

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL PADA NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Oleh :

Kadek Dewi Padnyawati¹⁾

Ni Putu Ayu Kusumawati²⁾

^{1),2)}Universitas Hindu Indonesia, email: ayukusuma.unhi@gmail.com

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the effect of managerial ownership structure on firm value with dividend policy as an intervening variable (case study on manufacturing companies on the IDX for the period 2014-2016). The number of samples taken was 42 manufacturing companies. Data collection is done through non-participant observation. Multiple regression analysis techniques and path analysis.

Based on the results of the analysis it was found that the managerial ownership structure had a positive and significant effect on firm value. Managerial ownership structure has a positive and significant effect on dividend policy. Dividend policy has a positive and significant effect on firm value. This result supports Signaling theory, that dividend payments are a signal to the market, so dividend payments can increase market appreciation for the company's shares. Then there is an indirect effect of managerial ownership structure on the value of company with dividend policy as an intervening variable. This proves that dividend policy is an intervening variable that connects managerial ownership structure with firm value.

Keywords: Managerial Ownership Structure, Dividend Policy, Company Value

PENDAHULUAN

Perusahaan memiliki tujuan untuk mempertahankan keberlangsungan kinerja yang baik. Pencapaian kinerja perusahaan yang baik dapat ditunjukkan melalui perkembangan nilai perusahaan yang setiap tahunnya meningkat. Nilai perusahaan umumnya dicerminkan dengan harga saham perusahaan di pasar bursa. Semakin baik nilai perusahaan semakin baik kesejahteraan pemilik perusahaan. Menurut Van Home (1998) menyatakan bahwa harga saham menunjukkan penilaian investor pada ekuitas yang dimiliki perusahaan, harga saham menjadi barometer kinerja manajemen perusahaan.

Manajemen perusahaan merupakan pihak yang menjalankan operasional perusahaan untuk menghasilkan kinerja yang baik guna memenuhi kepentingan pemegang saham.

Manajemen perusahaan harus bekerjasama dengan *shareholder* dan *stakeholder* untuk mencapai optimalisasi kinerja perusahaan. *Shareholder* merupakan individu, kelompok, ataupun organisasi yang memegang satu atau lebih lembar saham di suatu perusahaan, dan yang mana namanya tercantum di sertifikat lembar saham. Sedangkan *stakeholder* adalah pihak yang berkepentingan pada suatu perusahaan, baik itu kepentingan finansial maupun kepentingan lainnya. Stakeholder dalam bisnis atau perusahaan meliputi pemegang saham, karyawan, staff, pegawai, suplier, distributor maupun konsumen.

Dalam hal ini seorang *shareholder* juga bisa menjadi *stakeholder*, karena adanya kepentingan dalam perusahaan. Apabila antara manajemen dengan pihak berkepentingan tidak sejalan maka muncul konflik keagenan. Dalam konsep *theory of the firm* (Jensen & Meckling, 1976), adanya konflik keagenan tersebut menyebabkan tidak tercapainya tujuan keuangan perusahaan. Munculnya konflik menyulitkan pemegang saham memonitor pengelola perusahaan, maka *asset* perusahaan dapat saja digunakan untuk kepentingan pengelola daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, dan memperbesar *agency cost*.

Konflik keagenan dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, karena struktur kepemilikan mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya kontrol yang mereka miliki. Alasan kedua adalah ukuran perusahaan yang semakin besar memberikan keamanan pekerjaan atau mengurangi kemungkinan *lay-off* dan kompensasi yang semakin besar. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri

Struktur kepemilikan manajerial yang proporsional, mempengaruhi berbagai keputusan keuangan perusahaan. Salah satunya adalah keputusan kebijakan dividen perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang. Kewenangan penentuan kebijakan dividen diberikan pemegang saham kepada dewan direksi. Dewan direksi merupakan bagian dari manajemen perusahaan. Pembagian dividen berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham serta dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, nilai perusahaan dan harga saham perusahaan (Dewi, 2008).

