

PENGARUH *INSTITUTIONAL OWNERSHIP* TERHADAP *FIRM VALUE* MELALUI *DIVIDEND POLICY* PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2013-2015

Mozes Adiguna Setiyono dan Devie
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: ddeviesa@yahoo.co.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki pengaruh *institutional ownership* terhadap *firm value* melalui *dividend policy* sebagai variabel intervening pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2013-2015. *Institutional ownership* diukur dengan persentase saham dimiliki oleh institusi. *Dividend policy* diukur dengan *dividend payout ratio*. *Firm value* diukur dengan *Tobin's Q*. Sampel pada penelitian ini terdiri dari 100 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2013-2015.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *partial least square* untuk mendeskripsikan hubungan antar variabel. Data diproses menggunakan *WarpPLS 5.0*. Hasil menunjukkan bahwa *institutional ownership* dan *dividend policy* memiliki hubungan positif terhadap *firm value* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Institutional ownership* juga memengaruhi *dividend policy* secara positif dan signifikan.

Kata Kunci: *Institutional Ownership, Dividend Policy, Firm Value*

ABSTRACT

This study aims to investigate the affect of institutional ownership to firm value through dividend policy as intervening variable on companies which listed in Indonesia Stock Exchange during 2013-2015. Institutional ownership was measured by percentage of shares owned by institutions. Dividend policy was measured by dividend payout ratio. Firm value was measured by Tobin's Q. The sample of this research consisted of 100 companies that listed in Indonesia Stock Exchange between the periods of 2013-2015.

Data analysis technique used in this study was partial least square to describe the relationship between the variables. The data were processed by using WarpPLS 5.0. The results showed that institutional ownership and dividend policy had positive and significant relationship on firm value of company listed in Indonesia Stock Exchange. The institutional ownership also affected positively and significantly the dividend policy.

Keywords: *Institutional Ownership, Dividend Policy, Firm Value*

PENDAHULUAN

Tujuan utama dari manajemen keuangan dalam organisasi adalah memaksimalkan nilai organisasi tersebut bagi para pemilik dan para pemegang saham. Nilai perusahaan (*firm value*) adalah salah satu hal yang dipertimbangkan oleh para investor sebelum mereka memutuskan untuk berinvestasi di sebuah perusahaan (Priya dan Mohanasundari, 2016). Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan *firm value* tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan,

tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, jaminan, maupun saham preferen. Optimalisasi *firm value* yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan di mana sebuah keputusan keuangan yang diambil akan memengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada *firm value* (Fama dan French, 1998). Hal ini juga dapat dipengaruhi secara signifikan oleh struktur kepemilikan (*ownership structure*) perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; McConnell dan Servaes, 1990; Cho, 1997; Morck, Nakamura, dan

Shivdasani, 2000; Garcia-Meca dan Sanchez-Ballesta, 2011; Thanatawee, 2014).

Penyatuan kepentingan pemegang saham, pemberi pinjaman, dan manajemen yang notabene merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu memengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Haruman (2008) juga mengatakan ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) di antaranya dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusional. Srivastava (2011) mengatakan *ownership structure* pada setiap perusahaan sudah menjadi agenda serius bagi tata kelola perusahaan (*corporate governance*) dan kinerja perusahaan (*firm performance*). Dengan demikian, siapa pemilik ekuitas dari perusahaan dan bagaimana kepemilikan memengaruhi *firm value* telah menjadi topik yang diselidiki oleh para peneliti selama beberapa dekade. Perrini, Rossi, dan Rovetta (2008) turut mengonfirmasi bahwa dampak dari *ownership structure* pada *firm performance* telah menjadi subjek yang penting dan topik perdebatan dalam literatur keuangan hingga kini.

Pengaruh *ownership structure* terhadap *firm value* telah diteliti oleh banyak akademisi, baik itu berupa *blockholder ownership*, *institutional ownership*, *managerial ownership*, dan lain sebagainya. Vintila dan Gherghina (2014) meneliti pengaruh *ownership concentration* terhadap *firm value*. Cho (1998) meneliti pengaruh *managerial ownership* terhadap *firm value*. Thanatawee (2014) serta Ahmad dan Jusoh (2014) meneliti pengaruh *institutional ownership* terhadap *firm value*. Morck, Nakamura, dan Shivdasani (2000) meneliti pengaruh *bank ownership* terhadap *firm value*. Perrini, Rossi, dan Rovetta (2008) melakukan penelitian pengaruh *variabel ownership concentration* dan *managerial ownership* terhadap variabel *firm value*. Garcia-Meca dan Sanchez-Ballesta (2011) meneliti hubungan antara *ownership concentration*, *insider ownership*, dan *bank ownership* dengan *firm value*. Hasil penelitian terdahulu ada yang berpengaruh positif dan ada pula yang negatif. Tingkat signifikansinya juga bervariasi mulai dari

berpengaruh signifikan, kurang signifikan, hingga tidak signifikan.

