

# **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Firm Performance* melalui *Dividend Policy* sebagai Variabel Intervening di Indonesia pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI)**

**Adella Diastari dan Devie**  
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra  
Email: ddeviesia@yahoo.co.id

## **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap *firm performance* dan *dividend policy*, serta pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *firm performance* dengan menggunakan *dividend policy* sebagai variabel *intervening*. Penelitian ini dilakukan terhadap seluruh perusahaan publik di Indonesia yang telah melakukan *initial public offering* paling lambat pada tahun 2010 kecuali sektor keuangan. Jumlah akhir sampel meliputi 425 tahun buku perusahaan. Kepemilikan manajerial diukur dengan menggunakan persentase kepemilikan, *dividend policy* diukur dengan menggunakan *dividend policy* dan *dividend yield*. Sementara *firm performance* diukur dengan *market method* dan *accounting method*, masing-masing dengan menggunakan Tobin's Q, ROA, dan ROE.

Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dan negatif dari kepemilikan manajerial terhadap *dividend policy* dan *firm performance*. Sementara pengaruh dari *dividend policy* terhadap *firm performance* adalah signifikan dan positif. Untuk pengaruh kepemilikan manajerial dengan menggunakan *dividend policy* sebagai variabel *intervening* terhadap *firm performance* hasilnya adalah signifikan dan negative. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan kepemilikan manajerial dengan tujuan menyelesaikan masalah agensi maupun berlandaskan *stewardship theory* kurang cocok untuk dilakukan di Indonesia.

Kata kunci: Kepemilikan manajerial, Kebijakan dividen, *dividend policy*, kinerja perusahaan, *firm performance*, Tobin's Q.

## **ABSTRACT**

This study aimed to prove the effect of managerial ownership on firm performance and dividend policy, also the effect of managerial ownership on firm performance through dividend policy as an intervening variable. This study conducted on all sector of Indonesian listing companies that has done their Initial Public Offering at 2010 the latest, excluding financial sector. Final sample was made from 425 firm years. Managerial ownership was measured by percentage of managerial ownership, dividend policy was measured by dividend yield and dividend payout. On the other hand, firm performance was measured by both market method and accounting method, by using Tobin's Q, ROA, and ROE.

The final result shows that managerial ownership had a significant and negative influence towards both firm performance and dividend policy. But, dividend policy had a significant and positive influence on firm performance. While for managerial ownership by using dividend policy as intervening variable on firm performance had significant and negative influence. The result shows that managerial ownership was not suitable to be used in Indonesia to reduce agency problem and also not suitable to be applied based on the stewardship theory.

Keywords : Managerial ownership, dividend policy, firm performance, Tobin's Q

## PENDAHULUAN

Hubungan agensi (*agency relationship*) adalah suatu kontrak yang memberikan wewenang dari satu orang atau lebih (disebut dengan *principle(s)*) kepada pihak lain (disebut *the agent(s)*) untuk melakukan tindakan tertentu termasuk di dalamnya kewenangan untuk membuat keputusan (Jensen & Meckling, 1976). Kontrak ini akan berjalan dengan baik selama kedua belah pihak memiliki tujuan yang sama yaitu untuk memaksimalkan keuntungan *principle(s)*.

Namun demikian, apabila kedua belah pihak memiliki tujuan untuk memaksimalkan keuntungan untuk dirinya masing-masing timbullah permasalahan perbedaan kepentingan yang disebut dengan *agency problem*. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk menyelesaikan *agency problem* adalah dengan meningkatkan identitas kedua belah pihak, misalnya dengan memberikan sejumlah kepemilikan perusahaan kepada manajer (Mudambi & Nicosia, 1998).

Kepemilikan manajerial ini seharusnya memberikan pengaruh positif kepada kinerja perusahaan dengan mengurangi perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dan manajemen. Namun demikian banyak penelitian menunjukkan dua kemungkinan hipotesis untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan meliputi *convergence of interest effect* dan *entrenchment effect* (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983; Morck, Shleifer, & Vishny, Management ownership and market valuation : An Empirical Analysis, 1988; Mudambi & Nicosia, 1998; Short & Keasey, 1999; Demsetz & Villalonga, 2001).

*Convergence of interest effect* menjelaskan pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan karena penyelarasan kepentingan yaitu memaksimalkan keuntungan melalui peningkatan kinerja perusahaan. Sementara *entrenchment effect* menjelaskan pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan dikarenakan semakin besar kepemilikan manajerial akan melemahkan pengawasan *external shareholder* terhadap keputusan yang dibuat oleh manajer (Morck, Shleifer, & Vishny, Management

ownership and market valuation : An Empirical Analysis, 1988)

Di sisi lain, ada pula penelitian yang menyatakan adanya efek positif dari kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan misalnya oleh Mehran (1995) yang melakukan penelitian atas data keuangan 153 perusahaan terbuka di Amerika Serikat tahun 1979 – 1980. Hasil serupa juga ditemukan oleh Liang, Huang, & Lin (2011) terhadap 623 perusahaan terbuka yang terdaftar di *Taiwan Stock Exchange (TSE)* antara tahun 2000-2009.