Struktur kepemilikan manajerial dapat mengurangi *agency cost* yakni biaya pengawasan pemegang saham terhadap kinerja manajemen perusahaan. Manajer terlibat langsung dalam kepemilikan saham sehingga bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya. Ullah, *et al.* (2012) meneliti determinan kebijakan dividen dalam konteks *agency cost*. Hasil yang ditemukan adalah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, serta kepemilikan institusional dan asing secara signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan dividen menjadi hal yang penting untuk diperhatikan serta dalam penentuannya tidak mudah karena mempengaruhi kinerja perusahaan, nilai perusahaan dan harga saham perusahaan. Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (*signal*) prospek perusahaan (Roseff, 1982). Pendapat Roseff didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1983), bahwa pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham, dan dapat

digunakan untuk menangkai isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa mendatang. Nilai perusahaan yang dicerminkan dengan peningkatan harga saham di pasar modal sangat dipengaruhi oleh kebijakan dividen yang di ambil oleh perusahaan. *Signaling theory* menekankan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal bagi pasar bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh di masa mendatang, sehingga pembayaran dividen dapat meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian pembayaran dividen berimplikasi positif pada nilai perusahaan.

Fenandar dan Surya (2012) mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Bahwa relevansi kebijakan dividen dengan nilai perusahaan berdampak kepada nilai perusahaan tercermin dari perubahan harga saham perusahaan. Peningkatan dari pembayaran dividen menunjukkan prospek perusahaan yang lebih baik dan investor meresponnya dengan pembelian saham sehingga terjadi peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut bertentangan dengan hasil penelitian Wahyudi dan Pawestri dalam Wijaya *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Perbedaan hasil penelitian juga ditemukan oleh Mardiyanti *et al.* (2012) dimana kebijakan dividen memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dipaparkan maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : (1) Apakah struktur kepemilikan manajerial berpengaruh pada nilai perusahaan; (2) Apakah struktur kepemilikan manajerial berpengaruh pada kebijakan dividen; (3) Apakah kebijakan dividen berpengaruh pada nilai perusahaan; (4) Apakah terdapat pengaruh tidak langsung struktur kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai *variable intervening*.

Berdasarkan pokok permasalahan yang telah diuraikan di atas maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut : (1) Untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan; (2) Untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen; (3) Untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen pada nilai perusahaan; (4) Untuk mengetahui pengaruh tidak langsung struktur kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai *variable intervening*.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi semua pihak diantaranya : (1) secara teoritis hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi terhadap pengembangan teori *signaling* untuk menjelaskan mengenai pengaruh struktur kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*; (2) bagi investor hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para investor dalam pengambilan keputusan akan investasi; (3) bagi Kreditur hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para kreditur dalam pemberian pinjaman pada suatu perusahaan

Teori *signaling* didasarkan atas adanya asimetri informasi, yang memunculkan pemikiran bahwa manajer mengumumkan kepada investor mengenai informasi-informasi perusahaan yang mempengaruhi nilai perusahaan (Hapyani, 2009). Brigham dan Houston (2006) menyatakan bahwa isyarat atau sinyal merupakan tindakan yang diambil manajemen untuk memberikan petunjuk bagi investor tentang pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan. Teori ini mengungkapkan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah. Investor dapat melakukan suatu analisis terhadap suatu perusahaan melalui informasi yang dipublikasikan oleh pihak perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan, atau

gambaran baik keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang datang bagi kelangsungan hidup perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa teori keagenan mendeskripsikan pemegang saham sebagai *principal* dan manajemen sebagai *agent*. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Untuk itu manajemen diberikan sebagian kekuasaan untuk membuat keputusan bagi kepentingan terbaik pemegang saham. Menurut Yushita (2010), teori keagenan dapat dipandang sebagai model kontraktual antara dua atau lebih orang (pihak), dimana salah satu pihak disebut *agent* dan pihak yang lain disebut *principal*. *Principal* men-delegasikan pertanggungjawaban atas *decision making* kepada *agent*, hal ini dapat pula dikatakan bahwa *principal* memberikan suatu amanah kepada *agent* untuk melaksanakan tugas tertentu sesuai dengan kontrak kerja yang telah disepakati. Wewenang dan tanggungjawab *agent* maupun *principal* diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama.