Bagaimana para investor institusional memengaruhi kebijakan keuangan perusahaan dan secara konsekuensi kepada *corporate value* adalah sebuah pertanyaan penting yang mendapatkan banyak perhatian akhir-akhir ini dari para akademisi dan praktisi (Grinstein dan Michaely, 2001). Para investor institusional telah menjadi pihak yang penting dalam pasar keuangan hari ini dan muncul sebagai bagian integral dari pasar ekuitas. Mereka adalah pemain utama tidak hanya dalam pasar yang sudah berkembang tetapi juga dalam pasar yang baru di dunia (Tahir, Saleem, dan Arshad, 2015). Para investor institusional memainkan peran kunci dalam meminimalkan *agency conflict* (Gillan dan Stark, 2003). Blume dan Keim (2012) menyebutkan jumlah dana yang dimiliki oleh mereka dapat ditebak dari fakta bahwa lebih dari 50% saham dalam perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada *London Stock Exchange* dimiliki para investor institusional di Inggris. Hal yang sama terjadi di Amerika Serikat di mana para investor ini memiliki saham sekitar 5% di tahun 1945, 8% di tahun 1950, 33% di tahun 1980, 45% di tahun 1990, 60% di tahun 2003, dan 67% dari perusahaan-perusahaan terdaftar di tahun 2010 dan kepemilikan saham mereka terus meningkat.

Seifert, Gonenc, dan Wright (2005) yang meneliti *institutional ownership* di empat negara (Jerman, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat) menemukan bahwa hubungan antara *institutional ownership* dan *firm value* tidak konsisten di berbagai negara. Fenomena yang terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia jika dilihat dari masing-masing sektor tidak sama. Sebagai contoh, sektor pertanian yang terdiri dari 19 perusahaan sampel menunjukkan dalam tiga tahun menunjukkan tren kenaikan persentase *institutional ownership*. Sementara itu, sektor aneka industri yang terdiri dari 37 sampel mengalami penurunan di tahun 2014 kemudian mengalami peningkatan di tahun 2015. Hal ini berbanding terbalik dengan sektor industri barang konsumsi yang terdiri dari 32 sampel di mana di tahun 2014 mengalami peningkatan lalu mengalami penurunan di tahun 2015. Maka dari itu, penelitian ini ingin menguji apakah *institutional ownership* berpengaruh terhadap *firm value* melalui *dividend policy* sebagai variabel intervening pada perusahaan-perusahaan di Indonesia yang terdaftar di BEI selama periode 2013-2015.

Short, Hao, dan Keasey (2002) mengatakan bahwa hubungan potensial antara kebijakan dividen (*dividend policy*) dan kepemilikan

institusional (*institutional ownership*) kurang diperhatikan. Padahal *dividend policy* perlu diperhatikan dalam rangka mengendalikan tindakan manajer. Meskipun begitu, Amidu (2007) menyatakan bahwa subjek mengenai *dividend policy* masih menjadi salah satu isu paling kontroversial dalam keuangan perusahaan. Selama lebih dari setengah abad, para ekonom keuangan telah terlibat dalam pembuatan model dan pengujian *dividend policy* perusahaan. Bentuk dari *dividend policy* perusahaan tidak hanya bermacam-macam seiring berjalannya waktu tetapi juga bermacam-macam di berbagai negara, khususnya di antara pasar modal maju (*developed capital market*), pasar modal berkembang (*developing capital market*), dan pasar modal yang baru muncul (*emerging capital market*). Pembayaran deviden akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen (Copeland dan Weston, 1992). Pembagian dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari keuntungan modal (*capital gain*). Dividen juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapat dan mengurangi biaya keagenan ekuitas (*agency cost of equity*) karena tindakan yang dilakukan oleh manajemen terhadap arus kas perusahaan seiring dengan menurunnya biaya pengawasan (*monitoring*) karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya (Crutchley dan Hansen, 1989).

Dalam hubungan antara *institutional ownership* dan *firm value*, sebagian besar penelitian terdahulu menunjukkan adanya pengaruh signifikan dan positif *institutional ownership* terhadap *firm value* (McConnell dan Servaes, 1990; Thanatawee, 2014; Ahmad dan Jusoh, 2014). Namun ada hasil penelitian lainnya yang menunjukkan bahwa *institutional ownership* tidak berpengaruh terhadap *firm value* (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Ada juga hasil penelitian yang menyatakan *institutional ownership* justru berpengaruh negatif dan tidak signifikan bagi *firm value* (Susanti dan Mildawati, 2014). Dalam penelitian-penelitian hubungan antara *institutional ownership* dan *dividend policy* sebelumnya, Short, Hao, dan Keasey (2002) menyatakan terdapat pengaruh positif *institutional ownership* terhadap *dividend policy*, sedangkan *managerial ownership* menunjukkan sebaliknya. Elston, Hofler, dan Lee (2004) menemukan bahwa *institutional ownership* maupun *bank ownership* sama-sama tidak berhubungan signifikan terhadap *dividend policy*. Kemudian dalam hubungan antara *dividend policy* dan *firm value*, hasil penelitian Stevens (1986)

menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan *dividend policy* terhadap *firm value*, sedangkan hasil penelitian Sulong dan Nor (2008) juga menunjukkan hasil yang positif namun tidak signifikan. Berdasarkan fenomena yang telah dipaparkan di atas, penulis ingin meneliti pengaruh *institutional ownership* terhadap *firm value* melalui *dividend policy* sebagai variabel intervening pada perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