Berbagai penelitian terdahulu mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan juga belum sampai di titik kesepakatan. Misalnya penelitian oleh Isshaq, Bokpin, & Onumah (2009) atas perusahaan yang terdaftar dalam *Data Stock Exchange Factbook 2001-2007* menemukan pengaruh yang negatif namun tidak signifikan antara *insider ownership* terhadap *firm value*.

Berbagai perbedaan pendapat dari para ahli dan data keuangan perusahaan terbuka terkait dengan kepemilikan manajerial mendorong penulis untuk melakukan penelitian untuk membuktikan adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini, penulis akan menggunakan keberadaan kepemilikan manajerial dalam perusahaan sebagai variabel independen dan Tobin's Q untuk mengukur kinerja perusahaan dari aspek pasar, serta *Return on Asset (ROA)* dan *Return on Equity (ROE)* untuk mengukur kinerja perusahaan dari aspek akuntansi. Sebagai *intervening variable*, penulis menggunakan *dividend policy* yang diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio* dan *dividend yield*.

### Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah salah satu cara yang dapat digunakan untuk mengatasi perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Agrawal, Knoeber, 1996; Mudambi & Nicosia, 1998; Ang et al, 2000 dalam Murni, 2015). Hal ini dikarenakan ada keyakinan bahwa semakin besar kepemilikan dan ketergantungan akan keuangan perusahaan yang dimiliki oleh pengambil keputusan maka kinerja

perusahaan juga akan membaik (Oswald & Jahera, Jr., 1991).

Kepemilikan manajerial dijelaskan berbeda-beda oleh para ahli. Misalnya, didefinisikan oleh Morck et al (1988) dalam Short & Keasey (1999) sebagai saham perusahaan yang dimiliki oleh *board of director*. Sementara itu, Crutchley & Hansen (1989); Handoko (2002) dalam Rizqia, Aisjah, & Sumiati (2013) menafsirkan kepemilikan manajerial sebagai saham perusahaan yang dimiliki oleh direktur dan *officers*

Untuk penelitian ini, diputuskan untuk menggunakan persentase kepemilikan manajerial meliputi komisaris perusahaan serta seluruh jajaran direktur terhadap jumlah saham beredar selama lima tahun berturut-turut mulai dari tahun 2011 hingga 2015. Kepemilikan manajerial meliputi komisaris dan jajaran direktur dipilih menyesuaikan dengan berbagai penelitian terdahulu yang dilakukan di Indonesia (Junaidi, 2006; Wahidahwati, 2000; Rizqia, Aisjah, & Sumiati, 2013; Indahningrum & Handayani, 2009; Nuringasih, 2010; Darwis, 2009; Handoko, 2002).

### **Dividend Policy**

*Dividend policy* adalah suatu praktek yang dilakukan oleh manajemen dalam membuat keputusan mengenai *dividend payout* atau dalam kata lain, ukuran dan pola pembagian *cash* kepada *shareholder* dari waktu ke waktu (Lease et al, 2000 dalam Malkawi, et al, 2010). Pembagian dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency problem*, berbentuk '*bonding mechanism*' (Jensen & Meckling, 1976; Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986 dalam Agrawal & Jayaraman, 1994).

Pembagian dividen termasuk dalam *bonding cost* sebab biaya ini dikeluarkan oleh manajer dari hasil keuntungan perusahaan untuk diberikan kepada investor perusahaan, yaitu pemegang saham. Selain itu, dividen juga memberikan informasi terkait dengan keadaan perusahaan saat ini dan kinerja di masa depan (Afza & Mirza, 2010 dalam Huda & Abdullah, 2014).

Meskipun demikian, hingga saat ini, para ahli masih belum dapat menjelaskan secara pasti mengapa suatu perusahaan membayarkan dividen dan mengapa investor menaruh perhatian pada dividen. Hal ini kemudian dikenal dengan istilah '*dividend puzzle*' (Black, 1976). Mengapa disebut *puzzle*, karena tidak pernah ada jawaban yang pasti

mengenai hubungan antara pembagian dividen, perusahaan, dan reaksi investor yang mana digambarkan sebagai *puzzle* dengan tepian yang tidak cocok antara satu dengan yang lainnya

Kebijakan pembagian dividen umumnya diukur dengan menggunakan dua metode, meliputi *dividend payout ratio (DP)* dan *dividend yield (DY)*. *Dividend payout ratio* adalah perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* (Agrawal & Jayaraman, 1994; Stevens & Jose, 1992). Sementara itu, *dividend yield* adalah perbandingan antara *cash dividend per share* dengan harga penutupan saham di akhir tahun (Agrawal & Jayaraman, 1994; Eckbo & Verma, 1994; Sulong & Mat Nor, 2016)

### **Firm Performance**

Penelitian yang menghubungkan antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan telah dilakukan oleh banyak peneliti sebelumnya. Hal ini dilakukan karena kinerja perusahaan dianggap sebagai tolak ukur untuk menilai struktur kepemilikan mana yang paling sesuai. Apabila penggunaan suatu mekanisme meningkatkan kinerja perusahaan, maka mekanisme ini dianggap berhasil dan tepat untuk diaplikasikan (Agrawal & Knoeber, 1996).