Perbedaan kepentingan antara manajer dan pihak institusional dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menuntut manajemen untuk lebih efektif dan efisien dalam mengelola perusahaan guna meningkatkan nilai perusahaan. Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akhirnya berdampak pada nilai perusahaan (Fama & French, 1998). Perbedaan kepentingan yang muncul dikenal sebagai konflik keagenan. Konflik keagenan dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan dalam perusahaan. Struktur kepemilikan dalam perusahaan yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dapat menyatukan kepentingan pemegang saham dalam perusahaan.

Dengan adanya struktur kepemilikan yang berimbang dalam perusahaan diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penyatuan kepentingan pihak manajemen dan pihak investor untuk memaksimalkan nilai perusahaan dipandang penting dalam perkembangan kontinuitas perusahaan. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Penelitian yang dilakukan Mirry, Topowijaya dan Sri (2016) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

H₁: Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Struktur kepemilikan yang proposional dalam perusahaan sangat penting dalam penerapatan tata kelola perusahaan yang baik. Penyatuan berbagai pihak kepentingan dalam perusahaan mempengaruhi berbagai keputusan yang di ambil untuk perusahaan dalam jangka panjang. Proporsi kepemilikan manajerial mempengaruhi keputusan kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan akan menetapkan kebijakan dividen yang sesuai dengan tingkat laba perusahaan (Mariah dkk,2012).

Manager mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan mensetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manager diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih 2005). Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, dalam kontek kepemilikan saham oleh manajerial tinggi akan terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen.

H₂: Struktur kepemilikan berpengaruh pada kebijakan dividen

Bird in the hand theory memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih lebih suka kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon dalam Brigham dan Gapenski, 1996: 438). Secara tidak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan. Agrawal (1994) meneliti kebijakan dividen terhadap semua ekuitas perusahaan dan temuannya adalah bahwa dividen dapat dipandang sebagai substitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost*. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*). Selain masalah *agency* kebijakan dividen memiliki peran yang penting dalam menjelaskan nilai perusahaan. Pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* (obligasi) bagi manajemen (Copeland dan Weston, 1992).

H₃ : Kebijakan dividen berpengaruh pada nilai perusahaan

Kepemilikan manajerial mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Manajer sebagai pemegang saham mengoptimalkan kinerjanya dalam menjalankan perusahaan sehingga menghasilkan hasil yang dapat diharapkan pemegang saham. Kestabilan laba yang dihasilkan mempengaruhi kestabilan dividen yang dibagikan. Sebagian besar pemegang saham mengharapkan pembagian dividen yang stabil dari perusahaan tempat investasinya. Manajemen mengoptimalkan kinerjanya untuk menghasilkan laba dan meningkatkan pembagian dividen. Ullah, et al. (2012), Hommei (2011), dan Dewi (2008) mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh

negatif pada kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Shah, et al. (2011) menunjukkan pengaruh positif kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen.

H4: Terdapat pengaruh tidak langsung struktur kepemilikan pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variable intervening.

METODE PENELITIAN

Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan (X), Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (Y), Variabel intervening dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (M). Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2016, metode penentuan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling* yaitu penentuan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu

Tabel 1 Penentuan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016	139
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan tahunan yang berakhir 31 Desember selama periode pengamatan	(24)
Perusahaan yang tidak memperoleh laba bersih secara berturut-turut selama periode pengamatan 2014-2016	(20)
Laporan keuangan yang tidak dinyatakan dalam mata uang rupiah	(15)
Perusahaan yang tidak memiliki data untuk fokus perhitungan seperti proporsi kepemilikan manajerial, data tobins Q, dan kebijakan dividen	(15)
Perusahaan yang tidak membagikan dividen selama periode 2014-2016	(23)
Jumlah perusahaan yang menjadi sampel	42