LANDASAN TEORI

Agency Theory

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai sebuah kontrak di bawah satu atau lebih orang (*principal*) yang mengikutsertakan orang lain (*agent*) untuk melakukan sejumlah jasa atas nama mereka yang melibatkan mendelegasikan beberapa kewenangan membuat keputusan kepada *agent*. Jika kedua belah pihak untuk hubungan adalah *utility maximizer*, ada alasan yang baik untuk percaya bahwa *agent* tidak akan selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan *principal*. *Principal* dapat membatasi perbedaan dari minatnya dengan memberikan insentif yang tepat untuk *agent* dan dengan biaya *monitoring* menimbulkan dirancang untuk membatasi kegiatan menyimpang dari *agent*. Selain itu, dalam beberapa situasi akan membayar *agent* untuk mengeluarkan sumber daya (*bonding cost*) untuk menjamin bahwa ia tidak akan melakukan tindakan tertentu yang akan membahayakan *principal* atau untuk memastikan bahwa *principal* akan diberikan kompensasi jika ia tidak mengambil tindakan seperti itu. Namun umumnya tidak mungkin bagi *principal* atau *agent* dengan biaya nol untuk memastikan bahwa *agent* akan membuat keputusan yang optimal dari sudut pandang *principal*. Dalam kebanyakan hubungan badan pokok dan agen akan dikenakan *monitoring* dan *bonding cost* (*non-pecuniary* serta *pecuniary*), dan di samping itu akan ada beberapa perbedaan antara keputusan-keputusan *agent* yang akan memaksimalkan kesejahteraan *principal*. Dolar setara dengan pengurangan kesejahteraan yang dialami oleh *principal* sebagai akibat dari perbedaan ini juga merupakan biaya hubungan keagenan, dan kami merujuk pada biaya yang terakhir ini sebagai "*residual loss*". Mereka mendefinisikan *agency cost* terdiri dari:

1. *the monitoring expenditures by the principal* yaitu biaya yang dikeluarkan pihak *principal* untuk memonitor perilaku *agent* dan mengontrol kinerja *agent*
2. *the bonding expenditures by the agent* yaitu biaya yang dikeluarkan pihak manajemen untuk menetapkan dan menjamin *agent* bertindak sesuai dengan kepentingan *principal*
3. *the residual loss* yaitu pengorbanan yang berupa berkurangnya kemakmuran *principal* sebagai akibat perbedaan keputusan manajemen dan keputusan *principal*

Dividends Irrelevancy Theory

Miller dan Modigliani (1961) membangun model yang menunjukkan ketidaksetujuan terhadap pandangan teori relevansi dividen dan menunjukkan *framework* yang ketat untuk analisis *dividend policy*. Mereka menunjukkan bahwa dalam pasar modal sempurna, *dividend policy* sebuah perusahaan tidak akan berdampak bagi *firm value*. Ide awal yang mendasari argumentasi mereka adalah bahwa *firm value* ditentukan oleh arus kas saat ini dan masa depan perusahaan. Mereka juga menunjukkan bahwa kekayaan para pemegang saham tidak dipengaruhi oleh keputusan dividen saja tetapi juga berpendapat bahwa para investor secara natural tidak membedakan dividen dan keuntungan modal.

Miller dan Modigliani (1961) membangun argumentasi irelevansi *dividend policy* berdasarkan pada dua asumsi dasar yaitu pasar modal sempurna (*perfect capital market*) dan investor rasional (*rational investors*). Di dalam pasar modal sempurna, semua penjual memiliki informasi yang sempurna dan setara akan harga saham saat ini dan semua karakteristik relevan lainnya dari saham tersebut. Di dalam pasar modal sempurna ini, tidak ada biaya transaksi, biaya kerusakan, pajak, dan biaya lainnya. Preferensi investor rasional sempurna tidak berbeda antara apakah kenaikan yang diberikan pada kekayaan mereka adalah dalam bentuk uang tunai (*dividend income*) atau kenaikan harga pasar saham (*capital gain*). Mereka mendasarkan argumentasinya di atas ide kepastian yang sempurna yang mengindikasikan keyakinan penuh bagi setiap investor akan keputusan investasi di masa mendatang dari perusahaan dan laba dari setiap perusahaan di masa depan. Karena keyakinan ini, mereka berpendapat tidak ada

keperluan untuk membedakan saham ekuitas dan surat hutang sebagai sumber keuangan.

Bird in the Hand Theory

Gordon (1963) dan Lintner (1962) mengembangkan *bird in the hand theory* yang membahas hubungan *dividend payout* dan *firm value* yang telah dijadikan acuan dalam sejumlah literatur. *Bird in the hand theory* menyatakan bahwa satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Hal ini berarti menerima dividen jauh lebih menguntungkan daripada menerima keuntungan modal. Sejak nilai keuntungan modal para investor memiliki risiko lebih besar daripada dividen, perusahaan-perusahaan dituntut untuk memberikan *dividend payout ratio* yang lebih tinggi untuk memaksimalkan harga saham. Hal ini berarti *dividend payout* yang tinggi menaikkan harga saham.