Kinerja perusahaan dapat diukur dengan menggunakan beberapa indikator. Meskipun belum ada suatu kesepakatan bersama dari para ahli, namun Chakravarthy, 1986; Daily & Dalton, 1997 dalam Sulong & Mat Nor, 2016 membagi alat ukur kinerja perusahaan dalam dua kelompok besar meliputi: *accounting rate return* dan *market return measures*.

Oleh karena kekurangan dan kelebihan dari masing-masing alat ukur, maka diputuskan untuk menggunakan dua tolak ukur yaitu *accounting based* dengan menggunakan *ROA* dan *ROE* serta *market based method* dengan menggunakan Tobin's Q. *ROA* dan *ROE* dipilih karena keduanya adalah dua rasio utama dalam akuntansi serta telah digunakan di beberapa penelitian yang membahas mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan sebelumnya seperti: Pfeffer, 1972; Demsetz & Lehn, 1985; Mehran, 1995; Iturriaga & Crisostomo, 2010.

Sementara *market based method* diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Tobin's Q dipilih karena indikator ini telah

sangat sering digunakan dalam penelitian sebelumnya seperti Morck, Shleifer, & Vishny, 1988; Hermalin & Weisbach, 1991; Stevens & Jose, 1992; Perfect & Wiles, 1994; Mehran, 1995; Agrawal & Knoeber, 1996; Cho, 1998; Demsetz & Villalonga, 2001; Lins, 2003; Kapopoulos & Lazaretou, 2007; Perrini, *et al*, 2008. Tobin's Q dianggap termasuk dalam golongan *market based method* karena beberapa alasan. Pertama, Tobin's Q digolongkan dalam *market based method* melalui berbagai penelitian terdahulu (Chakravarthy, 1986; Daily & Dalton, 1997 dalam Sulong & Mat Nor, 2016). Kedua, Tobin's Q pada dasarnya menghitung *replacement value* dari nilai aset yang dimiliki perusahaan. Idealnya, Tobin's Q dihitung dengan menggunakan nilai pasar hutang pada penyebutnya, bersama dengan *market capitalization*. Meskipun demikian, nilai pasar hutang sulit dikalkulasi sebab tidak ada data yang eksplisit menjelaskan harga pasar hutang, maka sebagai penggantinya, nilai pasar hutang disederhanakan menjadi nilai buku hutang.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Firm Performance**

Sulong & Mat Nor (2016) yang melakukan penelitian terhadap 406 perusahaan terbuka di Malaysia pada tahun 2002 dan 2005 mencoba mempelajari pengaruh dari beberapa jenis struktur kepemilikan terhadap *firm value*. Dari hasil penelitian ini, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial dan *ownership concentration* terhadap *firm value*.

Demsetz & Villalonga (2001) menemukan bahwa rata-rata *firm performance* (yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q) ketika diregresikan dengan menggunakan *ordinary least square* dan *two-stage least square* selalu menghasilkan temuan bahwa *firm performance* dipengaruhi secara signifikan dan positif oleh persentase kepemilikan manajerial. Penelitian ini dilakukan terhadap 511 perusahaan terbuka di Amerika Serikat dari seluruh sektor pada periode tahun 1976-1980. Data diperoleh melalui *Corporate Data Exchange (CDE)*, Fortune 500 tahun 1981, Compustat, *Center for Research on Security Prices (CRSP)*.

Hermalin & Weisbach (1991) melakukan penelitian terhadap 134 perusahaan yang terdaftar dalam *New York*

*Stock Exchange* di tahun 1971, 1974, 1977, 1980, 1983. Tobin's Q dihitung dengan menggunakan file Compustat. Penelitian ini menghasilkan penemuan bahwa pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *firm performance* bersifat *non-monotonic*. Pada jumlah kepemilikan manajerial yang kecil (di bawah 1%), maka kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap *firm performance*. Setelah kepemilikan manajerial meningkat di atas satu persen, kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap *firm performance*.

Short & Keasey (1999) melakukan penelitian terhadap 225 perusahaan terbuka yang terdaftar dalam NYSE pada tahun 1988 – 1992 melalui sistem *random sampling* dengan data terkait *firm performance* yang didapatkan melalui fasilitas Datastream. *Firm performance* diukur dengan dua metode yaitu *market* dan *accounting method*. *Market method* menggunakan  $VAL = \text{Market value of equity at the accounting year end} / \text{by the book value of equity at the accounting year end}$ . dan *accounting method* menggunakan metode  $RSE = \text{profits attributable to shareholders} / \text{shareholders' equity and reserves}$ . Sementara kepemilikan manajerial merupakan presentase kepemilikan saham oleh direktur dan keluarga intinya pada akhir tahun buku. Penelitian ini menemukan hubungan berbentuk *cubic relationship* dengan titik balik yang berbeda untuk masing-masing indikator. Untuk RSE, titik balik tertinggi adalah 15.58%, sementara titik balik terendah 41.84%. Artinya, kepemilikan manajerial akan memberikan pengaruh positif terhadap RSE sampai dengan kepemilikan manajerial sebesar 15.58%, lalu berpengaruh positif dalam rentang kepemilikan antara 15.58% - 41,84%, lalu kembali positif di atas 41.84%. Untuk alat ukur VAL, titik balik ada di 12.99% dan 41.99%.

