



PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN NON-KEUANGAN, SUDUT PANDANG: AGENCY THEORY

Akwila

M. Budi Widiyo Iryanto*

Program Studi Manajemen, Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Jl. Yos Sudarso Kav. 87, Jakarta 14350



Hak cipta milik Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

ABSTRAK

permasalahan keagenan menjadi topik yang menarik untuk dipecahkan karena belum ada cara yang benar-benar efektif untuk memecahkan masalah keagenan secara sempurna. Pada penelitian ini, penulis memfokuskan untuk meneliti apakah struktur kepemilikan dan kebijakan dividen dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan yang tercermin dari nilai perusahaan. Objek penelitian dalam penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012 – 2015. Penyelesaian estimasi *path model* menggunakan pendekatan *Partial Least Square* (PLS) menggunakan *software* pengolahan data *Smart PLS Versi 3.2.6*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) Struktur Kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan, (2) Struktur Kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen, (3) Kebijakan Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan, dan (4) Kebijakan Dividen mampu memediasi pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan.

Kata Kunci: Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Kebijakan Dividen, Teori Keagenan.

ABSTRACT

The agency problem have becomes an interesting topic to solve because there is no effective way to eliminate the agency problems. In this study, the authors are focusing on ownership structure and dividend policy as solution for reduce agency problems that are reflected to value of firm. The object in this study is a non-financial company listed in the Indonesia Stock Exchange from 2012 to 2015. Completion of the estimate path model using *Partial Least Square* (PLS) using data processing software *Smart PLS Version 3.2.6*. The results of this research are (1) Ownership Structure has a positive significant effect to Value of Firm, (2) Ownership Structure has a positive significant effect to Value of Firm, (3) Dividend Policy has a

positive significant effect to Value of Firm, and (4) Dividend Policy can mediate the relation between Ownership Structure and Value of Firm.

Key Words: Ownership Structure, Value of Firm, Dividend Policy, Agency Theory.

PENDAHULUAN

Sampai saat ini, permasalahan keagenan menjadi topik yang menarik untuk dipecahkan karena belum ada cara yang benar-benar efektif untuk memecahkan masalah keagenan secara sempurna (Besley dan Ghatak, 2014). Menurut Besley dan Ghatak (2014) solusi permasalahan keagenan untuk setiap perusahaan tidak ada yang sama karena perbedaan-perbedaan antar perusahaan seperti, budaya perusahaan, kepemilikan perusahaan, budaya masyarakat sekitar, dan di Negara mana perusahaan tersebut berdiri. Perusahaan yang dimiliki oleh pemilik (*principal*) akan dikelola oleh manajer (agen) karena keterbatasan yang dimiliki oleh pemilik. Hal ini mengakibatkan munculnya masalah keagenan antara pemilik dengan manajer.

Menurut Besley dan Ghatak (2014) ada beberapa mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan antara lain: meningkatkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional sebagai agen pengawasan, meningkatkan pendanaan melalui utang, dan meningkatkan *dividend payout ratio*.

Chirinko et al (2002) menyatakan bahwa dengan perusahaan terpusat oleh pemegang saham mayoritas, pengawasan perusahaan oleh pemegang saham akan lebih ketat karena pemegang saham mayoritas bukanlah seorang spekulan, melainkan memiliki tujuan untuk mengembangkan perusahaannya sehingga nilai saham yang dimilikinya terus meningkat. Sedangkan perusahaan dengan kepemilikan terserbar akan memiliki monitoring yang lemah karena tidak ada pemegang saham yang dapat mengendalikan agen sehingga manajemen dapat bertindak lebih oportunistik.

Fenomena akhir-akhir ini menunjukkan inkonsistensi hubungan antara struktur kepemilikan

dengan nilai perusahaan. Berdasarkan data yang tersajikan pada Tabel di bawah:

Tabel 1

Hubungan konsentrasi kepemilikan terpusat dengan nilai perusahaan perusahaan yang terdaftar di BEI

Kode	Konsentrasi kepemilikan	Nilai perusahaan (Tobin's Q)			
		2012	2013	2014	2015
CLPP	51%	0.59	0.29	0.46	0.36
CTRP	56.30%	0.63	0.50	0.59	0.26
EKAD	76%	0.89	0.79	0.87	0.72
GPRA	56.82	0.33	0.49	0.85	0.54
TKIM	59.61%	0.10	0.07	0.07	0.04

Sumber: data yang diolah

Pada Tabel di atas, dapat dilihat beberapa perusahaan yang memiliki kepemilikan yang terkonsentrasi (50%+1) namun memiliki nilai Tobin's Q yang kecil yaitu <1 selama tahun 2012-2015. Hal ini membuktikan bahwa terdapat fenomena yang terjadi pada perusahaan tersebut yaitu inkonsistensi dimana seharusnya saat perusahaan memiliki kepemilikan yang terpusat, perusahaan akan memiliki nilai perusahaan yang besar yaitu >1.

Kebijakan dividen juga dapat dijadikan cara untuk mengurangi masalah keagenan yang terdapat di perusahaan. Dengan meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih, aliran kas bebas atau *free cash flow* akan berkurang sehingga agen tidak dapat melakukan pemborosan menggunakan aliran kas bebas tersebut (Agrawal dan Knoeber, 1996). Dalam penentuan kebijakan dividen, faktor yang menentukan besarnya dividen adalah pemilik. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa struktur kepemilikan bisa dijadikan dasar penerapan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang nantinya akan dapat mengurangi masalah keagenan, ini dikarenakan struktur kepemilikan perusahaan akan memberikan pengaruh terhadap operasional perusahaan serta proses pengawasan yang dilakukan terhadap kegiatan manajemen perusahaan.

TUJUAN PENELITIAN

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.
2. Untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen.

3. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
4. Untuk mengetahui apakah kebijakan dividen mempengaruhi hubungan struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan (Agency Theory)

Teori keagenan menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul saat satu orang atau lebih pemilik (pemegang saham) mempekerjakan orang lain (agen) untuk memberikan suatu jasa yaitu mengelola perusahaannya dan mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut (Jensen & Meckling, 1976).

Masalah keagenan ditandai dengan adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) dan ketidakrataaan distribusi informasi (*asymmetric information*) antara pemilik dengan agen (Daly, 2015).

Conflict of interest merupakan permasalahan yang terjadi anatara pemilik dan agen dalam hal perbedaan pendapat dan tujuan dari masing-masing pihak berdasarkan posisi dan kepentingannya terhadap perusahaan. Dengan demikian dua konflik perbedaan kepentingan di dalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai dan mempertahankan tingkat kepentingan yang dikehendaknya. Manajemen diasumsikan seringkali bertindak berdasarkan kepentingan pribadinya sehingga terjadi konflik kepentingan antara pemilik dan manajemen yang akhirnya merugikan pemilik

Asymmetric Information, yaitu informasi yang tidak seimbang yang disebabkan karena adanya distribusi informasi yang tidak merata antara pemegang saham dan agen. Dalam hal ini pemegang saham seharusnya memperoleh informasi yang sama dengan informasi yang diketahui oleh manajemen dalam tingkat hasil yang diperoleh dari usaha agen, permasalahan yang dialami perusahaan, dan informasi-informasi penting lainnya, namun ternyata informasi tersebut yang diperoleh oleh pemegang saham tidak seluruhnya disajikan oleh manajemen. Akibatnya informasi yang diperoleh pemegang saham kurang lengkap sehingga pemegang saham tidak dapat mengantisipasi risiko atau peluang yang sebenarnya dialami oleh perusahaan.



Mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan

Agrawal dan Knoeber (1996) menyatakan, ada beberapa mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan, antara lain:

a. Meningkatkan Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham sehingga manajemen dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, manajer akan termotivasi meningkatkan nilai perusahaan agar saham yang dimilikinya semakin meningkat nilainya. Dengan hal ini, tujuan antara pemegang saham dengan agen menjadi sama yaitu menaikan nilai perusahaan.

b. Kepemilikan Institusional sebagai Agen Pengawas (*Monitoring Agents*)

Konflik kepentingan mendasari adanya biaya keagenan, dengan asumsi rasionalitas ekonomi dimana orang akan memenuhi kepentingannya terlebih dahulu sebelum kepentingan orang lain. Demikian juga halnya dengan agen. Kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan agen. Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai proporsi kepemilikan saham pada akhir tahun yang dimiliki oleh lembaga seperti asuransi, bank, atau institusi lain. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja agen diawasi secara optimal dan terhindar dari perilaku oportunistik. Dengan melibatkan kepemilikan institusional, agen bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan.

c. Meningkatkan Rasio Dividen terhadap Laba Bersih (*Dividen Payout Ratio*)

Dengan meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih, aliran kas bebas atau *free cash flow* akan berkurang sehingga agen tidak dapat melakukan pemborosan menggunakan aliran kas bebas tersebut. Disisi lain agen juga perlu mencari sumber dana eksternal baik utang maupun obligasi untuk menutupi kekurangan biaya investasi akibat naiknya jumlah dividen yang dibagikan ke pemegang saham. Pembiayaan eksternal ini akan meningkatkan pengawasan oleh pihak eksternal seperti pengawas pasar modal, pihak bank, dan investor.

Struktur Kepemilikan

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa struktur kepemilikan bisa dijadikan dasar penerapan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang nantinya akan dapat mengurangi masalah keagenan, ini dikarenakan struktur kepemilikan perusahaan akan memberikan pengaruh terhadap operasional perusahaan serta proses pengawasan yang dilakukan terhadap kegiatan manajemen perusahaan.

Claessens dan Fan (2003) mengungkapkan bahwa karakteristik struktur kepemilikan menentukan permasalahan keagenan yang terjadi. Pada perusahaan di negara seperti Amerika Serikat dan Inggris yang memiliki struktur kepemilikan yang menyebar, masalah keagenan terjadi antara pemegang saham dengan agen, dimana agen bertindak sebagai profesional murni dan relatif tidak memiliki kepemilikan yang signifikan pada perusahaan. Sedangkan di Asia, yang sebagian besar perusahaan besarnya memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi (*concentrated ownership*), masalah keagenan bergeser dari permasalahan antara pemegang saham dengan agen menjadi konflik antara pemegang saham mayoritas atau pengendali (*controlling owner*) dengan pemegang saham minoritas (*minority owner*).

Konsentrasi Kepemilikan

Menurut Sari (2013), konsentrasi kepemilikan menggambarkan bagaimana dan siapa saja yang memegang kendali atas keseluruhan atau sebagian besar atas kepemilikan perusahaan serta keseluruhan atau sebagian besar pemegang kendali atas aktivitas bisnis pada suatu perusahaan. Kepemilikan saham bisa disebut terkonsentrasi jika jumlah saham yang dimiliki pemegang saham relatif dominan dibanding jumlah saham yang dimiliki pemegang saham yang lain. Pemegang saham mayoritas bisa mempengaruhi keputusan perusahaan. Pemegang saham mayoritas memegang kendali sebagian besar perusahaan sehingga bisa memberikan tekanan kepada manajemen untuk mengungkapkan informasi tentang risiko atau peluang yang lebih luas.

