.064	.939	4.475	.000
SKI	.172	.087	.190	1.927	.052

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 1, maka penjelasan kebijakan dividendapat dimasukkan ke dalam persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 1,945\text{KM} + 0,172\text{KI} + \varepsilon$$

Uji Koefisien Determinasi (R²) Model 1

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui prosentase kontribusi variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Hasil uji koefisien determinasi dapat di lihat dari Tabel 2 berikut:

Tabel 2
Hasil Uji Determinasi (R²)
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.245 ^a	.060	.044	.30884420

a. Predictors: (Constant), KI, KM

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan pada Tabel 2 dapat dilihat bahwa besarnya koefisien determinasi yang menunjukkan nilai *R Square* pada penelitian ini sebesar 0,060 atau 6%. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional menjelaskan variabel kebijakan dividen adalah sebesar 6% sedangkan sisanya 94% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model 1.

Uji Statistik F (*goodness of fit*) Model 1

Uji F digunakan untuk menguji apakah model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen, dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha=5\%$). Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS diperoleh nilai signifikan yang terlihat pada ANOVA tersaji pada Tabel 3 berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F)
ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.715	2	.358	3.749	.026 ^b
Residual	11.160	117	.095		
Total	11.875	119			

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan pada Tabel 3 maka dapat dilihat bahwa nilai signifikansi sebesar 0,026, karena probabilitas signifikansi lebih kecil dari 0,05 ($\alpha=5\%$), menunjukkan bahwa model *fit*.

Pengujian Hipotesis (Uji t) Model 1

Uji t digunakan untuk mengetahui variabel bebas secara parsial atau individu mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Ghozali, 2013:121). Hasil uji t seperti yang tersaji pada Tabel 4 berikut:

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis (Uji t)
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	.245	.077			3.166	.002
SKM	1.945	.064	.939		4.475	.000
SKI	.172	.087	.190		1.927	.052

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan pada Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian hipotesis sebagai berikut: (1) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen menghasilkan nilai signifikan sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa hipotesis diterima; (2) pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen menghasilkan nilai signifikan sebesar 0,052 lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa hipotesis ditolak.

Analisis Model Regresi 2

Analisis model 2 dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh faktor yang digunakan dalam model penelitian yaitu kepemilikan manajerial kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan secara linier. Hasil pengujian regresi model 2 dapat dilihat pada Tabel 5 berikut:

Tabel 5
Koefisien Regresi Model I
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	2.319	.353			6.564	.000
SKM	2.876	.578	.440		4.976	.000
SKI	1.989	.387	.451		5.144	.000
DPR	1.215	.140	.511		5.344	.000

a. Dependent Variable: PBV

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 5, maka penjelasan nilai perusahaan dapat dimasukkan ke dalam persamaan regresi sebagai berikut:

$$PBV = 2.876KM + 1.989KI + 1.215DPR + \epsilon$$

Uji Koefisien Determinasi (R²) Model 2

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui prosentase kontribusi variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasil uji koefisien determinasi dapat di lihat dari Tabel 6 sebagai berikut:

Tabel 6
Hasil Uji Determinasi (R²)
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.498 ^a	.248	.229	1.35313801

a. Predictors: (Constant), DPR, KI, KM

b. Dependent Variable: PBV

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan pada Tabel 6 dapat dilihat bahwa besarnya koefisien determinasi yang menunjukkan nilai *R Square* pada penelitian ini sebesar 0,248 atau 24,8%. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen menjelaskan variabel nilai perusahaan adalah sebesar 24,8% sedangkan sisanya 75,2% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model 2.

Uji Statistik F (*goodness of fit*) Model 2

Uji F digunakan untuk menguji apakah model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen, dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($\alpha=5\%$). Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS diperoleh nilai signifikan yang terlihat pada ANOVA tersaji pada Tabel 7 berikut:

Tabel 7
Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F)
ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	70.202	3	23.401	12.780	.000 ^b
Residual	212.394	116	1.831		
Total	282.596	119			

a. Dependent Variable: PBV

b. Predictors: (Constant), DPR, KI, KM

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan pada Tabel 7 maka dapat dilihat bahwa nilai signifikansi sebesar 0,000, karena probabilitas signifikansi lebih kecil dari 0,05 ($\alpha=5\%$), menunjukkan bahwa model *fit*.