**H1 : Terdapat pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap firm performance.**

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Dividend Policy**

Beberapa penelitian terdahulu menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara struktur kepemilikan terhadap *dividend policy* suatu perusahaan. Misalnya Hofler *et al* (2004) yang melakukan penelitian atas kepemilikan institusional atas data perusahaan di Jerman pada tahun 1970 – 1986 yang menemukan bahwa kepemilikan

institusional tidak meningkatkan maupun menurunkan besarnya *dividend payout*.

Namun demikian, sejumlah penelitian lain menemukan adanya pengaruh yang signifikan dan negatif antara kepemilikan manajerial terhadap *dividend policy* perusahaan. Misalnya penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982) dengan menggunakan data yang diambil dari *Value Line Investment Survey of June, 5 1981*, yang mana di dalamnya terdapat data mengenai dividen dari berbagai perusahaan yang tersebar di 64 negara berbeda. Penelitian ini menghasilkan temuan, bahwa jumlah *insider ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sehubungan dengan *agency theory* yang mana meyakini bahwa dividen dan kepemilikan manajerial adalah suatu paket dalam *bonding cost* yang sifatnya saling menggantikan.

Florackis, Kanas, & Kostakis (2014) menemukan hasil yang juga non-linear untuk 7376 perusahaan yang tercatat di pasar saham NYSE, AMEX, dan NASDAQ dengan data tahun 2001-2007. Pada jumlah kepemilikan manajerial di bawah 10%, kepemilikan manajerial akan mempengaruhi *dividend policy* secara negatif. Saat kepemilikan manajerial berada di antara 10%-60% hubungan keduanya cenderung datar. Pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap dividen baru menjadi negatif saat kepemilikan manajerial melebihi angka 60%.

## H2: Terdapat pengaruh dari Kepemilikan Manajerial terhadap *Dividend Policy*

### Pengaruh *Dividend Policy* terhadap *Firm Performance*

Kebijakan terkait pembagian dividen, serupa dengan kepemilikan manajerial memiliki fungsi yang sama terkait dengan *agency theory* yaitu untuk menyelesaikan atau setidaknya mengurangi perbedaan kepentingan antara pengelola perusahaan dan pemilik perusahaan atau investor. Oleh karena itu, seperti kepemilikan manajerial diperkirakan mempengaruhi kinerja perusahaan, demikian pula dengan kebijakan dividen mempengaruhi kinerja perusahaan.

Isshaq, Bokpin, & Onumah (2009) melakukan penelitian terhadap perusahaan di Ghana pada tahun 2001-2007 dengan menggunakan data yang diperoleh dari *GSE Factbook* dan hasil survey. *Dividend payout*

digunakan pada penelitian ini sebagai variabel kontrol. Sementara *firm value* diukur dengan menggunakan harga saham penutupan. Penelitian ini menemukan bahwa dengan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 5% terdapat pengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*. Hal ini menunjukkan bahwa investor di *GSE* sangat menghargai dividen. Dalam penelitian ini bahkan dinyatakan bahwa setiap 1% peningkatan dividen, *firm value* ikut meningkat sebesar 6.5304 poin.

Sementara itu, Stevens & Jose (1992) menemukan pengaruh yang signifikan dan negatif antara *dividend yield* terhadap *firm value*. Hubungan negatif tersebut juga masih relevan bahkan setelah penggunaan *dividend yield* untuk mengukur *dividend policy* diganti dengan penggunaan *dividend payout ratio*. Pada penelitian ini, *firm value* dihitung dengan menggunakan Tobin's Q.

## H3: Terdapat pengaruh dari *Dividend Policy* terhadap *Firm Performance*

### METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial sebagai variabel independen, *firm performance* sebagai variabel dependen, dan *dividend policy* sebagai variabel *intervening*. Berikut ini adalah definisi operasional dari masing-masing variabel diatas:

#### 1. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh *board of director* dibandingkan dengan jumlah saham beredar (Morck *et al*, 1988 dalam Short & Keasey, 1999)

$$MOWN = \frac{\sum \text{kepemilikan manajerial}}{\text{total saham beredar}}$$

#### 2. *Dividend Policy*

*Dividend policy* diukur dengan dua indikator, *dividend payout* dan *dividend yield*.

*Dividend payout ratio* adalah perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* (Agrawal & Jayaraman, 1994; Stevens & Jose, 1992)

$$DP = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

*Dividend yield* adalah perbandingan antara *cash dividend* dengan harga penutupan saham di akhir tahun (Agrawal & Jayaraman, 1994; Eckbo & Verma, 1994; Sulong & Mat Nor, 2016)

$$DY = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Stock Closing Price}}$$

3. Firm Performance

Firm performance diukur dengan tiga indikator, meliputi Tobin's Q, ROA, ROE.