Putri (2013) menyatakan bahwa kepemilikan saham dikatakan menyebar, jika kepemilikan saham secara relatif merata dimiliki publik, tidak ada yang memiliki saham dalam jumlah sangat besar dibandingkan dengan lainnya. Jika kepemilikan saham menyebar, maka kemampuan untuk mengendalikan perusahaan berkurang karena lemahnya pengawasan.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Keperwakilan Institusional

Agrawal dan Knoeber (1996) mengatakan keberadaan struktur kepemilikan institusional dapat mengurangi adanya masalah keagenan. Masalah keagenan akan menurun karena adanya penerapan sistem *monitoring* yang dilakukan oleh para investornya seperti dana pensiun, perusahaan asuransi dan perseroan terbatas maupun institusi independen yang memiliki otoritas untuk memberikan penilaian kinerja kepada manajemen.

Ultimate Ownership

Menurut La Porta et al (1999), *ultimate ownership* adalah pemilik yang memiliki kekuatan terbesar dalam voting perusahaan. Artinya, jika perusahaan memiliki kepemilikan lebih besar dari 50% atau 50% + 1, maka setiap keputusan perusahaan ditentukan oleh pemilik tersebut.

Good Corporate Governance

Good Corporate Governance (GCG) diterjemahkan sebagai tata kelola perusahaan yang baik. *Good Corporate Governance* merupakan seperangkat aturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditor, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur mengendalikan perusahaan (Forum *Corporate Governance in Indonesia* (FCGI), 2001).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan bagian yang akan ditahan (*retained earning*) di perusahaan (Weston dan Copeland, 1992).

Kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh biaya keagenan (*agency cost*), konflik yang timbul antara pemegang saham dengan dengan manajer perusahaan atau antara pemegang saham dengan pemberi utang. Hal ini muncul karena manajer hanya mau menanggung sedikit dari biaya yang mereka keluarkan tetapi menikmati manfaatnya secara penuh. Salah satu cara untuk meminimalisasi biaya keagenan ini yaitu dengan membagikan dividen. Pembayaran dividen akan meningkatkan kebutuhan dana eksternal yang lebih besar. Jika ekuitas baru dikeluarkan, maka manajer

akan diawasi oleh kreditor, pemegang saham, manajer investasi, dan calon investor.

Berbagai indikator yang dapat digunakan untuk menghitung dividen perusahaan adalah *Dividen Payout Ratio* yaitu persentase dividen yang dibagikan dari laba perusahaan, *Dividen Per Share* yaitu dividen per lembar saham, dan *Dividend Yield* yaitu persentase dividen dibandingkan dengan harga saham.

Pecking Order Theory

Menurut Myers (2001), *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dan pendanaan perusahaan. Menurut Lucas dan McDonald (1990), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

- Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu utang yang paling rendah risikonya, turun ke utang yang lebih berisiko.
- Jika masi dibutuhkan pendanaan, maka langkah terakhir yang dilakukan perusahaan adalah menerbitkan ekuitas (saham).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah persepsi investor tentang suatu perusahaan, baik kesempatan untuk berkembang, laba perusahaan, prospek dimasa yang akan datang yang biasanya di cerminkan melalui harga saham (Susanti, 2010). Menurut Dzanic (2011) yang melakukan penelitian di Eropa, untuk mengukur nilai perusahaan dapat dilakukan dengan 2 pendekatan yaitu nilai buku dan nilai pasar. Penilaian perusahaan menggunakan pendekatan nilai buku dapat diketahui melalui *Return on Assets* dan *Return on Equity* perusahaan. Pada pendekatan buku ini, nilai perusahaan dihitung berdasarkan laba bersih perusahaan yang tercatat sehingga nilai perusahaan bersifat absolut.

KERANGKA PEMIKIRAN

Hubungan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Perusahaan (Hipotesis 1)

Menurut Jensen dan Meckling (1976), struktur kepemilikan bisa dijadikan dasar penerapan tata kelola perusahaan yang nantinya akan dapat mengurangi masalah keagenan, hal ini dikarenakan struktur kepemilikan akan memberikan pengaruh terhadap operasional perusahaan serta proses pengawasan yang dilakukan terhadap kegiatan manajemen perusahaan. Narain (2010) menyatakan bahwa struktur kepemilikan terbagi 2 yaitu terkonsentrasi dan tersebar.

Dalam struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, terdapat kepemilikan mutlak (*ultimate ownership*). Menurut La Porta et al (1999), *ultimate ownership* adalah pemilik yang memiliki kekuatan terbesar dalam voting perusahaan. artinya jika suatu individu atau kelompok memiliki kepemilikan lebih dari 50% atau 50%+1, maka setiap keputusan perusahaan mutlak ditentukan oleh pemilik tersebut, sehingga dapat disimpulkan *ultimate ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Struktur Kepemilikan dengan Kebijakan Dividen (Hipotesis 2)

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dan Shleifer dan Vishny (1997) kebijakan keuangan perusahaan (kebijakan dividen, struktur modal) sangat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Pemilik yang memiliki saham relatif besar pada suatu perusahaan akan menargetkan perusahaan untuk dapat bertumbuh dimasa yang akan datang sehingga saham yang dimilikinya akan meningkat, hal ini akan menyebabkan turunnya kebijakan dividen karena pemilik lebih memilih *free cash flow* perusahaan dialihkan menjadi laba ditahan sehingga dapat digunakan untuk investasi perusahaan yang akan meningkatkan nilai perusahaan dimasa depan.