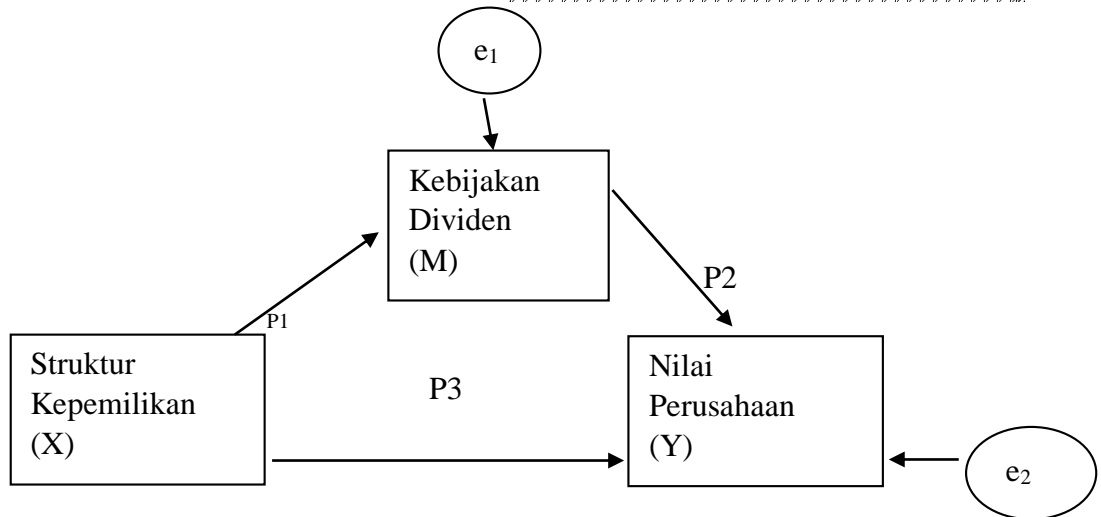
Sumber: *Indonesian Capital Market Directory, 2018*

Berdasarkan hasil penentuan sampel diatas, diperoleh bahwa selama periode 2014-2016 jumlah perusahaan yang menjadi sampel sebanyak 42 perusahaan.

Teknik analisis data yang digunakan teknik *path analysis* (analisis path). Analisis path merupakan alat analisis untuk menaksir hubungan klausalitas antar variabel yang berjenjang secara teori. Analisis path menggambarkan pola hubungan pengaruh seperangkat variabel terhadap variabel lainnya, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui variabel lain sebagai variabel intervening. Menurut Solimun (2002) langkah-langkah analisis path adalah sebagai berikut :

- 1) Langkah pertama adalah merancang model berdasarkan konsep dan teori.
- 2) Langkah kedua adalah pemeriksaan terhadap asumsi yang melandasi. Adapun asumsi yang melandasi analisis path sebagai berikut
 - (1) Di dalam model analisis path, hubungan antar variabel adalah linier dan aditif.
 - (2) Hanya model rekursif dapat dipertimbangkan yaitu hanya sistem aliran kausal ke satu arah.
- 3) Langkah ketiga adalah pendugaan parameter atau pertimbangan koefisien path.
- 4) Langkah keempat adalah pemeriksaan validitas model.
- 5) Langkah kelima adalah melakukan interpretasi hasil regresi.

Berdasarkan langkah-langkah tersebut dapat digambarkan analisis path untuk pengujian pengaruh struktur kepemilikan pada kebijakan dividen dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan sebagai berikut



Gambar 1 Diagram Alur
 Sumber : data diolah (2018)

Berdasarkan diagram alur diatas, maka dapat diajukan bahwa struktur kepemilikan (X) mempunyai pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan (Y). Namun demikian struktur kepemilikan (X) mempunyai pengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan (Y) yaitu struktur kepemilikan (X) ke kebijakan dividen (M) baru kemudian ke nilai perusahaan (Y). Setiap nilai p menggambarkan jalur dan nilai koefisien jalur.

Koefisien jalur adalah standardized koefisien beta. Koefisien jalur dihitung dengan membuat persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan (Utama, 2012:135). Persamaan statistik yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 M &= \beta_1 X + e_1 \dots\dots\dots \\
 Y &= \beta_2 X + \beta_3 M + e_2 \dots\dots\dots
 \end{aligned}$$

Pengujian ada tidaknya peranan variabel intervening (mediasi) dengan melihat nilai dari masing-masing path yang terbentuk. Menurut Baron dan Kenny (1986) peranan variabel sebagai variabel mediasi terjadi apabila:

- 1) Variasi pada variabel independen mampu menjelaskan secara signifikan variasi dalam variabel mediator (path 1).