Pengujian Hipotesis (Uji t) Model 2

Uji t digunakan untuk mengetahui variabel bebas secara parsial atau individu mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Ghozali, 2013:132). Hasil pengujian hipotesis secara parsial didapat hasil uji t seperti yang tersaji pada Tabel 8 berikut:

Tabel 8
Hasil Uji Hipotesis (Uji t)
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	2.319	.353			6.564	.000
SKM	2.876	.578	.440		4.976	.000
SKI	1.989	.387	.451		5.144	.000

DPR	1.215	.140	.511	5.344	.000
-----	-------	------	------	-------	------

a. Dependent Variable: PBV

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan pada Tabel 8 menunjukkan hasil uji hipotesis sebagai berikut: (1) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikan sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa hipotesis diterima; (2) pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikan sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa hipotesis diterima; (3) pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikan sebesar 0,012 lebih kecil dari 0,000 menunjukkan bahwa hipotesis diterima.

Analisis Jalur (*Path Analysis*)

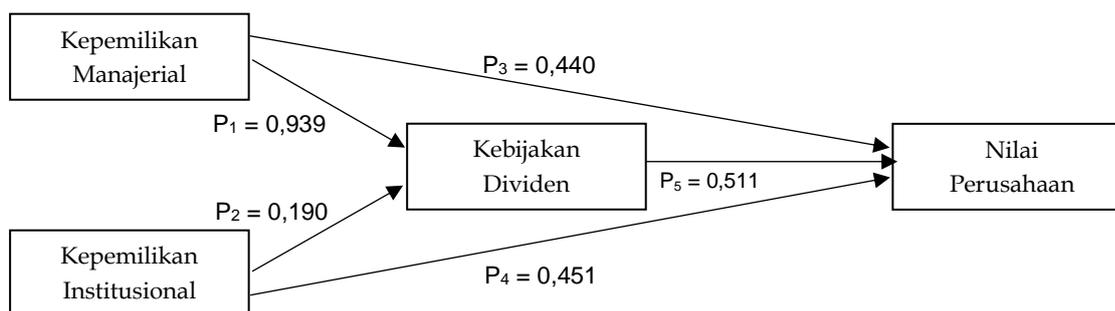
Analisis jalur digunakan untuk mengetahui kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh langsung atau tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan melalui model 1 maupun model 2 diatas, maka analisis jalur yang didapat sebagai berikut:

Tabel 9
Analisis Jalur

Variabel	Nilai Standardized		Keterangan
	Beta	Sig	
Kepemilikan Manajerial (KM) →Kebijakan Dividen (DPR)	0,939(P ₁)	0,000	Signifikan
Kepemilikan Institusional (KI) →Kebijakan Dividen (DPR)	0,190(P ₂)	0,052	Tidak Signifikan
Kepemilikan Manajerial (KM) →Nilai Perusahaan (PBV)	0,440(P ₃)	0,000	Signifikan
Kepemilikan Institusional (KI) → Nilai Perusahaan (PBV)	0,451(P ₄)	0,000	Signifikan
Kebijakan Dividen (DPR) → Nilai Perusahaan (PBV)	0,511(P ₅)	0,000	Signifikan

Sumber: data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 9 analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan hasil nilai standardized koefisien beta sebagai koefisien jalur, maka diagram alur untuk penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2 berikut:



Gambar 2
Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Berdasarkan Gambar 2 analisis jalur diatas maka hasil pengujian hipotesis enam dan hipotesis tujuh disajikan sebagai berikut:

Pertama, pengujian peranan kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan analisis jalur diatas maka pengujian hipotesis sebagai berikut:

Pengaruh langsung KM terhadap PBV (P₃) = 0,440.

Pengaruh tidak langsung KM terhadap DPR (P_1) dikali DPR terhadap PBV (P_5) = $0,939 \times 0,511$
= 0,480

$$\begin{aligned} \text{Pengaruh Total} &= (P_3) + (P_1) \cdot (P_5) \\ &= 0,440 + (0,939 \cdot 0,511) \\ &= 0,440 + 0,480 \\ &= 0,920 \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil perhitungan diatas diketahui bahwa nilai pengaruh langsung sebesar 0,440 dan pengaruh tidak langsung sebesar 0,480 yang berarti bahwa nilai pengaruh tidak langsung lebih besar dibandingkan dengan nilai pengaruh langsung, hipotesis keenam diterima. Artinya kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan;

Kedua, pengujian peranan kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan analisis jalur diatas maka pengujian hipotesis sebagai berikut:

Pengaruh langsung KI terhadap PBV (P_4) = 0,451.