Myers (2001) dalam *pecking order theory*, perusahaan akan memilih menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu daripada pendanaan eksternal dikarenakan dengan pendanaan eksternal, karena tingkat kebangkrutan perusahaan akan meningkat sehingga nilai perusahaan akan menurun. Berdasarkan teori-teori tersebut, dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan yang terpusat berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hubungan Kebijakan Dividen dengan Nilai Perusahaan (Hipotesis 3)

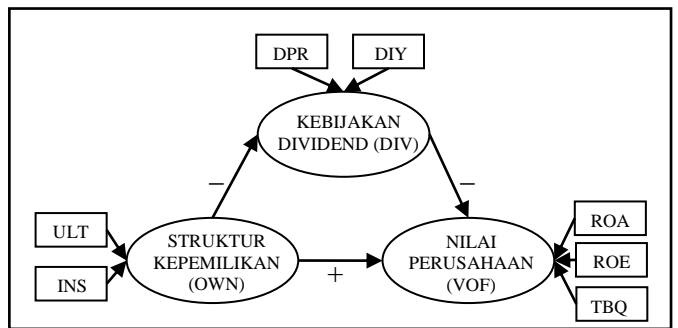
Weston dan Copeland (1992) menyatakan kebijakan dividen adalah keputusan besarnya laba yang akan dibagikan ke pemegang saham dan besarnya laba yang akan ditahan oleh perusahaan. Syarat suatu perusahaan untuk dapat membagikan dividen adalah perusahaan tersebut harus memiliki cadangan *free cash flow* untuk dapat membagikan dividen kepada pemegang saham. Disisi lain, perusahaan juga dapat menggunakan *free cash flow* yang tersedia untuk melakukan investasi-investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Berdasarkan teori diatas, perusahaan dihadapi dengan 2 pilihan bagaimana *free cash flow* tersebut akan digunakan, (1) perusahaan akan membagikan dividen dan mengurangi kemampuan perusahaan untuk berinvestasi, atau (2) perusahaan tidak membagikan dividen dan menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi. Jika perusahaan memutuskan untuk membagikan dividen, maka kemampuan untuk berinvestasi akan berkurang dan akan menyebabkan perusahaan sulit bertumbuh.

Berdasarkan teori tersebut, dapat disimpulkan berdasarkan teori dan penelitian yang sudah dilakukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Struktur Kepemilikan dengan Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Kebijakan Dividen (Hipotesis 4)

Berdasarkan hubungan antar variabel yang telah dijelaskan di atas, maka model empiris penelitian ini dapat disampaikan pada Gambar 1.

Gambar 1
Kerangka Berpikir



2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Keterangan gambar:

- OWN: Struktur Kepemilikan
- ULT: *Ultimate Ownership*
- INS: Kepemilikan Institusional
- DIV: Kebijakan Dividen
- DY: *Dividend Yield*
- DPR: *Dividend Payout Ratio*
- VOF: Nilai Perusahaan
- ROA: *Return on Assets*
- ROE: *Return on Equity*
- TBQ: Nilai Tobin's Q

HIPOTESIS PENELITIAN

Berdasarkan kerangka berpikir, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H1: Terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.
- H2: Terdapat hubungan negatif antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen.
- H3: Terdapat hubungan negatif antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
- H4: Kebijakan dividen memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Objek penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2012-2015. Metode penentuan sampel dilakukan dengan cara *purposive sampling*, yaitu atas dasar pertimbangan perusahaan yang memiliki kriteria-kriteria sebagai berikut:

Tabel 2
Kriteria pemilihan sampel metode *purposive sample*

No	Kriteria	Jumlah
1	Daftar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	537
2	Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama empat tahun berturut-turut pada periode 2012-2015	445
3	Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama empat tahun berturut-turut dari 2012-2015	371
4	Perusahaan non-keuangan yang menyediakan laporan keuangan tahunan selama empat tahun berturut-turut dari 2012-2015	365
5	Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memperoleh laba selama empat tahun berturut-turut dari 2012-2015	189
6	Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang membagikan dividen selama empat tahun berturut-turut dari tahun 2012-2015	46

Berdasarkan kriteria-kriteria di atas, terdapat 46 perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut. Dengan demikian berdasarkan pada sampel 46 perusahaan, maka dalam penelitian ini terdapat 184 unit analisis. Untuk jenis data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data primer yang diolah lebih lanjut sehingga lebih informatif bagi pihak lain. Untuk memperoleh data yang diperlukan, maka penulis menggunakan teknik pengumpulan data dengan penelitian kepustakaan dengan cara:

1. Mengkaji referensi jurnal, buku, artikel, dan penelitian-penelitian terdahulu terutama yang berhubungan dengan topik pembahasan pada penelitian ini.
2. Mengumpulkan data laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang diteliti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data diperoleh dari data laporan keuangan yang dapat diunduh pada situs <http://www.idx.co.id/>. Data yang diperoleh berupa laporan keuangan tahunan periode 2012 – 2015.

Karena penelitian ini bersifat kausalitas prediktif dan model indikator bersifat formatif, maka model SEM berbais *variance* atau PLS lebih cocok digunakan untuk pengujian (Ghozali, 2008). Pada penelitian ini digunakan *software* pengolahan data yaitu SmartPLS versi 3.2.6.

1. Dilarang mengutip atau seluruhnya atau sebagian tanpa izin IBIKKG.
2. Dilarang mengutip atau seluruhnya atau sebagian tanpa izin IBIKKG.