Gordon (1963) mempresentasikan teori dan bukti yang mengarah kepada kesimpulan bahwa harga saham atau *cost of capital* perusahaan tidak bersifat independen dari *dividend rate*. Teorema yang diciptakannya untuk membantah Miller dan Modigliani (1961) yang memiliki pandangan yang berseberangan akan hubungan *dividend policy* dan *firm value*. Kesimpulan dari teorema yang dikemukakan olehnya memiliki dua asumsi yaitu keengganan untuk mengambil risiko (*aversion to risk*) dan meningkatnya ketidakpastian akan penerimaan di masa depan (*increase in the uncertainty of a receipt with its time in the future*). Dari dua asumsi tersebut, ia menyimpulkan bahwa *single discount rate* dari seorang investor direpresentasikan oleh nilai saham. Konsekuensi dari teorema tersebut adalah *dividend policy* memengaruhi nilai saham. Namun ia sendiri mengaku teorema ini bersifat intuitif tetapi ia yakin pada faktanya bisa jadi benar.

Signaling Theory

Ahmad dan Jusoh (2014) menyatakan bahwa *signaling theory* menawarkan peran potensial lainnya dari investor institusional yaitu menyediakan mekanisme kredibel untuk membagikan informasi di antara para investor. Ini disebabkan para *outsider* memiliki informasi yang berbeda dibandingkan dengan para *insider*. Kesenjangan informasi ini menunjukkan bahwa perusahaan harus memberikan sinyal tentang kinerja perusahaan kepada pasar dan

para investor. *Signaling theory* mengasumsikan bahwa investor dapat menyimpulkan informasi mengenai posisi masa depan perusahaan melalui sinyal yang berasal dari setiap mekanisme *signaling* termasuk perubahan kepemilikan, *leverage*, atau pengumuman dividen. Oleh karena itu, investor institusional dianggap sebagai salah satu perangkat sinyal yang tegas. Keberadaan investor institusional atau pemegang saham besar meringankan kebutuhan untuk alat-alat lain untuk memberikan sinyal kinerja yang baik.

Institutional ownership

Soliman, El Din, dan Sakr (2012) membagi struktur kepemilikan menjadi tiga bentuk yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing. Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan institusi keuangan lainnya (Ullah, Fida, dan Khan, 2012). Faizal (2004) memberikan definisi yang lebih umum yaitu kepemilikan institusional sebagai kepemilikan saham suatu perusahaan yang dimiliki oleh pihak atau institusi di luar manajerial. Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Aktivitas *monitoring* tersebut diharapkan menjamin kemakmuran bagi para pemegang saham. Pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas menjadi besar melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Pemegang saham utama yang pengawasannya rendah terhadap manajer dapat mengakibatkan aset perusahaan digunakan oleh manajer untuk kepentingan dirinya sendiri dan bukan untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham (Himmelberg, Hubbard, dan Palia, 1999).

Dividend policy

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dikaitkan dengan penentuan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan (*retained earnings*). Kebijakan terhadap pembayaran dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda yaitu pihak pertama para pemegang saham

dan pihak kedua perusahaan itu sendiri (Hermuningsih dan Wardani, 2009).

Firm value

Fama (1978) mengatakan bahwa *firm value* akan tercermin dari harga sahamnya. Meskipun ditentang oleh banyak peneliti, *firm value* sering dipahami terefleksi di dalam harga saham perusahaan (Priya dan Mohanasundari, 2016). Hermuningsih dan Wardani (2009) menyatakan dalam realitasnya tidak semua perusahaan menginginkan harga saham tinggi atau mahal karena takut tidak laku dijual atau tidak menarik investor untuk membelinya. Hal ini bisa dibuktikan dengan adanya perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia yang melakukan pemecahan saham (*stock split*). Itu sebabnya harga saham harus dapat dibuat seoptimal mungkin. Harga saham tidak boleh terlalu tinggi atau terlalu rendah. Harga saham yang terlalu murah dapat berdampak buruk pada citra perusahaan di mata investor.

HIPOTESIS

Hubungan antara *Institutional Ownership* dengan *Dividend policy*

Sejumlah teori menyatakan beberapa alasan mengapa *ownership structure* dan *payout policy* dapat berhubungan. *Agency theory* menyatakan bahwa dengan *monitoring cost* yang rendah, para manajer cenderung membagikan laba lebih kepada para investor (Grinstein dan Michaely, 2003). Para *investor institutional* yang diasumsikan sebagai monitor yang lebih baik diharapkan mengurangi *agency cost* dengan cara mengerahkan pengaruhnya pada keputusan keuangan perusahaan melalui *dividend policy* (Shen, 2013). *Agency cost* yang menurun akan meningkatkan dividen untuk para investor. Allen, Bernardo, dan Welch (2000) berpendapat bahwa untuk meningkatkan nilai, perusahaan-perusahaan menginginkan institusi untuk memantau atau memfasilitasi pengambilalihan. Institusi-institusi lebih menyukai dividen karena adanya piagam institusional (*institutional charter*) yang lazim, batasan-batasan *prudent man rule* (*prudent man rule restrictions*), dan keuntungan pajak komparatif (*comparative tax advantages*) yang dimiliki oleh beberapa institusi untuk dividen. Dengan demikian, implikasi dividen yang diberikan yang lebih tinggi juga akan

menghasilkan kepemilikan institusional yang lebih besar.