Tobin's Q adalah market value of equity perusahaan ditambah dengan book value of equity perusahaan dibandingkan dengan total assets (Chung & Pruitt, 1994; Rose, 2005; Benson & Davidson III, 2009, dalam Rizqia, et al, 2013).

$$\text{Tobin's Q} = \frac{((\text{Stock Closing Price} \times \text{Outstanding stock}) + (\text{Book Value of Total Liability} - \text{Book Value of Total Current Assets}))}{\text{Book Value of Total Asset}}$$

ROA adalah rasio antara net income terhadap nilai buku dari total aset perusahaan (Mehran, 1995).

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$$

ROE adalah rasio antara net income terhadap total saham beredar perusahaan

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}}$$

Penelitian ini menggunakan skala pengukuran rasio. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dengan analisis data sekunder yang diambil dari laporan keuangan. Sumber data dalam penelitian ini adalah data yang diperoleh melalui laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan melalui website BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dan sejumlah data lain diperoleh dari bloomberg

Sampel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah 425 tahun buku dari delapan sektor dari semua sektor yang terdaftar dalam BEI sejak tahun 2010. Sektor yang tidak digunakan dalam penelitian ini adalah sektor keuangan. Data yang diteliti berbasis tahun buku mulai dari tahun 2011-2015.

Penelitian ini menggunakan teknik sampling purposive sampling. Kriteria yang akan ditentukan adalah : perusahaan telah melakukan IPO sekurang-kurangnya pada tahun 2010, perusahaan tidak pernah relisting dan delisting selama tahun 2011-2015.

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Penelitian ini menggunakan software SPSS dan software WarpPLS (Partial Least Square). Evaluasi PLS dilakukan dengan evaluasi outer model dan inner model.

Tabel 3.1 Statistik Deskriptif

	Min	Max	Avg	Median	Std. Deviasi
MO WN	0.00005	0.28312	0.03908	0.00771	0.06122
DP	0.00000	6.90369	0.37117	0.17142	0.84983
DY	0.00000	0.46666	0.02414	0.01263	0.04208
ROA	0.01040	40.9362	6.83064	5.11812	6.36778
ROE	0.00046	61.0420	14.0838	12.5680	10.9583
Q	0.00054	5.41773	0.95044	0.67602	0.91136

Sumber : olahan penulis

Tabel 3.2 Statistik Deskriptif

	Min	Max	Median	Modus
MOWN	-0.639	3.993	-0.516	-0.638
DP	-0.513	9.053	-0.242	-0.513
FP	-1.225	5.397	-0.166	-1.225

Sumber : hasil olahan penulis dengan WarpPLS

**Model Fit**

Data yang telah dikumpulkan meliputi satu variabel independen (kepemilikan manajerial) dengan menggunakan presentase kepemilikan manajerial sebagai indikator, satu variabel mediasi (dividend policy) dengan menggunakan dividend yield dan dividend payout sebagai indikator, serta satu variabel dependen kinerja perusahaan dengan menggunakan Tobin's Q, ROA, dan ROE sebagai indikator kemudian diolah dengan menggunakan program WarpPLS.

Seperti telah disebutkan di beberapa bagian di atas, dalam melakukan analisa dengan menggunakan WarpPLS, terdapat 10 persyaratan yang harus dipenuhi oleh suatu model untuk dikatakan baik dan cocok untuk digunakan meneliti variabel yang bersangkutan. Tes goodness of fit ini adalah pengujian yang dilakukan untuk inner model.

Di bawah ini adalah hasil tes *goodness-of-fit* untuk penelitian ini

Model fit and quality indices

Average path coefficient (APC)=0.230, P<0.001  
 Average R-squared (ARS)=0.097, P=0.011  
 Average adjusted R-squared (AARS)=0.094, P=0.013  
 Average block VIF (AVIF)=1.007, acceptable if <= 5, ideally <= 3.3  
 Average full collinearity VIF (AFVIF)=1.049, acceptable if <= 5, ideally <= 3.3  
 Tenenhaus GoF (GoF)=0.281, small >= 0.1, medium >= 0.25, large >= 0.36  
 Sympon's paradox ratio (SPR)=1.000, acceptable if >= 0.7, ideally = 1  
 R-squared contribution ratio (RSCR)=1.000, acceptable if >= 0.9, ideally = 1  
 Statistical suppression ratio (SSR)=1.000, acceptable if >= 0.7  
 Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)=1.000, acceptable if >= 0.7

Dengan membandingkan antara *rule of thumb* dan hasil dari pengolahan data, dapat dinyatakan bahwa model penelitian ini telah sesuai dan merupakan model yang baik. Tiga kategori utama yang harus diperhatikan dalam memeriksa *goodness-of-fit* adalah ARS, AVIF, dan APC.

Hasil dari pengolahan data untuk penelitian ini menunjukkan bahwa *path model* sudah memenuhi persyarta *goodness of fit*. Untuk kekuatan menjelaskan pengaruh antara *construct*, dengan menggunakan GoF, bisa dilihat bawah hasilnya termasuk dalam kelompok medium dengan hasil sebesar 28.1%.