Variabel penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut:

Tabel 3
Variabel dan indikator penelitian

Variabel	Indikator	Rumus
Struktur Kepemilikan (OWN)	Ultimate Ownership	Ultimate ownership adalah pemilik yang memiliki kepemilikan lebih besar dari 50% atau 50%+1.
	Institutional Ownership	$INS = \frac{\Sigma \text{Kepemilikan Saham Institusional}}{\text{Jumlah saham beredar}} * 100\%$
Kebijakan Dividen (DIV)	Dividend Payout Ratio	$DPR = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$
	Dividend Yield	$DIY = \frac{\text{Annual Dividend}}{\text{End Period Stock Price}}$
Nilai Perusahaan (VOE)	Return on Assets	$ROA = \frac{\text{Earning after Tax}}{\text{Total Assets}}$
	Return on Equity	$ROE = \frac{\text{Earning after Tax}}{\text{Total Equity}}$
	Rasio Tobin's q	$Q = \frac{\text{Nilai Pasar Perusahaan}}{\text{Total Aset}}$

Proses analisis data menggunakan PLS melalui 3 tahap pengujian, yaitu:

- Uji *outer model* dengan tujuan untuk menguji apakah indikator layak digunakan untuk mengukur variabel laten. Pada penelitian ini akan digunakan *alpha* dengan tingkat signifikansi 15%.
 - $OWN_i = \lambda_{i1} ULT_i + \lambda_{i2} INST_i + \delta_1$
 - $DIV_i = \lambda_{i3} DPR_i + \lambda_{i4} DY_i + \delta_2$
 - $VOF_i = \lambda_{i5} TBQ_i + \lambda_{i6} ROA_i + \delta_3$
- Uji Model dengan cara melihat nilai R^2 untuk setiap konstruk endogen / dependen. Kriteria hasil R^2 menurut Chin (1998) sebesar 0,67 ; 0,33 ; 0,19 mengindikasikan bahwa model “Kuat” ; “Moderat” ; “Lemah”
 - $VOF_i = \gamma_{i1} OWN_i + \beta_{i1} DIV_i + \zeta_1$
 - $DIV_i = \gamma_{i2} OWN_i + \zeta_2$
- Evaluasi model struktural atau *inner model* atau uji hipotesis. Pada tahap ini, evaluasi model struktural

dilakukan dengan melihat presentase R^2 yang dijelaskan dengan cara

Estimasi koefisien jalur dengan cara melihat koefisien dan signifikansinya. Kriteria ini sekaligus untuk menguji hipotesis penelitian. Pada penelitian ini akan digunakan tingkat signifikansi sebesar 15% atau nilai t statistik = 1.445 . Penetapan tingkat signifikansi sebesar 15% karena pada saat α 15%, menghasilkan nilai power test sebesar 82%. Menurut Goodhue et al (2007), besaran *alpha* layak digunakan untuk penarikan hipotesis dengan syarat *power test* melebihi 80%.

- Analisis dan pengujian variabel *intervening* menggunakan *sobel test* untuk menguji tingkat signifikansinya. Langkah-langkah pengujian variabel mediasi atau *indirect effect* adalah sebagai berikut:

- Menghitung standard error dari koefisien indirect effect (δ_{ab}) dengan rumus:

$$\delta_{ab} = \sqrt{b^2\delta a^2 + a^2\delta b^2 + \delta a^2\delta b^2}$$

Keterangan:

δ_{ab} = Standard error dari koefisien indirect effect

a = Koefisien regresi antara variabel independen dengan variabel mediasi

b = Koefisien regresi antara variabel mediasi dengan variabel independen

δb = Standard error antara variabel mediasi dengan variabel dependen

- Menghitung nilai t statistic dengan rumus:

$$t = \frac{ab}{\delta ab}$$

Analisis dan pengujian variabel *intervening* menggunakan *sobel test* ini dapat digunakan jika hanya keseluruhan hasil hipotesis diterima, jika terdapat salah satu hipotesis ditolak, maka tingkat signifikansinya tidak dapat diuji.

Pada penelitian ini, pengujian hipotesis dijelaskan melalui model empirik, secara sistematis persamaan struktural model empirik adalah sebagai berikut:

- $VOF_i = \gamma_{i1} OWN_i + \beta_{i1} DIV_i + \zeta_1$
- $DIV_i = \gamma_{i2} OWN_i + \zeta_2$

HASIL PENELITIAN

1. Hasil Pengujian Outer Model

Langkah Pertama

Tabel 4
Hasil pengujian outer model langkah pertama

Indikator	Original Sampel	T-statistik	Valid/Tidak
ULT	0.194	0.691	Tidak
INS	0.969	3.619	Valid
DPR	0.200	0.898	Tidak
DIY	1.042	2.699	Valid
ROA	1.008	2.340	Valid
ROE	0.685	1.598	Valid
TBQ	1.515	1.945	Tidak

Langkah Kedua

Tabel 5
Hasil pengujian outer model langkah kedua

Indikator	Original Sampel	T-statistik	Valid/Tidak
INS	1.000	0.000	Valid
DIY	1.000	0.000	Valid
ROA	1.351	5.085	Valid
ROE	-0.424	1.275	Tidak

Langkah Ketiga

Tabel 6
Hasil pengujian outer model langkah ketiga

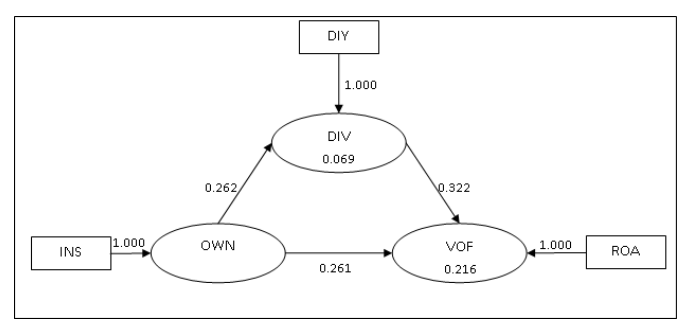
Indikator	Original Sampel	T-statistik	Valid/Tidak
INS	1.000	0.000	Valid
DIY	1.000	0.000	Valid
ROA	1.000	0.000	Valid

Didapati dari hasil pengujian *outer model* bahwa indikator yang layak digunakan adalah: kepemilikan institusional (INS) untuk mengukur struktur

kepemilikan (OWN), *dividend yield* (DIY) untuk mengukur kebijakan dividen, dan *return on assets* (ROA) untuk mengukur nilai perusahaan (VOF).