H1= *Institutional ownership* berpengaruh terhadap *Dividend policy*

Hubungan antara *Dividend policy* dengan *Firm value*

Berdasarkan penjelasan *dividend irrelevancy theory* dan *bird in the hand theory* di atas, *dividend policy* dapat memiliki pengaruh terhadap *firm value* tetapi juga dapat tidak memiliki pengaruh terhadap *firm value*. Kedua teori tersebut senantiasa menjadi rujukan bagi para akademisi yang membahas pengaruh *dividend policy* terhadap *firm value*. Gordon (1963) dan Lintner (1962) menyimpulkan semakin tinggi dividen yang diterima maka semakin tinggi pula nilai dari perusahaan, sedangkan Miller dan Modigliani (1961) menyimpulkan tidak ada hubungan antara keduanya. Priya dan Mohanasundari (2016) memberikan kritik atas *bird in the hand theory* dengan menyebutkan pada faktanya risiko perusahaan ditentukan dari risiko arus kasnya yang dihasilkan dari investasi di mana tidak dapat diubah oleh *dividend policy*. Jadi penjelasan *bird in the hand* dianggap kurang faktual. Dengan kata lain, risiko sebuah perusahaan tidak dapat dikurangi dengan meningkatnya pembayaran dividen.

H2= *Dividend policy* berpengaruh terhadap *firm value*

Hubungan antara *Institutional ownership* dengan *Firm value*

Penelitian empiris dan teoritis atas hubungan antara *ownership structure* dan *firm performance* pada mulanya dimotivasi oleh pemisahan kepemilikan dan pengendalian (de Miguel, Pindado, dan de la Torre, 2003). Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih besar dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Dengan meningkatkan meningkatkan *institusional ownership* berarti tindakan manajer dalam menggunakan hutang diawasi secara optimal oleh pemegang saham eksternal dan membantu mengurangi biaya keagenan (Bathala, Moon, dan Rao, 1994). Hal ini disebabkan karena kepemilikan institusional merupakan kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menantang keberadaan manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional, maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan.

H3= *Institutional ownership* berpengaruh terhadap *firm value*

METODE PENELITIAN

Metode penelitian merupakan penjelasan mengenai informasi yang berhubungan dengan penelitian yang mencakup jenis penelitian, teknik pengukuran variabel, sampel, metode, dan program analisis data untuk membahas dan menjawab permasalahan dalam penelitian ini mengenai pengaruh *institutional ownership* terhadap *firm value* melalui *dividend policy* sebagai variabel intervening.

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif. Sumber data berasal dari data sekunder dan diperoleh secara tidak langsung melalui laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan perusahaan yang dijadikan sampel.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2013 hingga 2015. Sementara itu, sampel pada penelitian ini berjumlah sebanyak 100 perusahaan yang terdaftar di BEI. Teknik sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*.

Penelitian ini menggunakan teknik analisa data *Partial Least Square (PLS)* dengan proses perhitungan yang dibantu dengan software *WarpPLS 5.0*. Terdapat dua model analisa PLS, yaitu *inner model* dan *outer model*. *Outer model* terdiri dari uji validitas dan uji reliabilitas, sedangkan *inner model* terdiri dari uji koefisien determinasi dan uji hipotesis.

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 Seleksi sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang tercatat di BEI pada tahun 2013-2015	513
Perusahaan yang tidak memiliki laporan keuangan lengkap pada tahun 2013-2015	62
Jumlah perusahaan sementara	451
Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian (451x3)	1,353
Jumlah sampel outlier (351x3)	1,053
Jumlah sampel akhir (100x3)	300

Tabel 1 menunjukkan bahwa proses seleksi sampel yang dibutuhkan dalam

penelitian ini sesuai kriteria yang telah ditentukan.

Tabel 2 Nilai *Outer Loading*

	IO	DP	FV
IO	1.000		
DPR		1.000	
Q			1.000

Tabel 2 di atas dapat diketahui nilai *outer loading* untuk masing-masing indikator pada setiap variabel. Semuanya memiliki nilai lebih dari 0.5 yaitu 1 sehingga indikator-indikator tersebut telah memenuhi *convergent validity*.

Tabel 3 Nilai *Cross Loading*

	IO	DP	FV
IO	1.000		
DPR		1.000	
Q			1.000

Berdasarkan table *cross loading* pada tabel 3 di atas, dapat disimpulkan bahwa masing-masing indikator yang ada di suatu variabel laten memiliki perbedaan dengan indikator di variabel lain yang ditunjukkan dengan skor *loading* yang lebih tinggi di konstruksya sendiri. Dengan demikian, model telah mempunyai validitas diskriminan yang baik.

Tabel 4 Nilai *Average Variance Extracted*

	AVE	Akar AVE
IO	1.000	1.000
DP	1.000	1.000
FV	1.000	1.000

Berdasarkan informasi di tabel 4, nilai AVE variabel *institutional ownership*, *dividend policy*, dan *firm value* sebesar 1. Nilai AVE dari variabel *institutional ownership*, *dividend policy*, dan *firm value* berada di atas angka 0.5 sehingga variabel yang digunakan dalam penelitian ini sudah memenuhi validitas diskriminan. Jika dilihat dari nilai akar AVE, maka ketiga variabel pada tabel 4 juga memenuhi kriteria validitas yaitu di atas angka 0.5 di mana nilai akar AVE dari ketiganya juga sebesar 1. Hal ini mungkin disebabkan masing-masing variabel hanya memiliki satu indikator.

Tabel 5 Nilai *Composite Reliability*

	<i>Composite Reliability</i>
IO	1.000
DP	1.000

FV	1.000
----	-------

Tabel 5 menunjukkan bahwa *composite reliability* variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *institutional ownership*, *dividend policy*, dan *firm value* telah memenuhi *rule of thumb*. Nilai *composite reliability* dari *institutional ownership*, *dividend policy*, dan *firm value* sama-sama menunjukkan angka 1. Ketiga nilai *composite reliability* tersebut berada di atas angka 0.7. Hasil ini menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini dapat diandalkan.