Pengaruh tidak langsung KI terhadap DPR (P_2) dikali DPR terhadap PBV (P_5) = $0,190 \times 0,511$
= 0,097

$$\begin{aligned} \text{Pengaruh Total} &= (P_4) + (P_2) \cdot (P_5) \\ &= 0,451 + (0,190 \cdot 0,511) \\ &= 0,451 + 0,097 \\ &= 0,548 \end{aligned}$$

Berdasarkan hasil perhitungan diatas diketahui bahwa nilai pengaruh langsung sebesar 0,451 dan pengaruh tidak langsung sebesar 0,097 yang berarti bahwa nilai pengaruh tidak langsung lebih kecil dibandingkan dengan nilai pengaruh langsung, hipotesis keenam ditolak. Artinya kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kevin (2012) yang menunjukkan hasil bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya dividen yang akan dibayarkan perusahaan dipengaruhi oleh besar kecilnya kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan. Artinya besar kecilnya struktur kepemilikan manajerial menjadi salah satu faktor pertimbangan bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen pada perusahaan. Sedikit banyaknya kepemilikan yang dimiliki oleh pihak manajerial mempengaruhi juga tingkat pengembalian atau pembagian deviden, semakin besar kepemilikan yang dimiliki oleh pihak manajerial akan mengakibatkan semakin tinggi pula pembagian deviden oleh perusahaan. Besarnya kepemilikan manajerial menggambarkan kinerja manajer juga dalam mencapai laba perusahaan. Berpengaruhnya kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen disebabkan karena pihak manajemen juga mendapatkan keuntungan dari saham yang dimilikinya pada perusahaan. Alasan perusahaan membayar dividen juga disebabkan karena adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Hal tersebut dapat menyebabkan *agency problem* karena manajer mungkin menggunakannya untuk mendanai proyek dengan laba bersih yang negatif. *agency problem* dalam perusahaan dapat dikurangi dengan menggunakan kebijakan pembayaran dividen. Terkait dengan hal tersebut, struktur kepemilikan manajerial berperan penting dalam kebijakan dividen perusahaan dengan meminimalisasi *agency cost* yang ditimbulkan karena *agency problem*.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Affifah (2018), yang menunjukkan hasil bahwa tidak ada pengaruh kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen, yang berarti bahwa besar kecilnya struktur kepemilikan institusional tidak menjadi pertimbangan bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen pada perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal tersebut dikarenakan kepemilikan institusional dapat memonitor kinerja manajemen. Kepemilikan institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Selain itu tidak berpengaruhnya kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen disebabkan karena manajer harus mengetahui prioritas mana yang lebih penting yaitu kepentingan pemegang saham atau kepentingan manajer untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Hal ini disebabkan karena kecil kemungkinannya pemilik dari pihak luar untuk terlibat dalam urusan bisnis perusahaan sehari-hari. Kurangnya pengawasan investor institusional terhadap manajemen perusahaan yang membuat manajer perusahaan bertindak secara *opportunistik* yang menyebabkan perbedaan kepentingan dengan para pemegang saham sehingga setiap kebijakan perusahaan akan diarahkan untuk mempertahankan kepentingan manajerial. Manajer akan cenderung mengalokasikan laba pada laba ditahan untuk investasinya guna melakukan ekspansi usaha dari pada membayar dividen karena sumber dana internal lebih efisien dibandingkan sumber dana eksternal.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sukirni (2012), yang menunjukkan hasil bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Kepemilikan manajerial mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan, yaitu mengoptimalkan nilai perusahaan yang terjadi karena adanya pengendalian yang dimiliki. Hal tersebut dikarenakan kemampuan seorang manajer dalam mengendalikan perusahaan yang telah diberikan wewenang oleh pemilik dapat mempengaruhi kondisi perusahaan, karena seorang manajer lebih banyak mengetahui situasi dan kondisi perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Berdasarkan definisi kepemilikan manajerial tersebut dapat diketahui hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi pula nilai perusahaan, karena pengambilan keputusan oleh manajemen akan berfokus pada tujuan perusahaan yaitu meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Siregar dan Pambudi (2015), yang mengemukakan bahwa ada hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan, yang berarti bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan institusional maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Kepemilikan institusional merupakan besarnya jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi yang terdapat pada perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa

tinggi rendahnya kepemilikan institusional dapat mempengaruhi nilai perusahaan, karena kepemilikan institusional yang tinggi maka dapat meningkatkan kepercayaan investor dan berdampak pada nilai perusahaan. Kepemilikan institusional ini sangat berperan penting dalam pengawasan perusahaan terhadap para pemangku kepentingan sehingga dapat lebih selektif dalam mengambil keputusan. Hasil penelitian yang menunjukkan adanya hubungan yang positif antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan, maka dapat diartikan bahwa fungsi kontrol dari pemilik sangat menentukan dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan sehingga pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Para investor juga akan cenderung memilih perusahaan yang dapat dikontrol dengan baik oleh pemilik perusahaan, karena pemilik tentu memiliki tujuan yang sama dengan manajemen perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aziz (2017) dan Amaliah (2016) menunjukkan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi dividen yang dibayarkan perusahaan kepada investor atau pemegang saham akan mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan. Investor merasa lebih aman untuk memperoleh pendapat berupa pembayaran dividen yang lebih pasti dari pada menunggu *capital gains* yang lebih berisiko. Sehingga dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham apabila perusahaan memiliki kas yang benar-benar bebas, yang dapat dibagikan kepada pemilik saham sebagai dividen. Semakin tinggi nilai kesehatan suatu perusahaan akan memberikan keyakinan kepada pemegang saham untuk memperoleh pendapatan (dividen atau *capital gain*) di masa yang akan datang. Pada dasarnya, laba bersih perusahaan dapat dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Investor akan melihat kenaikan dividen sebagai sinyal positif atas prospek perusahaan di masa depan. Pembagian dividen memberikan sinyal perubahan yang menguntungkan pada harapan manajer dan penurunan dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Perusahaan yang dapat memberikan dividen tinggi juga akan mendapatkan nilai kepercayaan yang tinggi dari para investor, karena investor lebih menyukai kepastian tentang *returns* investasinya dan mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Dividen yang tinggi akan membuat para investor tertarik sehingga meningkatkan permintaan saham. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, sehingga PBV perusahaan tinggi dan nilai perusahaan pun tinggi.

Peranan Kebijakan Dividen Dalam Memediasi Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat artikan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial akan meningkatkan dividen yang dibayarkan perusahaan, sehingga menjadi sinyal positif kepada investor untuk menanamkan modalnya kepada perusahaan tersebut. Semakin tinggi minat investor untuk membeli saham perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaannya. Kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan antara manajer dan pemegang saham (*investor*). Oleh karena itu dengan kepemilikan saham oleh pihak manajemen dia juga akan merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya. Begitu pula jika terjadi kesalahan makamanajer juga akan

ikut menanggung kerugian sebagai salah satu konsekuensi dari kepemilikan sahamnya. Sehingga manajer tidak akan mengambil keputusan yang dapat merugikan perusahaan. Pihak manajerial yang sekaligus pemegang saham akan berusaha bekerja secara optimal dan selalu berupaya meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. Dengan meningkatkan kinerja perusahaan dan juga nilai perusahaan maka pendapatannya sebagai pemegang saham juga akan meningkat, sehingga kesejahteraan pemegang saham yang lainnya juga ikut meningkat. Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial akan meningkatkan dividen yang akan dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham. Tingginya dividen yang diberikan menjadi sinyal positif kepada investor sehingga banyak investor baru yang menanamkan modalnya kepada perusahaan. Tingginya permintaan saham akan mengakibatkan harga saham yang juga meningkat sehingga nilai perusahaan juga meningkat.

Peranan Kebijakan Dividen Dalam Memediasi Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat artikan bahwa besar kecilnya dividen yang akan dibagikan perusahaan bukan merupakan sebuah pedoman bagi pemilik saham institusional dalam melakukan pengawasan terhadap perusahaan. Tidak dapat memediasinya kebijakan dividen disebabkan karena kepemilikan saham institusional tidak berperan langsung dalam bisnis perusahaan karena dalam peningkatan nilai perusahaan merupakan hasil kinerja manajemen perusahaan sendiri. Kepemilikan institusional sangatlah berperan penting dalam pengawasan perusahaan terhadap para pemangku kepentingan sehingga dapat lebih selektif dalam mengambil keputusan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan sehingga pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Para investor juga akan cenderung memilih perusahaan yang dapat dikontrol dengan baik oleh pemilik perusahaan, karena pemilik tentu memiliki tujuan yang sama dengan manajemen perusahaan. Tidak berpengaruhnya kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen disebabkan karena kecil kemungkinannya pemilik saham dari pihak luar untuk terlibat dalam urusan bisnis perusahaan sehari-hari. Kurangnya pengawasan investor institusional terhadap manajemen perusahaan yang membuat manajer perusahaan bertindak secara opportunistik yang menyebabkan perbedaan kepentingan dengan para pemegang saham sehingga setiap kebijakan perusahaan akan diarahkan untuk mempertahankan kepentingan manajerial. Manajer akan cenderung mengalokasikan laba pada laba ditahan untuk investasinya guna melakukan ekspansi usaha dari pada membayar dividen karena sumber dana internal lebih efisien dibandingkan sumber dana eksternal.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini dilakukan untuk menguji kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan dengan melalui beberapa uji yang telah dijelaskan sebelumnya, maka diperoleh kesimpulan bahwa: (1) Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen; (2) Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (3) Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; (4) Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; (5) Hasil pengujian hipotesis