2. Hasil Pengujian Inner Model

Gambar 2
Hasil pengujian inner model



Berdasarkan Gambar di atas, dapat dijelaskan kuat hubungan antar variabel berdasarkan nilai R^2 untuk setiap konstruk endogen. Nilai koefisien determinasi (R^2) untuk variabel kebijakan dividen (DIV) sebesar 0.069 yang mengindikasikan bahwa model struktural yang terbentuk ada persamaan dalam Bab III merupakan model dengan kategori “Lemah”. Disamping itu, nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.069 menunjukkan bahwa hanya 6.9% variasi dari kebijakan dividen yang dapat diterangkan oleh variasi dari variabel struktur kepemilikan.

Untuk koefisien determinasi (R^2) variabel nilai perusahaan (VOF) sebesar 0.216, ini berarti model persamaan struktural untuk nilai perusahaan merupakan model dengan kategori “Moderat” dan 21.6% variasi nilai perusahaan dapat diterangkan oleh variasi dari variabel struktur kepemilikan dan kebijakan dividen.

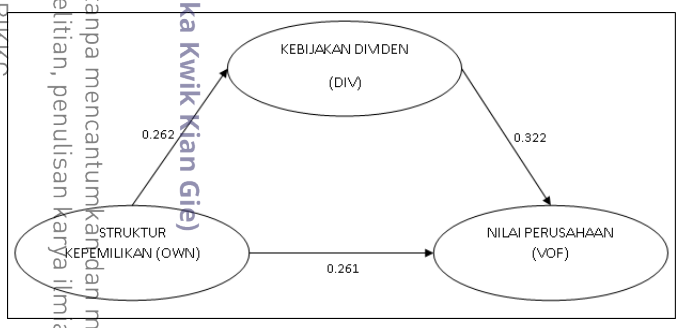
3. Hasil Pengujian Hipotesis
Hipotesis 1, 2, dan 3

Tabel 7
Hasil pengujian inner model

Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics ((O-STDEV)/M)
OWN	0.344	0.063	5.445*
VOF	0.262	0.056	4.691*
DIV	0.338	0.101	3.357*

Hipotesis 4

Gambar 3
Diagram Jalur Kebijakan Dividen Memediasi Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan



Efek Langsung OVN -> VOF = 0.261
 Efek Tidak Langsung (0.262) (0.322) = 0.084
 Total Efek = 0.345

Tabel 8
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis Penelitian	Kesimpulan
H1 Terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.	Diterima
H2 Terdapat hubungan negatif antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen.	Ditolak
H3 Terdapat hubungan negatif antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.	Ditolak
H4 Kebijakan dividen memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan	Diterima

PEMBAHASAN HASIL ANALISIS

1. Hubungan antara indikator dengan variabel

Pertama, variabel struktur kepemilikan yang diukur menggunakan *ultimate ownership* dan kepemilikan institusional. Indikator yang valid untuk mengukur struktur kepemilikan adalah kepemilikan institusional, sedangkan indikator *Ultiamte Ownership* tidak layak untuk digunakan. Seperti yang telah dijelaskan oleh teori keagenan, pemilik akan mengontrol agen agar tidak bertindak oportunistis dalam mengelola perusahaannya. Mekanisme kontrol perusahaan ini dapat dilakukan dengan memiliki kepemilikan institusional. Secara logika kepentingan institusi dengan perusahaan yang dimilikinya sangat besar sehingga institusi tersebut akan semaksimal mungkin memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara memonitor manajemen yang mengelola perusahaan.

Kedua, variabel kebijakan dividen diukur menggunakan indikator *Dividen Payout Ratio* dan *Dividen Yield*. Dari hasil pengujian, indikator *Dividen Payout Ratio* dinyatakan tidak valid untuk mengukur variabel kebijakan dividen. Hal ini dapat dikarenakan ada fenomena dalam pembagian *Dividen Payout Ratio* yaitu perusahaan membagikan dividen lebih besar daripada pendapatan perusahaan. Secara teori konsep ini tidak benar karena untuk membayar dividen, perusahaan harus mengeluarkan dana, seharusnya dividen adalah bagian dari pembagian laba. Hal ini terjadi pada beberapa perusahaan yang diteliti seperti

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan sumber:
 a. Pengutipan untuk tujuan pendidikan atau penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan sudah dipublikasikan, dan sebagainya.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
 2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



PT Indocement Tunggul Perkasa Tbk dengan DPR sebesar 114.07% pada tahun 2015 dan PT Matahari Putra Prima dengan DPR sebesar 132.25% ; 180.58% ; 224.10% untuk periode 2013 – 2015. Karena DPR tidak dapat digunakan untuk mengukur kebijakan dividen, maka hanya DIY yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen. Kontras dapat terlihat perbedaan antara DIY dan DPR, disaat DPR perusahaan berfluktuasi setiap tahun dan dapat menembus lebih dari 100%, namun dalam sampel penelitian selama 2012 hingga 2015, tidak ada perusahaan yang memiliki DIY lebih dari 100% dan DIY lebih stabil pergerakannya dari tahun ke tahun, dari hal tersebut dapat disimpulkan bahwa perusahaan di Indonesia menentukan dividen yang akan dibagikan berdasarkan harga saham dibanding dengan pendapatan perusahaan. Ketiga variabel nilai perusahaan yang diukur menggunakan *Return on Asset*, *Return on Equity*, dan Rasio Tobin's Q. Dari hasil pengujian, hanya variabel *Return on Asset* saja yang valid digunakan untuk mengukur nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan non-keuangan, sehingga seluruh kegiatan perusahaan dapat beroperasi menggunakan aset perusahaan (pabrik, mesin, gedung, dll) sehingga semakin besar aset perusahaan, seharusnya nilai perusahaan akan semakin besar. Hal ini didukung pula dengan hasil pengujian yang mendukung bahwa *Return on Asset* valid untuk mengukur nilai perusahaan. Indikator Rasio Tobin's Q tidak valid dari hasil pengujian, hal ini dapat disebabkan karena penilaian investor Indonesia yang tidak berdasarkan nilai perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan Rasio Tobin's Q tidak mencerminkan keadaan sebenarnya perusahaan, melainkan hanya mencerminkan persepsi / penilaian secara emosional dari investor sehingga Rasio Tobin's Q tidak valid untuk mengukur nilai perusahaan.