Tabel 6 Nilai *R-Square*

	<i>R-Square</i>
IO	-
DP	0.012
FV	0.116

Tabel 6 menunjukkan nilai *R-Square* untuk variabel *dividend policy* sebesar 0.012 yang memiliki arti bahwa persentase besarnya pengaruh *institutional ownership* terhadap *dividend policy* adalah sebesar 1.2%, sedangkan sisanya yaitu sebesar 98.8% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini. Nilai *R-Square* untuk *firm value* sebesar 0.116 yang memiliki arti bahwa persentase besarnya pengaruh *institutional ownership* dan *dividend policy* terhadap *firm value* adalah sebesar 11.6%, sedangkan sisanya yaitu sebesar 88.4% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.

Total nilai R² di atas dapat digunakan untuk menghitung secara manual *goodness of fit* (GOF) model karena aplikasi perangkat lunak PLS tidak menyediakan menu khusus untuk menghitung GOF. Dari nilai R² yang terdapat pada tabel 4.18, maka nilai $Q^2 = 1 - ((1 - 0.012) \times (1 - 0.116)) = 0.126608 = 12.6608\%$

Dari hasil perhitungan diketahui nilai Q² sebesar 0.126608. Ini berarti besarnya keragaman dari data penelitian yang dapat dijelaskan oleh model struktural yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebesar 12.6608%.

Tabel 7 Uji Hipotesis

Hipotesis	Pengaruh	<i>Path Coefficients</i>	<i>P-values</i>	Keterangan
H1	IO → DP	0.109	0.028	Diterima
H2	DP →	0.299	<0.001	Diterima

	FV			
H3	IO → FV	0.149	0.004	Diterima

Pada tabel 7 dapat dilihat dari hubungan antara *institutional ownership* dengan *dividend policy* menghasilkan *P-values* sebesar 0.028. Jika angka *P-values* menunjukkan angka di bawah 0.05, maka angka tersebut menunjukkan hubungan yang signifikan. Jika angka *P-values* menunjukkan sebaliknya, maka angka tersebut menunjukkan adanya hubungan yang tidak signifikan. *Path coefficients* yang dihasilkan hubungan tersebut sebesar 0.109 memiliki arti bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*. Dengan demikian, peningkatan *institutional ownership* dalam suatu perusahaan akan meningkatkan *dividend policy* juga. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima.

Pada hubungan antara *dividend policy* dengan *firm value* menghasilkan *P-values* di bawah angka 0.001 yang berarti *dividend policy* berpengaruh signifikan terhadap *firm value* sehingga hipotesis kedua dapat diterima. Dilihat dari sisi *path coefficients*, *path coefficients* yang dihasilkan dari hubungan ini sebesar 0.299 sehingga dapat dikatakan *dividend policy* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Hal ini sejalan dengan penjelasan yang terdapat pada bab sebelumnya yang menjelaskan bahwa ada hubungan positif yang dimiliki antara *dividend policy* dengan *firm value*.

Pada hubungan langsung antara *institutional ownership* terhadap *firm value* memiliki *P-values* sebesar 0.004. Selain itu, hubungan ini memiliki *path coefficients* sebesar 0.149 yang berarti terdapat hubungan positif antara *institutional ownership* dengan *firm value*. Hal ini juga sejalan dengan sebagian besar penelitian terdahulu yang terdapat pada bab sebelumnya yang menjelaskan bahwa ada hubungan positif yang dimiliki antara *institutional ownership* dengan *firm value*. Maka dari itu, dapat disimpulkan hipotesis ketiga penelitian ini juga dapat diterima.

Tabel 8 Hubungan Tidak Langsung

Pengaruh	Koefisien pengaruh
IO → DP → FV	0.033

Pembahasan Hipotesis

1. Pengaruh *institutional ownership* terhadap *firm value*

Pada tabel 7 dapat dilihat *P-values* sebesar 0.028 yang artinya *institutional ownership* memiliki pengaruh signifikan terhadap *dividend policy*. *Path coefficients* yang dihasilkan dari hubungan ini sebesar 0.109 yang artinya *institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Short, Hao, dan Keasey (2001) yang meneliti hubungan *institutional ownership* terhadap *dividend policy* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *London Stock Exchange* dan penelitian yang dilakukan oleh Shen (2013) yang meneliti perusahaan-perusahaan di Tiongkok. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Short, Hao, dan Keasey (2001) menyebutkan bahwa *institutional ownership* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend policy*. Para investor institusional yang diasumsikan sebagai monitor yang baik mampu mengurangi *agency cost* dengan cara mengerahkan pengaruhnya pada keputusan keuangan perusahaan melalui *dividend policy* seperti yang dikemukakan oleh Shen (2013) terbukti benar. Selisih biaya yang seharusnya dikeluarkan untuk *agency cost* dapat digunakan untuk membagikan dividen bagi para investor. Para investor institusional cenderung menuntut dividen yang tinggi mengingat risikonya lebih kecil daripada menerima keuntungan modal seperti yang telah dipaparkan dalam teori *bird in the hand*. Berdasarkan perhitungan yang diperoleh, penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat persentase *institutional ownership* di suatu perusahaan maka akan semakin tinggi tingkat *dividend payout ratio* pada perusahaan tersebut. Oleh karena itu, hipotesis yang menyatakan bahwa *institutional ownership* memberikan pengaruh terhadap *dividend policy* dapat diterima.