kelima menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena pembagian dividen yang tinggi akan membuat para investor tertarik sehingga meningkatkan permintaan saham; (6) Hasil pengujian hipotesis keenam menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen; (7) Hasil pengujian hipotesis ketujuh menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Keterbatasan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, maka ada beberapa keterbatasan yang bisa disampaikan peneliti antara lain: (1) Perusahaan yang dijadikan sampel penelitian hanya terbatas pada industri manufaktur sub *consumer goods*, sehingga kurang mewakili seluruh sektor industri yang ada di Bursa Efek Indonesia; (2) Penelitian ini belum dapat menangkap secara utuh faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan karena variabel yang digunakan dalam penelitian ini memiliki koefisien determinasi yang masih rendah yaitu sebesar 24,8%. Artinya masih terdapat 75,2% variabel independen lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan; (3) Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan manufaktur sub *consumers good* dengan periode pengamatan 3 tahun.

Saran

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, maka ada beberapa saran yang bisa disampaikan peneliti antara lain: (1) Bagi calon investor hasil penelitian ini bisa dijadikan bahan pertimbangan untuk pengambilan keputusan investasi agar dapat memperoleh tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Nilai perusahaan yang mengalamipeningkatan menunjukkan pengembalian investasi saham juga mengalamipeningkatan; (2) Bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat menambah jumlah sampel dengan memperluas ruang lingkup penelitian ke jenis-jenis perusahaan lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia agar dapat digeneralisasikan pada sektor perusahaan yang berbeda; (3) Pada penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel lain seperti profitabilitas, likuiditas dan *leverage*.

DAFTAR PUSTAKA

- Affifah, O. G. 2018. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Intitusional, Kebijakan Hutang, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016. *Jurnal Akuntansi Bisnis* 3(4):48-59
- Amaliah, N. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2014. *Skripsi*. Universitas Islam Negeri Alauddin. Makasar.
- Anshori, M. dan S. Iswati. 2009. Metodologi Penelitian Kuantitatif. *Airlangga University Press (AUP)*. Surabaya.
- Asmawati. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan : Profitabilitas sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 4(1):1-18.
- Aziz, R. Y. 2017. Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta. Yogyakarta.
- Brigham, E. F. dan Ehrhardt. 2005. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.
- Darwis, H. 2009. Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 13(13):418-430.

- Fama, E. 2012. Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2):288-307.
- Ghozali, I. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS Edisi 7*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Harmono. 2017. *Manajemen Keuangan Berbasis Balanced*. Pt Bumi Angkasa Raya. Jakarta.
- Helmina, M. dan R. Hidayat. 2017. Pengaruh Institutional Ownership, Collateralizable Assets, Debt To Total Assets, Firm Size Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2014. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis*, 3(1):24-32.
- Jogiyanto, H. M. 2010. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah kaprah dan pengalaman-pengalaman*. Edisi Pertama. BPFE. Yogyakarta.
- Kevin, A. 2012. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Leverage Operasi terhadap Kebijakan Dividen. *Accounting Analysis Journal* 2(1):1-14
- Lestari, L. 2017. Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis* 4(2):293-306.
- Martono., dan A. Harjito. 2010. *Manajemen Keuangan*. Cetakan kedelapan. Ekonisia. Yogyakarta.
- Pujiati. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen dengan Likuiditas Sebagai Variabel Pemoderasi. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta. Yogyakarta
- Priya, V. P. dan M. Mohanasundari. 2016. *Devidend Policy and Its Impact on Firm Value :A review Theoris and Empirical Evidence*. 3(3): 121-134
- Rachmawati, A. dan H. Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi X*. Makassar
- Sekaran, U. 2006. *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*, Edisi 4, Buku 1, Salemba Empat. Jakarta.
- Siregar, I. G. dan J. E. Pambudi. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Dan Return On Equity Terhadap Nilai Prusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Tekstil Dan Garemnt Yang Terdaftar Di Bei Periode 2010-2014. *Jurnal Akuntansi Vokasi* 1(1):75-87
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Alfabeta. Bandung.
- Sujoko., dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen* 9(1):41-48.
- Sukirni, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden Dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal* 3(2):52-67.
- Uwigbe, U., J. Jafaru, dan A. Ajayi. 2012. *Dividend Policy and Firm Performances: A Study of Listed Firm in Nigeria*. *Accounting and Management Information System* 11(3):442-454
- Warfield, T. D., W. J. John, dan W. L. Kenneth. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1):61-91.