2. Hubungan antara variabel

Pertama, hubungan antara variabel kepemilikan perusahaan dengan kebijakan dividen didapati setelah pengujian bahwa hubungan yang terjadi tidak sesuai dengan hipotesis penelitian. Hasil pengujian menunjukkan, struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini sesuai dengan hasil penelitian Rita dan Koestiyanto (2013) dan Sumartha (2016). Penetapan hubungan negatif antara struktur kepemilikan dengan kebijakan dividen didasari dari *pecking order theory*, yaitu teori yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal perusahaan dibandingkan dengan pendanaan eksternal karena tingkat kebangkrutan perusahaan akan meningkat sehingga nilai perusahaan akan menurun

(Myers, 2001). Namun data yang dihasilkan dari pengujian tidak mendukung teori tersebut sehingga dapat diindikasikan, perusahaan-perusahaan di Indonesia rata-rata tidak menggunakan *pecking order theory* dalam keputusan struktur modal perusahaan. selain itu, menurut Agrawal dan Knoeber (1996), salah satu mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan adalah meningkatkan kebijakan dividen perusahaan, hal ini didukung oleh hasil penelitian dimana struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sehingga dapat disimpulkan perusahaan di Indonesia menggunakan mekanisme dividen untuk mengurangi masalah keagenan antara pemilik dengan agen.

Kedua, hubungan antara variabel struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Hasil yang didapat dari pengujian sesuai dengan hipotesis penelitian yaitu struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen (2012) yang melakukan penelitian pada perusahaan di Negara-negara Scandinavia. Hasil pengujian ini juga mendukung mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan yang dicetuskan oleh Agrawal dan Knoeber (1996) yaitu penambahan kepemilikan institusional dapat dijadikan sebagai agen pengawas manajemen agar tidak dapat bertindak oportunistik sehingga nilai perusahaan meningkat. Selain itu hasil ini juga mendukung pernyataan dimana kepemilikan terkonsentrasi mengontrol perusahaan lebih ketat sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

Ketiga, hubungan antara variabel kebijakan dividen dengan nilai perusahaan sesuai hasil pengujian ditemukan hubungan positif signifikan, dimana semakin besar kebijakan dividen, nilai perusahaan akan meningkat. Hal ini sesuai dengan temuan Anton (2011) yang melakukan penelitian pada perusahaan di Romania dengan hasil yang sama yaitu kebijakan dividen berpengaruh positif disaat kebijakan dividen digunakan sebagai mekanisme kontrol perusahaan. Temuan ini juga mendukung mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemilik yaitu dengan meningkatkan kebijakan dividen sehingga nilai perusahaan meningkat.

Hasil temuan penelitian ini yaitu hubungan antara variabel laten, didukung oleh temuan data yang terdapat dalam sampel perusahaan yaitu PT HM Sampoerna yang memiliki kepemilikan institusional terbesar selama 4 tahun berturut-turut yaitu 98.18% yang dimiliki oleh PT Phillip Morris Indonesia yaitu perusahaan afiliasi antara Philip Morris International dengan perusahaan dalam negeri. Seperti yang diketahui, perusahaan asing yang mendirikan

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



perusahaan di dalam negeri sudah pasti lebih ketat mengontrol perusahaannya, hal ini terbukti dari jajaran direksi dan komite audit PT HM Sampoerna yang sebagian besar dijabat oleh asing, yaitu 5 dari 7 jajaran direksi dan 2 dari 3 komite audit dijabat oleh asing dan tidak ada hubungan keluarga antar direksi dan komite audit. Selain itu, cara perusahaan untuk mengontrol perusahaan menggunakan kebijakan dividen, yaitu dengan DPR sebesar 100% ; 98.46% ; 76.41% ; 95.66% dan DEY sebesar 95.42% ; 99.31% ; 64.64% ; 59.18% selama tahun 2012 – 2015. Hal ini mendukung temuan dari data yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan kontrol PT HM Sampoerna yang menggunakan mekanisme kebijakan dividen, didapat hasil nilai perusahaan yang relatif besar dibanding dengan rata-rata seluruh sampel (11.23% untuk ROA dan 21.50% untuk ROE). Nilai perusahaan PT HM Sampoerna, yang diukur menggunakan ROA, ROE dan Tobin's Q menunjukkan hasil yang besar untuk indikator ROA dan ROE selama tahun 2012 – 2015 berturut-turut sebesar 38.04% ; 39.63% ; 35.75% ; 28.76% dan 75.02% ; 76.72% ; 75.17% ; 34.15%. Hal ini sejalan pernyataan dari Agrawal dan Knoeber (1996) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen menjadi mekanisme untuk mengatasi masalah keagenan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Penelitian ini ditujukan untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan: (1) apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen?, (2) apakah kepemilikan terpusat berpengaruh terhadap nilai perusahaan?, (3) apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?. Berdasarkan hasil pengujian, dapat disimpulkan bahwa: Struktur Kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan, hal ini sejalan dengan hipotesis penelitian pertama yang menyatakan bahwa “Terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan”. Struktur Kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen, hal ini tidak sejalan dengan hipotesis penelitian kedua yang menyatakan bahwa “Terdapat hubungan negatif antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen”.