**Profil Variabel**

Tabel 3.3 Profil Variabel

No	Variabel	Indikator	Bobot Komponen	Rata-Rata
1	Kepemilikan Manajerial	MOWN (X1.1)	1.000	0.03908
2	Dividend Policy	Dividend Yield (Y1.1)	0.576	0.02414
3		Dividend Payout (Y1.2)	0.576	0.37117
4	Firm Performance	Tobin's Q (Y2.1)	0.292	0.95044
5		ROA (Y2.2)	0.449	6.83064
6		ROE (Y2.3)	0.440	14.0838

Sumber : hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Bobot komponen menunjukkan kekuatan suatu indikator dalam mencerminkan *construct*-nya. Nilai absolutnya adalah 1, semakin dekat menuju 1 maka semakin baik. Dengan indikator reflektif, tidak ada bobot komponen yang bernilai negatif seperti dapat terjadi pada formatif, sebab variabel reflektif bersitat mencerminkan, dan bukan 'membentuk' *construct* tersebut.

Dalam menilai apakah suatu indikator tepat digunakan untuk mengukur suatu variabel perlu diperhatikan pula nilai *p-value* yang mana menurut hasil pengolahan data semuanya signifikan (di bawah 5%). Kolom *effect size* menunjukkan seberapa besar bagian dari *construct* yang berhasil dicerminkan oleh indikator tersebut.

**Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh langsung**

Tabel 3.4 Path Coefficients

	MOWN	DP	FP
MOWN			
DP	-0.185		
FP	-0.144	0.360	

Sumber : hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Tabel 3.5 P Values

	MOWN	DP	FP
MOWN			
DP	< 0.001		
FP	0.001	< 0.001	

Sumber : hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Dalam memahami pengaruh dari *endogenous construct* terhadap *exogenous construct* atau *predictive value* ada dua hal yang perlu diperhatikan yaitu *p-value* dan *path coefficient*. Hal pertama yang harus dilihat adalah *p-value* atau tingkat signifikansi. Kedua adalah *path coefficient* yang menunjukkan bentuk pengaruh.

$H_1$  : Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap *firm performance*.

*Path Coefficient* menggambarkan pengaruh variabel pada kolom terhadap variabel terikat pada baris. Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi *firm performance* secara negatif. Setiap peningkatan 1 kepemilikan

manajerial, terjadi penurunan sebesar 0.144 pada kinerja perusahaan

$H_2$ : Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap dividend policy

Pengaruh MOWN terhadap DP dikatakan signifikan dengan  $P$ -value di bawah 5%. Sama seperti pengaruh MOWN terhadap FP, MOWN ternyata juga memberikan pengaruh negatif terhadap DP. Hal ini dapat dilihat dari path koefisien bertanda negatif. Pengertian dari path koefisien tersebut adalah bahwa setiap peningkatan 1 kepemilikan manajerial, akan terjadi penurunan *dividend policy* sebesar 0.185.

$H_3$ : *Dividend policy* berpengaruh terhadap *firm performance*

Pengaruh dari DP terhadap FP dinyatakan signifikan dengan  $p$ -value di bawah 5%. Pengaruh ini bersifat positif, artinya, saat *dividend policy* meningkat, *firm performance* juga ikut meningkat. Dengan *path coefficient* sebesar 0.360, dapat diartikan setiap peningkatan 1 *dividend policy* terjadi peningkatan sebesar 0.360 pada *firm performance*.

**Variabel Mediasi**

Variabel mediasi yang digunakan pada penelitian ini adalah *dividend policy* dengan dua reflektor atau indikator yaitu *dividend payout* dan *dividend yield*. Hasil dari pengolahan data adalah sebagai berikut

Tabel 3.6 *Indirect effects for paths with 2 segments*

	MOWN	DivPol	FirmPer
MOWN			
DivPol			
FirmPer	-0.067		

Sumber : hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Tabel 3.7 *P-values of indirect effects for paths with 2 segments*

	MOWN	DivPol	FirmPer
MOWN			
DivPol			
FirmPer	0.025		

Sumber : hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Dari hasil di atas dapat dilihat bahwa *dividend policy* ternyata dapat digunakan sebagai variabel mediasi yang tepat untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan

manajerial terhadap *firm performance*. Hal ini dapat dilihat dari  $p$ -value yang berada di angka 2.5% yang masih berada di bawah batas signifikansi yaitu 5%. Pengaruh yang diberikan *dividend policy* adalah negatif sebesar 0.067.

**Pengaruh Total**

Pengaruh total terdiri dari jumlah pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung. Hasil dari pengolahan data untuk pengaruh total :

Tabel 4.9 *Total effects*

	MOWN	DivPol	FirmPer
MOWN			
DivPol	-0.185		
FirmPer	-0.210	0.360	

Sumber : hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Tabel 4.10 *P-values for total effects*

	MOWN	DivPol	FirmPer
MOWN			
DivPol	<0.001		
FirmPer	<0.001	<0.001	

Sumber : hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Dapat dilihat dari hasil penelitian, bahwa pengaruh antar variabel laten seluruhnya signifikan. Serupa dengan pengaruh langsung, kepemilikan manajerial mempengaruhi *dividend policy* secara negatif, demikian pula dengan dengan *firm performance*. Kontribusi mutlak dihitung dengan perhitungan sebagai berikut :

Kepemilikan manajerial terhadap *firm performance* =  $(-0.210)^2 \times 100\% = 4.41\%$

Kepemilikan manajerial terhadap *dividend policy* =  $(-0.185)^2 \times 100\% = 3.367\%$

**Temuan dan Interpretasi**

Hasil dari pengolahan data menemukan bahwa seluruh hipotesis diterima yang mana berarti kepemilikan manajerial memang mempengaruhi *dividend policy* dan mempengaruhi *firm performance*.