- 2) Variasi pada variabel mediator mampu menjelaskan secara signifikan variasi dalam variabel dependen (path 2).
- 3) Ketika variabel mediator kontrol (path 1 dan path 2), hubungan antara variabel independen dan variabel dependen tidak atau signifikan (path3).

Pengujian hipotesis mediasi dapat dilakukan dengan prosedur yang dikembangkan oleh Sobel (1982) dan dikenal dengan uji Sobel (Sobel Test). Standar error koefisien a dan b ditulis dengan S_a dan S_b dan besarnya standar error tidak langsung adalah S_{ab} yang dihitung dengan rumus :

$$S_{ab} = \sqrt{b^2 S_a^2 + a^2 S_b^2 + S_a^2 S_b^2}$$

Ket:

S_a = standar error koefisien a

S_b = standar error koefisien b

b = koefisien variabel mediasi

a = koefisien variabel bebas

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka kita perlu menghitung nilai t dari koefisien ab dengan rumus sebagai berikut :

$$t = ab / S_{ab}$$

Nilai t hitung ini dibandingkan dengan nilai t tabel yaitu $\geq 1,96$ dengan tingkat signifikan 0,05. Jika nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel maka dapat disimpulkan terjadi pengaruh mediasi (Ghozali, 2009) dalam Januarti (2012).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengujian Asumsi Klasik

Tabel 2 Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		126
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	1.56325075
Most Extreme Differences	Absolute	.342
	Positive	.342
	Negative	-.224
Kolmogorov-Smirnov Z		1.177
Asymp. Sig. (2-tailed)		.125

a. Test distribution is Normal.

Sumber : Data diolah, 2018

Tabel 2 menunjukkan hasil uji normalitas model regresi penelitian ini yaitu nilai residual dengan tingkat signifikansi 0.125. Angka ini lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal atau memenuhi asumsi normal.

Tabel 3 Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	Kepemilikan Manajerial	.999	1.001
	Dividen Payout Ratio	.999	1.001

a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan

Sumber : Data diolah, 2018

Berdasarkan atas tabel 3, diperoleh bahwa hasil uji multikolinieritas model menunjukkan hasil pengujian dengan nilai tolerance yang lebih besar 10% dan VIF yang

kurang dari 10. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan bebas dari gejala multikolinieritas.

Tabel 4 Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.939 ^a	.883	.882	2.45494	1.926

b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan

Sumber : Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel 4, dapat diketahui bahwa nilai durbin-watson pengujian sebesar 1.926. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai nilai DW terletak diantara nilai du dan $4-du$ ($du < DW < 4-du$). Nilai $dl = 1,677$, dan $du = 1,741$. Untuk keputusan tidak ada korelasi, nilai *durbin-watson test* harus terletak antara $du < d < 4-du$. Hasil tes menunjukkan $1,741 < 1,926 < 2,259$. Maka dapat diputuskan dari uji DW bahwa model regresi tersebut tidak mengandung gejala autokorelasi.

Tabel 5 Hasil Uji Heteroskedastisitas

		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	1.475	.209		7.061	.000
	Kepemilikan Manajerial	4.56E-005	.022	.000	.002	.998
	Dividen Payout Ratio	.052	.044	.107	1.189	.237

a. Dependent Variable: ABRES

Sumber : Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel 5 dapat diketahui hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh variabel independen tidak berpengaruh pada nilai *absolut residual* (ABRES). Nilai signifikansi masing-masing variabel independen diatas 0,05 sehingga data bebas dari heteroskedastisitas.

Tabel 6 Hasil Uji F

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	233.275	2	116.637	27.769	.000 ^a
	Residual	516.634	123	4.200		
	Total	749.908	125			

a. Predictors: (Constant), Dividen Payout Ratio, Kepemilikan Manajerial

b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan

Sumber : Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel 6, dapat diketahui bahwa nilai uji F untuk persamaan pertama sebesar 27.769 dengan tingkat signifikansi sebesar .000. Nilai signifikansi pengujian lebih kecil daripada $\alpha = 0.05$ yaitu $.000 < 0.05$, maka berarti bahwa hipotesis nol ditolak. Pengujian ini menunjukkan bahwa model ini layak untuk digunakan.