2. Pengaruh *dividend policy* terhadap *firm value*

Berdasarkan tabel 7, dapat dilihat bahwa hubungan *dividend policy* dan *firm value* memiliki *P-values* di bawah 0.001 dan *path coefficients* sebesar 0.299 yang artinya *dividend policy* memiliki pengaruh signifikan terhadap *firm value* serta memiliki hubungan positif. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Stevens (1986) serta Priya dan Mohanasundari (2016). Hasil penelitian mereka juga menunjukkan bahwa *dividend policy* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Seperti yang telah dijelaskan dalam hasil penelitian Priya dan Mohanasundari

(2016), pemberian dividen yang besar dinilai mampu menarik para investor untuk membeli saham sebuah perusahaan sehingga meningkatkan pembelian saham oleh investor yang berakibat terhadap kenaikan harga saham. Dari hasil yang demikian, penelitian ini juga menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat *dividend payout ratio* di suatu perusahaan akan meningkatkan nilai Q yang dimiliki oleh perusahaan. Jadi hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *dividend policy* memberikan pengaruh terhadap *firm value* dapat diterima.

3. Pengaruh *institutional ownership* terhadap *firm value*

Berdasarkan informasi di tabel 7, dapat diketahui bahwa *path coefficients* hubungan langsung antara variabel *institutional ownership* dengan *firm value* sebesar 0.149 dan *P-values* sebesar 0.004 yang berarti *institutional ownership* memiliki pengaruh signifikan terhadap *firm value* dan memiliki hubungan yang bersifat positif. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh McConnell dan Servaes (1990) serta Thanatawee (2014). Kedua hasil penelitian terdahulu tersebut menyatakan bahwa *institutional ownership* memiliki pengaruh positif terhadap *firm value*. Bathala, Moon, dan Rao (1994) menjelaskan bahwa dengan meningkatkan *institutional ownership* berarti tindakan manajer dalam menggunakan hutang diawasi secara optimal oleh pemegang saham eksternal dan membantu mengurangi *agency cost*. Semakin besar kepemilikan institusional seharusnya semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan. Analisis dan pengolahan data yang telah dilakukan menunjukkan bahwa semakin besar *institutional ownership* di suatu perusahaan malah akan semakin menaikkan *firm value* pada perusahaan tersebut. Oleh karena itu, hipotesis ketiga penelitian ini yang menyatakan bahwa *institutional ownership* memberikan pengaruh terhadap *firm value* dapat diterima.

KESIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh *institutional ownership* terhadap *firm value* melalui *dividend policy* sebagai variabel intervening pada perusahaan yang telah terdaftar di BEI. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 100 perusahaan yang telah terdaftar di BEI.

Terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *institutional ownership*

terhadap *dividend policy* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI. Dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh institusi di dalam perusahaan, maka para pemegang saham tersebut akan menuntut jumlah yang dibagikan dividen meningkat. Dengan demikian, hipotesis pertama diterima.

Terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *dividend policy* terhadap *firm value* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI. Dengan meningkatnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham, maka para pemegang saham berani membayar lebih mahal untuk membeli saham perusahaan sehingga meningkatkan *firm value*. Dengan demikian, hipotesis kedua diterima.

Terdapat pengaruh positif dan signifikan antara *institutional ownership* terhadap *firm value* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI. Dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh institusi, maka para pemegang saham institusi dapat mengawasi serta memengaruhi kinerja manajemen sehingga manajemen dapat bekerja secara maksimal. Dengan demikian, hipotesis ketiga diterima.

SARAN

a. Akademisi

Model penelitian ini menunjukkan nilai GOF sebesar 12.6608% yang artinya total kemampuan seluruh variabel menjelaskan variabel *firm value* memiliki tingkat keandalan sebesar 11.5136%. Dengan kata lain, masih ada sekitar 87.3392% variabel lainnya di luar model penelitian ini yang dapat menyempurnakan penelitian mengenai *firm value*. Para akademisi diharapkan dapat membantu meneliti menggunakan variabel-variabel lainnya yang dapat memer kaya referensi mengenai *firm value* dan penelitian ini diharapkan dapat dijadikan pembandingan untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

b. Manajer

Manajemen perusahaan dapat memerhatikan pentingnya kepemilikan saham oleh institusi demi kebaikan perusahaan. Kepemilikan saham oleh institusi yang besar terbukti mampu memengaruhi kinerja manajemen sehingga mendorong para manajer untuk bekerja secara maksimal sehingga meningkatkan nilai perusahaan di mata investor. Hal ini dapat dilihat dari hasil *path coefficients* dan *P-values* yang menunjukkan angka yang mengindikasikan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*.

c. Investor

Para calon investor dapat memertimbangkan keputusannya sebelum menanamkan modalnya di suatu perusahaan. Kebijakan dividen perusahaan dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan sebelum memutuskan membeli saham. Para calon investor diharapkan melihat betapa pentingnya melihat dividen dibandingkan keuntungan modal mengingat risiko keuntungan modal lebih besar daripada dividen.

KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini memiliki keterbatasan seperti jumlah tahun penelitian yang hanya selama tiga tahun untuk masing-masing perusahaan. Jika jumlah tahun penelitian diperpanjang menjadi lima hingga sepuluh tahun penelitian, maka kekonsistenan hasil penelitian akan lebih terjamin. Indikator yang dipakai dalam penelitian ini hanya satu indikator untuk masing-masing variabel. Selain itu, banyaknya perusahaan yang tidak memiliki laporan keuangan secara lengkap disertai banyaknya perusahaan yang tidak membagikan dividen mengurangi banyak sekali sampel dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, A. C. & Jusoh, M. A. (2014). Institutional Ownership and Market-Based Performance Indicators: Utilizing Generalized Least Square Estimation Technique. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 164, 477-485.
- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance*, 55(6), 2499-2536.
- Amidu, M. (2007). How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange?. *Investment Management and Financial Innovations*, 4(2), 103-112.
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3).
- Batthacharya, P. S. & Graham, M. (2007). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland?. *School of Accounting, Economics and Finance*. Melbourne: Deakin University.
- Blume, M. E. & Keim, D. B. (2012). Institutional Investors and Stock Market Liquidity: Trends and Relationships.
- Cho, M. H. (1998). Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121.
- Copeland, T. E. & Weston, J. F. (1992). *Financial Theory and Corporate Policy* 5th Edition. USA: Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
- Crutchley, C. E. & Hansen, R. S. (2015). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18(4).
- De Miguel, A., Pindado, J., & de la Torre, C. Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Elston, J. A., Hofler, R., & Lee, J. (2004). Dividend Policy and Institutional Ownership: Empirical Evidence using a Propensity Score Matching Estimator.
- Erasmus, P. (2012). The Influence of Dividend Yield and Dividend Stability on Share Return: Implications for Dividend Policy Formulation. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 6(1), 13-32.
- Faizal. (2004). Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. Simposium Nasional Akuntansi VII Denpasar Bali. 2-3 Desember.
- Fama, E. F. (1978). The Effects of A Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review*, 68(3), 272-284.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3).
- Garcia-Meca, E. & Sanchez-Ballesta, J. P. (2011). Firm Value and Ownership Structure in the Spanish Capital Market. *The International Journal of Business in Society*, 11(1), 41-53.
- Gillan, S. L. & Starks, L. T. (2000). Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 57, 275-305.

- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Grinstein, Y. & Michaely, R. (2003). Institutional Holdings and Payout Policy. *The Journal of the American Finance Association*, 60(3), 1389-1426.
- Haruman, T. (2008). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan: Survey pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. Simposium Nasional Akuntansi IX Pontianak Kalimantan Barat.
- Hermuningsih, S. & Wardani, D. K. (2009). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Malaysia dan Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 13(2), 173-183.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- McConnell, J. J. & Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Morck, R., Nakamura, M., & Shivdasani, A. (2000). Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan. *The Journal of Business*, 73, 539-567.
- Oktorina, M., & Suharli, M. (2007). Hubungan Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Tunai dengan Kecukupan Kas dan Likuiditas Sebagai Moderating Variable. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, 7(2), 141-161.
- Perrini, F., Rossi, G., & Rovetta, B. (2008). Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 312-325.
- Priya, P. V. & Mohanasundari, M. (2016). Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, 3(3).
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Seifert, B., Gonenc, H., & Wright, J. (2005). The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders, Blockholders, and Institutions. *Journal of Multinational Financial Management*, 15(2), 171-191.
- Shen J. H. (2013). Institutional Stock Ownership and Corporate Dividend Policy: Evidence from China. Lingnan University.
- Short, H., Hao Z., & Keasey, K. (2002). The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8, 105-122.
- Soliman, M. M., El Din, M. B., & Sakr, A. (2012). Ownership Structure and Corporate Social Responsibility (CSR): An Empirical Study of Listed Companies in Egypt. *The International Journal of Social Sciences*, 5(1).
- Srivastava, A. (2011). Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from India. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(1), 23-29.
- Stevens, J. L. (1986). Tobin's Q Ratio, Monopoly Earnings, Risk, and Dividend Policy. *Journal of Business Research*, 14, 213-223.
- Stice, E. K., Stice, J. D., & Skousen, K. F. (2005). Intermediate Accounting 15th Edition. Ohio: South-Western Publishing Co.
- Sulong, Z. & Nor, F. M. (2016). Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Value: Empirical

- Evidence from Malaysian Listed Firms. *Malaysian Accounting Review*, 7(2).
- Susanti, R. & Mildawati, T. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional dan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(1).
- Tahir, S. H., Saleem, M., & Arshad, H. (2015). Institutional Ownership and Corporate Value: Evidence from Karachi Stock Exchange (KSE) 30-Index Pakistan. *Praktični Menadžment*, 6(1), 41-49.
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional Ownership and Firm Value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2).
- Ullah, H., Fida, A., & Khan, S. (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.
- Vintila, G. & Gherghina, S. C. (2014). The Impact of Ownership Concentration on Firm Value: Empirical Study of the Bucharest Stock Exchange Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 15, 271-279.
- Wahyudi, U. & Pawestri, P.H. (2005). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi IX Padang Sumatra Barat. 23-26 Agustus.
- Wen, Y. & Jia, J. Y. (2010). Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividend Policy in Bank Holding Companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2(1), 9-22.