**KESIMPULAN**

Dari proses pengumpulan dan pengolahan data atas perusahaan terbuka di Indonesia selama tahun 2011-2015, dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial memberikan pengaruh negatif terhadap *firm performance*.



Di samping itu, kepemilikan manajerial juga mempengaruhi *dividend policy* secara negatif. Hal ini pada dasarnya mudah untuk dijelaskan mengingat semakin kecil saham yang dibagikan berarti semakin leluasa manajemen dapat menggunakan dana dalam perusahaan untuk berbagai kepentingan.

Meskipun kepemilikan manajerial mempengaruhi kedua variabel lain secara negatif, namun *dividend policy* ternyata mempengaruhi *firm performance* secara positif. Hal ini dapat dijelaskan dengan mengkaitkannya dengan *free cash flow theory* dan *signaling theory*. *Free cash flow theory* dapat digunakan untuk menjelaskan pengaruh positif dari *dividend policy* terhadap *firm performance* dari sudut pandang *accounting*, sementara *signaling theory* dapat menjadi jembatan untuk menjelaskan pengaruh positif *dividend policy* terhadap *firm performance*.

#### SARAN

Untuk pengelola perusahaan, yaitu pihak manajemen. Dari hasil penelitian ini dapat diketahui bahwa *dividend policy* ternyata mempengaruhi *firm performance* secara positif. Dengan demikian, manajemen perusahaan mungkin dapat mempertimbangkan untuk memberikan lebih banyak perhatian dalam hal mengelola kebijakan dividen dalam perusahaannya.

Untuk penelitian selanjutnya, dikarenakan keterbatasan penelitian ini yang tidak secara spesifik melakukan pembahasan per sektor, namun menggambarkan secara keseluruhan, penelitian berikutnya mungkin dapat mencoba untuk menggambarkan spesifik per sektor, sehingga hasilnya lebih relevan untuk menjadi acuan per sektor.

#### KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini terhadap seluruh perusahaan terbuka yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tanpa membaginya berdasarkan sektor, ukuran perusahaan, dan angka pertumbuhan perusahaan. Sehingga hasil penelitian ini bersifat umum dan menyeluruh dan tidak bisa digunakan untuk membandingkan antara sektor maupun antar perusahaan yang secara ukuran berbeda.

#### DAFTAR REFERENSI

Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994). The Dividend Policies of All-equity Firms:

A Direct Test of the Free Cash Flow Theory. *Managerial and Decision Economics*, Vol 15, 139-148.

Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanism to control agency problems between managers and shareholder. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol 31, No 3, 377-397.

Alam, M. Z., & Hossain, M. E. (2012). Dividend Policy: A Comparative Study of UK and Bangladesh Based Companies. *Journal of Business and Management*, Vol. 1, Issue 1, 57-67.

Brown, J. R., Liang, N., & Weisbenner, S. (2007). Executive Financial Incentives and Payout Policy : Firm Responses to The 2003 Dividend Tax Cut. *The Journal of Finance*, 1935-1965.

Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review* 34, 119-136.

Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol 13, Issue 4, 431-449.

Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.

Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol 18, No. 4, 35-46.

Cui, H., & Mak, Y. (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance* 8, 8, 313-336.

Darwis, H. (2009). Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal*

- Keuangan dan Perbankan, Vol 13, No.3, 418-430.*
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review, 20-47.*
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance 7, 209-233.*
- Dogan, M., & Topal, Y. (2014). The Influence of Dividend Payments on Company Performance: The Case of Istanbul Stock Exchange (BIST). *European Journal of Business and Management Vol.6, No.3, 189-197.*
- Donaldson, L., & David, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management, 49-64.*
- Easterbrook, F. H. (1984). Two-Agency Explanations of Dividends. *The American Economic Review Vol 74, 650-659.*
- Eckbo, B., & Verma, S. (1994). Managerial shareownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance, 33-62.*
- Ekta, S. (2005). Ownership Concentration and Firm Value: A Study from the Indian Corporate Sector. *Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 41, No. 6., 83-108.*
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics, 301-325.*
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting, 1173-1209.*
- Fenn, G. W., & Liang, N. (2001). Corporate payout policy and managerial incentives. *Journal of Financial Economics 60, 45-72.*
- Florackis, C., Kanas, A., & Kostakis, A. (2014). Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A. *European Journal of Operational Research.*
- Hair, Jr., J. F., Hult, G. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2013). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. (K. Koscielak, Penyunt.) California, United States of America: SAGE Publisher.
- Handoko, J. (2002). Pengaruh Agency Cost terhadap Kebijakan Dividene Perusahaan-perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi, 2(3), 180-190.*
- Hofler, R., Elston, J. A., & Lee, J. (2004). Dividend policy and institutional ownership: empirical evidence using a propensity score matching estimator. *Discussion Papers on Entrepreneurship, Growth, and Public Policy.*
- Huda, N., & Abdullah, M. N. (2014). Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from Chittagong Stock Exchange. *World Review of Business Research, Vol.4, No.3, 14-34.*
- Indahningrum, R., & Handayani, R. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Keijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi, 189-207.*
- Isshaq, Z., Bokpin, G. A., & Onumah, J. M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holding, and firm value on Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance Vol 10 No.5, 488-499.*
- Iturriaga, F. J., & Crisostomo, V. L. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms's Value Creation. *Emerging Market Finance & Trade I, Vol. 46, No. 3, 80-94.*

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305 - 360.
- Junaidi. (2006). Pengaruh Kepemilikan Manajerial & Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Persepektif Agency Theory dengan Variabel Kontrol Dividend Payout Ratio, Ukuran Perusahaan, Asset Structure, & Resiko Bisnis. *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi, Vol 3, No. 2*, 214-228.
- Kapopoulos, P., & Lazaretou, S. (2007). Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review Vol 15, issue 2*, 144-158.
- Kaserer, C., & Moldenhauer, B. (2008). Insider ownership and corporate performance: evidence from Germany. *CEFS Working Paper Series*, 1-35.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 189-205.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 3-27.
- Liang, C.-J., Huang, T.-T., & Lin, W.-C. (2011). Does ownership structure affect firm value? Intellectual capital across industries perspective. *Journal of Intellectual Capital Vol 12*, 552-570.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 38 No 1*, 159-184.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earning, and Taxes. *The American Economic Review Vol.46, No.2*, 97-113.
- McConnell, J. J., Servaes, H., & Lins, K. V. (2008). Change in insider ownership and change in the market value of the firm. *Journal of Corporate Finance* 14, 92 - 106.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.
- Miguel, A., Julio, P., & Torre, C. (2004). Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain. *Strategic Management Journal, Vol 25, No.12*, 1199-1207.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of share. *The Journal of Business, Vol 34, No. 4*, 411-433.
- Mudambi, R., & Nicosia, C. (1998). Ownership structure and firm performance - evidence from the UK financial services industry. *Applied Financial Economics*, 175-180.
- Murni, Y. (2015). The influence of managerial ownership, institutional ownership, and voluntary disclosure on financial performance and it's implication on the corporate value. *International Journal of Business and Management Invention Vol 4 Issue 5*, 52-64.
- Naceur, S. B., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Science*, 1-23.
- Nuringsih, K. (2005). Analisa pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, ROA, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol 2 No. 2*.
- Nuringsih, K. (2010). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya terhadap Risiko. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol.. 12, No.1*, 17-28.
- Ortax.org. (2015, January 26). *Ortax*. Diambil kembali dari Ortax Web site:

- <http://www.ortax.org/ortax/?mod=studi&page=show&id=57>
- Oswald, S. L., & Jahera, Jr., J. S. (1991). Research notes and communications the influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal*, 321-326.
- Oyinlola, O. M., & Ajeigbe, K. B. (2014). The Impact of Dividend Policy on Stock Prices of Quoted Firms in Nigeria. *International Journal of Economics, Commerce and Management*.
- Perfect, S. B., & Wiles, K. W. (1994). Alternative construction of Tobin's Q: An Empirical Comparison. *Journal of Empirical Finance* 1, 313-341.
- Perrini, F., Rossi, G., & Rovetta, B. (2008). Does ownership structure affect performance? Evidence from Italian Market. *Corporate Governance: An International Review*, 312-325.
- Putri, I. F., & Nasir, M. (2012). Analisis persamaan simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam perspektif teori keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Rizqia, D. A., Aisjah, S., & Sumiati. (2013). Effect of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, and investment opportunity on dividend policy and firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 120-130.
- Rose, C. (2005). Managerial Ownership and Firm Performance in Listed Danish Firms: In Search of the Missing Link. *European Management Journal Vol. 23, No. 5, 542 - 553*.
- Rustendi, T., & Jimmi, F. (2008). Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi FE Unsil, Vol. 3, No. 1, 411-422*.
- Short, H., & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance* 5, 79-101.
- Solimun. (2017, April 28). Modul Pelatihan WarpPLS. Surabaya, Jawa Timur.
- Stevens, J. L., & Jose, M. L. (1992). The effects of dividend payout, stability, and smoothing on firm value. *Journal of Accounting, Auditing, & Finance*, 195-212.
- Stouraitis, A., & Wu, L. (2004). The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms. 1-35.
- Sulong, Z., & Mat Nor, F. (2008). Dividends, ownership structure, and board governance on firm value: Empirical evidence from Malaysian listed firms. *Malaysian Accounting Review Vol 7, No 2, 55-94*.
- Thomsen, S. (2005). Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU. *European Business Organization Law Review* 6, 201-225.
- Wahidahwati. (2000). Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Ekuitas*, 105-126.
- www.idx.co.id*. (2017, Maret). Diambil kembali dari *www.idx.co.id*