Tabel 7 Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Summary ^b						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson	
1	.558 ^a	.311	.300	2.02946	1.905	

a. Predictors: (Constant), Dividen Payout Ratio, Kepemilikan Manajerial

b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan

Model Summary ^b						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson	
1	.939 ^a	.883	.882	1.56954	1.926	

a. Predictors: (Constant), Kepemilikan Manajerial

b. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Sumber : Data diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 7 ada dua persamaan yang terbentuk, untuk itu dalam penelitian ini koefisien determinasi yang dihitung adalah koefisien determinasi total. Adapun perhitungannya sebagai berikut

$$R_m^2 = 1 - P_{e1}^2 P_{e2}^2 \dots P_{ep}^2$$

Penjabarannya :

$$P_{e1}^2 = 1 - R^2_1$$

$$P_{e2}^2 = 1 - R^2_2$$

Dengan R^2_1 adalah *R square* persamaan 1 sebesar 0,311 dan R^2_2 adalah *R square* persamaan 2 sebesar 0,883 :

$$P_{e1}^2 = 1 - 0,311 = 0,689$$

$$P_{e2}^2 = 1 - 0,883 = 0,117$$

Maka koefisien determinasi totalnya (R^2_m) adalah $1 - (0,689 \times 0,117) = 0,919$ atau 91,9%. Ini berarti bahwa berdasarkan koefisien determinasi total, model dapat menjelaskan informasi yang terkandung di dalam data, sebesar 91,9%. Nilai cukup sebagai dasar untuk interpretasi lebih lanjut.

Tabel 8 Hasil Uji t Statistik

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	.647	.142		4.562	.000
	Kepemilikan Manajerial	1.945	.064	.939	30.520	.000

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.457	.192		7.599	.000
	Kepemilikan Manajerial	.103	.020	.377	5.041	.000
	Dividen Payout Ratio	.215	.040	.400	5.344	.000

a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan

Sumber : Data diolah, 2018

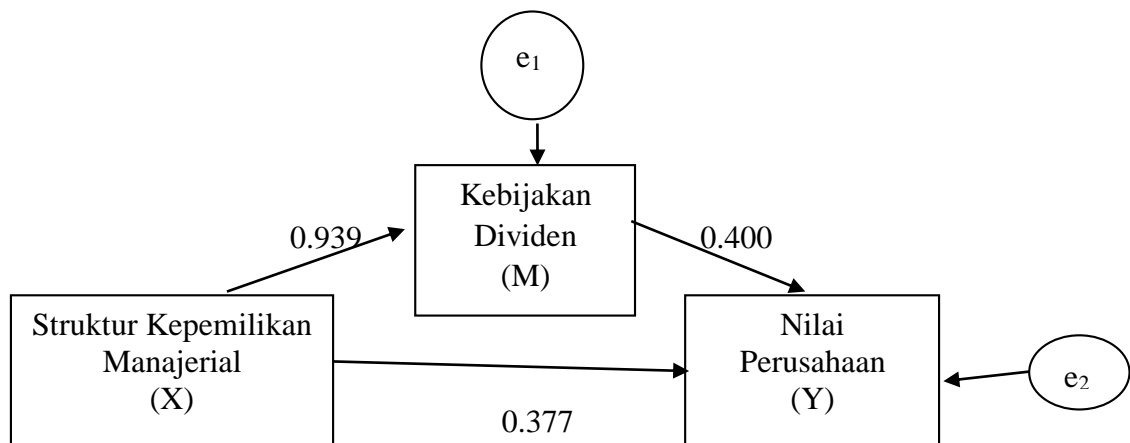
Berdasarkan tabel 8 persamaan yang dapat dibentuk adalah sebagai berikut

$$M = 1.945X + e_1$$

$$Y = 0.103X + 0.215M + e_2$$

Hasil Pengujian Path Analisis

Berdasarkan hasil pengujian dengan analisis regresi berganda yang telah di jabarkan pada tabel 8 diatas, berdasarkan nilai standardized koefisien beta sebagai koefisien jalur, maka diagram alur untuk penelitian ini sebagai berikut