Kebijakan Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan, hal ini tidak sejalan dengan hipotesis penelitian ketiga yang menyatakan bahwa “Terdapat hubungan negatif antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan”. Kebijakan Dividen mampu memoderasi hubungan yang terjadi antara Struktur Kepemilikan dengan Nilai perusahaan, hal ini sejalan dengan hipotesis penelitian keempat yang menyatakan bahwa “Kebijakan dividen memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan”.

SARAN

Dari hasil penelitian, dapat disarankan untuk berbagai pihak atau institusi dan untuk penelitian selanjutnya yaitu:

1. Bagi pemegang saham
Berdasarkan hasil penelitian, indikator yang valid mengukur variabel struktur kepemilikan adalah kepemilikan institusional, lalu variabel struktur kepemilikan berhubungan positif signifikan dengan nilai perusahaan, sehingga dapat disarankan bagi investor dalam memilih perusahaan untuk berinvestasi agar dapat mempertimbangkan kepemilikan institusional pada perusahaan tersebut.
2. Bagi perusahaan
Berdasarkan hasil penelitian, perusahaan harus dapat menentukan struktur kepemilikan yang optimal dan kebijakan dividen agar perusahaan dapat bertumbuh sehingga nilai perusahaan dapat meningkat.
3. Bagi peneliti selanjutnya
 - a. Karena dari hasil inner model didapati hasil bahwa model penelitian ini masih dikategorikan lemah, maka pada penelitian selanjutnya dapat menambah variabel penelitian seperti struktur modal perusahaan, kualitas manajer, dan variabel-variabel lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.
 - b. Pada Bab IV dalam bagian pembahasan, penulis menarik kesimpulan bahwa perusahaan di Indonesia menggunakan kebijakan dividen untuk mengontrol agen. Pada penelitian selanjutnya dapat dibuktikan benar tidaknya kesimpulan ini dengan mencari pengaruh kebijakan dividen dengan agency cost.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Annap., Knoeber, Charles R. (1996), *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*, North Carolina State University, Journal of Financial and Quantitative Analysis; Vol. 31, No 3.
- Anton, Sorin G. (2016), *The Impact of Dividen Policy on Firm Value. A Panel Data Analysis of Romanian Listed Firms*, University of Iasi, Journal of Public Administration, Finance and Law, Issue 10/2016.
- Besley, Timothy J., Ghatak M. (2014), *Solving Agency Problems: Intrinsic Motivation, Incentives, and Productivity*, London School of Economics.
- Chen, Luzhen (2012), *The Effect of Ownership Structure on Firm Performance*, Aarhus University.
- Chin, Wayne W. (1998), *The Partial Least Squares Approach for Structural Equation Modeling*”, Modern Methods for Bussiness Research, 295 – 336.
- Chirinko, Robert., Ees, Hans., Garretsen., Sterken, Elmer (2002), *Investor Protections and Concentrated Ownership: Assessing Corporate Control Mechanism in the Netherlands*, University of Groningen.
- Claessens Stijn., Fan, Joseph P.H (2003), *Corporate Governance in Asia: A Survey*, University of Amsterdam.
- Daly, Hounaida (2015), *Conflicts of Interest in Agency Theory: A Theoretical Overview*, University of Sousse, Global Journal of Human-Social Science: Economics. Vol. 15 Issue 1 Version 1.0.
- Dzanic, Aten (2011), *Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence from the Zagreb Stock Exchange*, Central European University.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. (2001), *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance Seri Tata Kelola Perusahaan*, Jilid II. Edisi ke-2, Jakarta
- Ghozali, Imam (2008), “Structural Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square”, Edisi 2, Universitas Diponegoro.
- Jensen, Michael C., Meckling, William H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Harvard University, Journal of Financial Economics; Vol. 3, No. 4, 305-360.
- La Porta, Rafael., Manes, Lopez., Shleifer, Andrei., Vishny, Robert (1999), *Investor Protection and Corporate Valuation*, Harvard University, Discussion Paper Number 1882.
- Lucas, Deborah J., McDonald, Robert L. (1990), *Equity Issues and Stock Price Dynamics*, The Journal of Finance; Vol. 45, No. 4, 1019 – 1043
- Myers, Steward C. (2001), *Capital Structures*, Journal of Economic Perspectives; Vol. 15, Issue 2, 81 – 102.
- Nur’ani, Dini (2010), *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kinerja Perusahaan*, Universitas Diponegoro Semarang.
- Rita, Henny., Koestiyanto, Eko (2013), *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio (DPR)*, Perbanas Institute, e-Jurnal Manajemen dan Bisnis; Vol. 1, No.1.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
1. Dilarang mentip segenap atau sebahagian daripada kandungan ini tanpa mencaerkan sumber atau untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie



Sari, Putri.2013. Analisis Pengaruh Leverage, Efektivitas Aset, dan Sales terhadap Profitabilitas Serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2007-2011). *Journal of Management*. Volume 2. No. 3, 1 – 13.

Shleifer, Andrei., Vishny, Robert W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance; Vol LII, No. 2.

Sumartha, Evy (2016), Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur, Universitas Sebelas Maret Surakarta, Jurnal *Economia*; Vol. 12, No.2.

Weston, Fred J., Copeland, Thomas E. (1992), “*Managerial Finance*”, Edisi Kesembilan, The Dryden Press, USA, Canada, Tokyo, etc.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.