Gambar 2 Diagram Alur
 Sumber : Data diolah, 2018

$$Sab = \sqrt{b^2Sa^2 + a^2Sb^2 + Sa^2Sb^2}$$

$$Sab = \sqrt{(0.400^2 \times 0.064^2) + (0.939^2 \times 0.040^2) + (0.064^2 \times 0.040^2)}$$

$$Sab = \sqrt{(0.16 \times 0.004096) + (0.88172 \times 0.0016) + (0.004096 \times 0.0016)}$$

$$Sab = \sqrt{0.000655 + 0.001411 + 0.000006}$$

$$S_{ab} = \sqrt{0.002072}$$

$$S_{ab} = 0,0455$$

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka kita perlu menghitung nilai t dari koefisien ab dengan rumus sebagai berikut:

$$t = ab / S_{ab}$$

$$t = (0.939 \times 0.400) / 0.0455$$

$$t = 8.2549$$

Hasil pengujian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan, nilai koefisien regresinya sebesar 0.103 dengan nilai t hitung sebesar 5.041 dan signifikansi sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa hipotesis pertama penelitian ini diterima. Artinya tinggi rendahnya kepemilikan manajerial berimplikasi pada nilai perusahaan. Hasil mendukung teori *agency cost* yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan mekanisme yang efektif untuk mengatasi konflik keagenan yang terjadi akibat kepentingan antara manajer dan pemilik.

Hasil pengujian data penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen, nilai koefisien regresinya sebesar 1,945 dengan nilai t hitung sebesar 30.520 dan signifikansi sebesar 0,000. maka ini berarti ada pengaruh positif dan signifikan antara struktur kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Maka disimpulkan bahwa hipotesis kedua diterima. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh pada kebijakan dividen. Hal ini berarti bahwa hipotesis kedua diterima. Peran manajemen diharapkan dapat mengurangi *agency cost* dengan keterlibatan dalam kepemilikan saham perusahaan terbukti oleh penelitian ini. Hasil ini mendukung *agency cost model* (Jensen dan Meckling, 1976) dan Crutchley *et. al* (1999) bahwa kebijakan dividen dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang timbul akibat konflik keagenan yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham.

Hasil pengujian data penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan, nilai koefisien regresinya sebesar 0.215 dengan nilai t hitung sebesar 5,344 dan signifikansi sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis ketiga diterima. Hasil ini mendukung *Signaling theory* menekankan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal bagi pasar bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh di masa mendatang, sehingga pembayaran dividen dapat meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian pembayaran dividen berimplikasi positif pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fenandar dan Surya (2012) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI.

Hasil pengujian data menunjukkan bahwa terdapat pengaruh tidak langsung struktur kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Berdasarkan hasil perhitungan nilai t-hitung sebesar $8.2549 > 1.96$. Hal ini berarti bahwa terdapat pengaruh tidak langsung struktur kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Hasil ini mendukung asumsi bahwa manajemen sebagai pemegang saham mengoptimalkan kinerjanya dalam menjalankan perusahaan sehingga menghasilkan hasil yang dapat diharapkan pemegang saham. Kestabilan laba yang dihasilkan mempengaruhi kestabilan dividen yang dibagikan. Kebijakan dividen memediasi hubungan struktur kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan saham oleh perusahaan mampu berkontribusi pada keputusan dibagikannya dividen sehingga dapat menarik minat investor untuk berinvestasi yang selanjutnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian di atas, maka kesimpulan yang dapat ditarik sebagai berikut : (1) Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh pada nilai perusahaan; (2) Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh pada kebijakan dividen; (3) Kebijakan dividen berpengaruh pada nilai perusahaan; (4) Terdapat pengaruh tidak langsung struktur kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Kebijakan dividen merupakan variabel *intervening* antara struktur kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

Saran dan Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu sampel yang digunakan hanya terbatas pada perusahaan manufaktur dan 3 tahun pengamatan. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat lebih mengembangkan proksi nilai perusahaan dengan metode yang lainnya, penelitian lebih jauh mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dapat lebih dikembangkan dengan menggunakan variabel pengamatan yang berbeda pada objek dan periode pengamatan yang berbeda serta, penelitian selanjutnya diharapkan untuk melakukan perluasan sampel dan periode penelitian yang digunakan lebih panjang agar dapat memberikan hasil yang lebih lengkap dan *representative*.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal and N. Jayaraman. 1994. The Dividend Policies of All-Equity Firm: A Direct Test of The Free Cash Flow Theory. *Managerial and Decision Economics*; 15, pp. 139-148.
- Afza, Talat., & Hammad Hassan Mirza. 2010. Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research* Vol.3 No.3, 210-221. Retrieved from EBSCOhost.
- Agus Rahman A dan Zainul M. 2018. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan IOS terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEI. *Jurnal JIBEKA*, Volume 12, No. 1, 9 - 16

- Asquith, Paul and Mullins, Jr. David W. 1983. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders Wealth. *Journal of Business*; Vol. 56, No. 1, January, pp. 77-96
- Asmawati. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan : Profitabilitas sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*,2 (4: 1-18).
- Bae, B. and Sami, H. 1999. The Effect of Environmental Liabilities on Earnings Response Coeficients. *Working paper*. Virginia Commonwealth University and Temple University.
- Brigham, Eugene F. 1999. Fundamentals Of Financial Management. *Holt Saunders Japan: The Dryden Press*
- Christiawan, Yulius Jogi; Tarigan, Josua. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol 9. No.1 Mei 2007
- Crutchley, Claire E Marlin R.H. Jensen, John S Jahera, Jr, Jennie E. Raymond. 1999. Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*; 8:2, pp. 177-197
- Dewi, Sisca Christianty.2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Deviden. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, volume 10 nomor 1. Hal 47-58 April 2008
- Fama, Eugene F, 1978. The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on The Welfare of Its Security Holders. *American Economic Review*; Vol. 68 pp. 272-280.
- Farooque, Omar Al, Tony van Zijl, Keitha D., and AKM Waresul K. (2007). Corporate Governance in Bangladesh: Link between Ownership and Financial Performance. *Blackwell Publishing Ltd, Journal Compilation*, 15(6), 1453-1468
- Ghozali, Iman. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Kim, W. and E. Sorensen. 1988. Evidence on The Impact of The Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 247-263
- Lestari, Rosi Setiana. 2013. Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Deviden, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris terhadap Perusahaan Food and Beverage yang Terdaftar di BEI). *Skripsi*. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.
- Jensen, M and Meckling W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*; Vol. 3, pp. 305-360
- Machfoedz, Mas'ud; Eddy, Suranta. 2003. Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Perusahaan Dewan Direksi. *Symposium Nasional Akuntansi VII*, Surabaya.

- Mariah, Meythi, dan Riki Martusa. 2012. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderating Pada Emiten Pembentuk Indeks LQ 45 (Periode 2008-2010). *Seminar Nasional Akuntansi dan Bisnis* : 27 Maret 2012.
- Nurfauziah, Agus H., et al. 2007. Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Hutang Dalam Prespektif Masalah Agensi di Indonesia. *Ventura*, Vol. 10, No.1, hal 47-62.
- Nuringsih, Kartika. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Juli-Desember, Vol. 2, No. 2, hlm.103-123.
- Prastuti Ni K. R. dan I G. M. Sudiartha. 2016. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud* 5 (3): 1572-1598.
- Pujiati. 2015. Pengaruh Kepemilikan Mangerial Mangerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Pemoderasi. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta
- Roche, J. (2005). *Corporate Governance in Asia*. Oxon: Routledge.
- Ridwan S., Inge Barlian, dan Dharma Putra Sundjaja. (2010). *Manajemen Keuangan 2*. Edisi 6. Literata Lintas Media.
- Simerly, R. and Li, M. (2000). Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and An Empirical Test, *Strategic Management Journal*, 21, 31-49
- Sofyaningsih, Sri dan Pancawati Hardiningsih. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol.3, No.1, Hal Hal: 68 - 87 , ISSN :1979-4878.
- Solimun, Dr. M. S. 2002. *Structural Equation Modeling (SEM) Lisrel dan Amos*. Fakultas MIPA, Universitas Brawijaya, Malang.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung : Alfabeta
- Sujoko; Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.9 No.1, Maret 2007.
- Ullah, H.; A. Fida; dan S. Khan. 2012. The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*. 3(9), 298-307.
- Van Horne, James C. 1998, *Financial Management and Policy*, 11th Edition, New Jersey, Prentice Hall International, Inc.

Wijaya, L. R., Bandi, dan A. Wibawa. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan. *Prosiding. Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto.