

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN

FELICIA WUISAN¹
FRANSISKUS RANDA
LUKMAN
UNIVERSITAS ATMA JAYA, MAKASSAR

ABSTRACT

This research aims to examine the effect of ownership structure on dividend policy. In this research ownership structure consists of managerial ownership, government ownership, foreign ownership and family ownership. The population used is a non-financial company that listed in Indonesian Stock Exchange (BEI) research period 2012-2016. The number of samples used in this research is 242 data of the company year. Sampling technique used is purposive sampling. Data analysis used was multiple regression analysis method. The empirical result of this research indicate that managerial ownership has a positive but not significant effect on dividend policy; government ownership has a negative and significant effect on dividend policy; foreign ownership has a positive and significant effect on dividend policy; and family ownership has a negative and significant effect on dividend policy.

Keywords: Dividend Policy, Ownership Structure, Managerial Ownership, Government Ownership, Foreign Ownership, and Family Ownership

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen. Pada penelitian ini struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan kepemilikan keluarga. Populasi yang digunakan adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode penelitian 2012-2016. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 242 data tahun perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Analisis data ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen; kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; dan kepemilikan keluarga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kata-kata Kunci: Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, dan Kepemilikan Keluarga

¹ fl_win88@gmail.com

1. PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang menjadi bagian paling penting dalam setiap perusahaan. Kebijakan dividen berisi mengenai sebuah keputusan apakah laba yang dihasilkan perusahaan pada suatu akhir periode akuntansi akan didistribusikan kepada para pemegang saham atau apakah laba tersebut akan kembali tersimpan di dalam perusahaan dalam bentuk saldo laba yang kemudian akan digunakan oleh perusahaan sebagai salah satu sumber pendanaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen yang dibuat oleh perusahaan tidak hanya memiliki sebuah arti yang penting bagi perusahaan itu sendiri, tetapi juga mempunyai arti yang penting bagi para pemegang saham perusahaan tersebut. Bagi para pemegang saham, dividen merupakan sebuah kompensasi yang diperoleh dari kontribusi penyediaan dana yang telah diberikan kepada perusahaan selain *capital gain* yang diperoleh apabila harga jual saham lebih tinggi dari harga pada saat pembelian saham.

Pada umumnya, para pemegang saham lebih mengharapkan pembagian dividen yang relatif stabil dari waktu ke waktu atau cenderung mengalami kenaikan. Hal ini dikarenakan pembagian dividen yang relatif stabil dapat meningkatkan kepercayaan dari para pemegang saham terhadap perusahaan, sehingga akan dapat mengurangi unsur-unsur ketidakpastian dalam investasi. Pembagian dividen dalam bentuk tunai (*cash dividend*) lebih diharapkan diperoleh para pemegang saham daripada pembagian dividen dalam jenis lain seperti dividen saham, dividen properti, dan dividen likuidasi karena dapat mengurangi ketidakpastian pemegang saham dalam aktivitas investasinya ke dalam suatu perusahaan. Pemilihan jenis pembagian dividen kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, dividen properti, dividen likuidasi, dan dividen saham bergantung pada kebijakan dividen yang dibuat oleh perusahaan.

Fenomena yang terjadi yaitu PT MNC Land Tbk. pada tahun 2017 tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham. Selain itu PT Semen Indonesia Tbk. telah memutuskan untuk membagikan dividen pada tahun ini sebesar Rp 1,81 Triliun atau setara dengan 40% dari laba bersih perusahaan dimana hal ini menunjukkan rasio pembayaran dividen yang sama pada tahun 2016 dan PT Freeport Indonesia yang pada akhirnya melakukan pembagian dividen sebesar Rp 319,2 Miliar setelah tidak menyetorkan dividen selama periode 2012 sampai dengan 2016. (cnn.indonesia.com dan market.bisnis.com).

Pada dasarnya keputusan mengenai sebuah kebijakan dividen telah ditetapkan dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Terdapat salah satu hal yang menjadi pertimbangan bagi ketiga perusahaan tersebut di mana PT MNC Land yang merupakan perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebesar 50,2%, kemudian PT Semen Indonesia Tbk. dengan kepemilikan saham pemerintah sebesar 51,01% dan PT Freeport Indonesia yang merupakan perusahaan dengan kepemilikan asing sebesar 90,64% berdasarkan fenomena di atas yaitu dilandasi pada perspektif karakteristik masing-masing pemegang saham perusahaan dalam melakukan pengelolaan atas laba yang telah dihasilkan.

Perbedaan bentuk karakteristik kelompok pemegang saham yang berbeda satu dengan yang lain di mana terjadi dalam struktur kepemilikan yang terbagi atas kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga menimbulkan adanya ketidakselarasan kepentingan di antara para pemegang saham, hal ini sejalan dengan Dhardwakar dkk., (2000) dalam teori keagenan yang telah dikemukakannya. Perbedaan perspektif karakteristik tiap para pemegang saham dilandasi pada *Clientelle Effect Theory*.

Clientelle Effect Theory merupakan suatu teori yang dikemukakan oleh *Black and Scholes* (1974) di mana teori ini menjelaskan bahwa terdapat kelompok pemegang saham yang memiliki preferensi yang berbeda satu dengan kelompok pemegang saham yang lain yang pada akhirnya menimbulkan kecenderungan bagi tiap pemegang saham memilih untuk melakukan investasi pada perusahaan yang sesuai dengan preferensi mereka. Teori ini

menjelaskan bahwa terdapat sekelompok pemegang saham yang ingin memperoleh pembayaran dividen dalam jumlah yang besar dan ada juga sekelompok pemegang saham yang memilih untuk memperoleh pembayaran dividen dalam jumlah yang sedikit atau bahkan memilih untuk hanya memperoleh *capital gain*.

Pengaruh dari "*clientelle*" diakui memiliki hal yang sejalan oleh Miller dan Modigliani (1961), di mana MM menunjukkan bahwa jika perusahaan tidak membiarkan suatu kebijakan dividen mempengaruhi keputusan investasinya dan jika pasar dalam kondisi yang sempurna maka seharusnya kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan berdasarkan *Dividend Irrelevance Theory*. Namun pendekatan yang mereka lakukan pada akhirnya menunjukkan bahwa dengan adanya kondisi pasar yang tidak sempurna dimana terdapat adanya perbedaan *capital gain* maka akan mempengaruhi harga saham dari perusahaan, sehingga perusahaan yang membayar dividen dalam jumlah yang sedikit akan cenderung lebih diminati oleh para pemegang saham dan kemudian bahwa sebuah perusahaan akan dapat menaikkan harga sahamnya dengan mengurangi pembayaran dividen.

Kelompok pemegang saham yang memiliki preferensi untuk memperoleh pembayaran dividen dalam jumlah yang besar di dasarkan pada preferensi *Bird in the Hand Theory* yang dikemukakan oleh Gordon dan Litner (1962), di mana hal ini terjadi karena adanya pengaruh ketidakpastian yang dijelaskan oleh *Black and Scholes* (1974) bahwa ketika dilakukannya penurunan pembayaran dividen akan mengandung sebuah efek informasi bahwa perusahaan akan melakukan investasi dan hal ini akan dianggap oleh pemegang saham akan dapat meningkatkan resiko dari investasi mereka.

Kebijakan dividen dapat menjadi sebuah sarana untuk menyelaraskan hubungan di antara para pemegang saham, namun Dhardwakar dkk., (2000) mengemukakan bahwa suatu hubungan ketidakselarasan akan timbul sebagai akibat dari preferensi setiap kelompok pemegang saham yang berbeda, di mana hal ini sejalan dengan *Clientelle Effect Theory*. Pada dasarnya preferensi kelompok para pemegang saham terbagi atas keinginan untuk memperoleh pembagian dividen dalam jumlah yang besar atau hanya menginginkan untuk memperoleh *capital gain*.

Suatu perusahaan dapat mendistribusikan aliran kas bebas yang berada di dalam perusahaan kepada para pemegang saham melalui pembayaran dividen, hal ini dapat mengurangi aliran kas bebas yang dapat digunakan oleh pihak manajemen dan mendorong terjadinya pemantauan oleh pasar pasar (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Selain itu untuk dapat mengurangi masalah keagenan yang timbul maka salah satu cara yang dapat dilakukan yaitu mendekatkan kepentingan manajemen (*agent*) dan kepentingan para pemegang saham (*principal*) dengan meningkatkan keterlibatan pihak manajer pada perusahaan yang bersangkutan dalam bentuk kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) (Jensen dan Meckling, 1976).

Terdapat cara lain yang dapat dilakukan yaitu dengan meningkatkan *control* terhadap kinerja manajemen yaitu melalui peningkatan kepemilikan selain dari kepemilikan manajerial yaitu kepemilikan asing (*foreign ownership*). Carney dan Child (2013) menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah dan kepemilikan asing merupakan bentuk struktur kepemilikan yang dominan di Indonesia. Kepemilikan asing harus menjaga reputasi mereka di negara tempat perusahaan mereka didirikan sehingga mereka harus memenuhi peraturan mengenai praktik tata kelola perusahaan yang baik (Setiawan dkk.,2016). Dengan adanya tata kelola perusahaan yang baik maka keselarasan diantara para pemegang saham yang didominasi oleh kepemilikan asing dan para pemegang selain pihak asing dapat terwujud. Salah satu cara yang dilakukan oleh perusahaan dengan kepemilikan asing untuk menjaga reputasinya yaitu dengan melakukan pembayaran dividen sehingga dapat mengurangi aliran kas bebas yang tersedia oleh perusahaan sehingga dapat mengurangi unsur-unsur ketidakpastian dalam investasi yang telah dilakukan.

Kepemilikan pemerintah (*government ownership*) merupakan pihak yang dapat memantau manajemen perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1986; dan Allen dan Michaely, 2001). La Porta dkk., (2000) menunjukkan bahwa pengaturan kelembagaan dapat mempengaruhi keputusan mengenai kebijakan dividen. Perusahaan dengan kepemilikan

pemerintah mempunyai tugas utama yaitu untuk membantu pemerintah dalam meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Untuk dapat meningkatkan kesejahteraan masyarakat maka perusahaan dengan kepemilikan ini akan mempengaruhi kebijakan dividen yang akan dihasilkan oleh perusahaan.

Struktur kepemilikan yang paling umum yaitu kepemilikan keluarga, (*family ownership*) kecuali di Inggris dan Amerika Serikat (La Porta dkk., 1998, 2000). Perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga mengendalikan lebih dari separuh perusahaan di Asia Timur (Claessens dkk., 2000). Meskipun jumlah ini menurun menjadi 46,1 persen di tahun 2008 karena perubahan politik yang signifikan di negara-negara Asia Timur (Carney dan Child, 2013), kepemilikan keluarga masih mengendalikan sebagian besar perusahaan di Asia. Proporsi perusahaan dengan kepemilikan keluarga (*family ownership*) di Indonesia yang merupakan negara pasar berkembang dan negara berpenduduk keempat terbesar di dunia juga mengalami penurunan dari 68,6 persen menjadi 57,3 persen (Carney and Child, 2013). Namun mereka masih memperhitungkan bahwa lebih setengah perusahaan di Indonesia yang memiliki struktur kepemilikan keluarga masih memainkan peranan penting di Indonesia.

Shleifer dan Vishny (1997) mengemukakan bahwa ketika pemegang saham di dominasi oleh kepemilikan saham dari pihak keluarga (*family ownership*), maka mereka akan mempunyai suatu karakteristik yang unik yaitu untuk selalu berusaha meningkatkan nilai perusahaan hal ini dikarenakan kekayaan keluarga mempunyai hubungan yang erat pada nilai perusahaan sehingga perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga memiliki kecenderungan membagikan dividen dalam jumlah yang rendah dikarenakan seringkali terjadi tindakan ekspropriasi terhadap pemegang saham yang memiliki persentase saham dalam jumlah yang rendah.

Beberapa penelitian telah melakukan pengujian terhadap pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen. Dari penelitian-penelitian tersebut terdapat beberapa *research gap*. Artini dan Puspaningsih (2011) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, Jayanti dan Puspitasari (2017); Ibrahim (2016); Yudiana dan Yadnyana (2016); Devi dan Erawati (2014); Rizqia dkk., (2013); Dewi (2008) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Lin dkk., (2017); Setiawan dkk. (2016); Wang dkk., (2011); Kuwari (2009) mengemukakan bahwa kepemilikan pemerintah (*government ownership*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, Najjar dan Kilincarslan (2016); Warrad dkk., (2012); dan Guizani (2009); mengemukakan bahwa kepemilikan pemerintah (*government ownership*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Setiawan dkk., (2016); Warrad dkk., (2012); Chai (2010) mengemukakan bahwa kepemilikan asing (*foreign ownership*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, Jayanti dan Puspitasari (2017); Ibrahim (2016); Najjar dan Kilincarslan (2016); dan Lucyanda dan Lilyana (2012) mengemukakan bahwa kepemilikan asing (*foreign ownership*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Menurut Pidando (2012); Yoshikawa dan Rasheed (2010); Schmid dkk., (2010); Sugiarto (2008) menyatakan bahwa kepemilikan keluarga (*family ownership*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, Setia Atmaja (2017); Setiawan dkk., (2016); San Martin Reyna, J.M. (2015); dan Warrad dkk., (2012) menyatakan bahwa kepemilikan keluarga (*family ownership*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Setiawan dkk., (2016) di Indonesia mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen perusahaan pada periode 2006-2012. Perbedaan di antara penelitian terdahulu dan penelitian ini terletak pada periode penelitian yang akan dilakukan oleh peneliti yaitu periode 2012-2016 serta pada penelitian ini terdapat penambahan variabel independen yaitu kepemilikan manajerial yang merupakan bagian dari struktur kepemilikan dengan mempertimbangkan bahwa dari sisi pengelolaan atas laba maka kepemilikan manajerial yang biasanya hanya mempunyai persentase kepemilikan dengan jumlah yang *relative* kecil

akan sangat mempertimbangkan kebijakan dividen perusahaan dan adanya pembahasan yang lebih mendalam mengenai keunikan dari konflik keagenan yang terjadi di negara ekonomi berkembang yaitu salah satunya di Indonesia dalam kaitannya dengan teori dari kebijakan dividen yaitu *Clientelle Effect Theory* yang masih menjadi suatu hal yang menarik untuk dipertimbangkan dari perspektif struktur kepemilikan.

Penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen perusahaan merupakan suatu hal yang penting untuk dilakukan, hal ini dikarenakan masih terdapat adanya *research gap* yang dihasilkan pada penelitian-penelitian terdahulu. Selain itu, di dalam penelitian ini kebijakan dividen menjadi suatu hal yang penting untuk dianalisis di Indonesia sebagai negara ekonomi berkembang yang memiliki suatu keunikan pada masalah keagenan yaitu permasalahan diantara para pemegang saham yang memiliki jumlah saham yang mendominasi pada suatu perusahaan dan pemegang saham yang memiliki jumlah persentase saham yang lebih kecil dari pada pihak yang mendominasi. Permasalahan tersebut terletak pada pengelolaan atas laba yang berhubungan dengan kebijakan dividen perusahaan yang pada akhirnya sangat dipengaruhi oleh karakteristik masing-masing struktur kepemilikan perusahaan. Bagi para pemegang saham, dengan ada pembagian dividen maka unsur-unsur ketidakpastian pada investasi yang dilakukan dalam perusahaan dapat diminimalkan.

2. LANDASAN TEORI

Clientelle Effect Theory

Teori ini dikemukakan oleh Black dan Scholes (1974) dimana ia mengemukakan bahwa terdapat banyak kelompok pemegang saham dengan berbagai kepentingan di mana satu pihak terdapat pemegang saham yang lebih menyukai untuk memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk dividen sedangkan di pihak lain terdapat kelompok pemegang saham yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka untuk memperoleh *capital gain*.

Dividend Irrelevance Theory

Dividend Irrelevance Theory merupakan suatu teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak memiliki pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modal (*cost of capital*). Teori ini menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan pada laba bersih sebelum pajak (EBIT), bukan didasarkan pada bagaimana laba tersebut didistribusikan menjadi dividen atau saldo laba. Sehingga menurut Miller dan Modigliani dividen adalah tidak relevan.

Miller dan Modigliani (1961) memberikan argumentasi yang lengkap mengenai ketidakrelevanan dividen. Mereka mengemukakan bahwa rasio pembayaran dividen hanya merupakan bagian yang kecil dari keputusan investasi perusahaan. Pembayaran dividen tidak akan mempengaruhi kekayaan para pemegang saham. Secara lebih mendalam mereka mengemukakan bahwa nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh kekuatan dari aset perusahaan dalam menghasilkan laba, atau kebijakan investasinya serta perlakuan alokasi laba menjadi dividen dan saldo laba tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan ditentukan berdasarkan laba yang dihasilkan oleh asset perusahaan, bukan didasarkan pada bagaimana laba tersebut dibagi menjadi dividen dan saldo laba.

Bird in the Hand Theory

Teori ini dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1962) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan antara nilai perusahaan dengan kebijakan dividen, dimana biaya modal sendiri perusahaan akan mengalami kenaikan jika pembagian dividen berjumlah rendah. Hal ini disebabkan para pemegang saham lebih menyukai pembagian dividen daripada memperoleh *capital gain*, dimana pembagian dividen dianggap lebih pasti dan lebih aman. Di dalam teori ini menjelaskan bahwa para pemegang saham menginginkan untuk memperoleh pembagian dividen dalam jumlah yang besar dari laba yang diperoleh perusahaan dalam suatu periode akuntansi di mana hal ini sesuai dengan tujuan dari para pemegang saham

yaitu menanamkan sahamnya untuk memperoleh dividen, para pemegang saham tidak ingin melakukan investasi pada sebuah perusahaan jika penerimaan dividen dalam jangka waktu yang lama.

Teori Keagenan

Setiawan dkk., (2016) mengemukakan bahwa konflik keagenan dapat dibagi menjadi dua jenis, yaitu:

1. Konflik diantara manajer dan para pemegang saham (Tipe I)
2. Konflik diantara para pemegang saham mayoritas dan para pemegang saham minoritas (Tipe II)

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan konflik agensi tipe I terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan yang tersebar luas. Konflik ini terjadi dikarenakan adanya asimetri informasi diantara manajer dan pemegang saham. Ketika manajer melakukan tindakan oportunistik maka para pemegang saham yang tersebar dengan kepemilikan saham yang berjumlah sedikit tidak dapat melakukan pemantauan hal ini dikarenakan mahalnnya biaya yang harus dikeluarkan. Para pemegang saham perusahaan tersebut mungkin akan sangat bergantung pada pembayaran insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal ini akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan.

Dharwadkar dkk., (2000) mengemukakan bahwa konflik agensi tipe II banyak ditemukan pada perusahaan yang berada pada negara dengan ekonomi berkembang. Ketika para pemegang saham dikategorikan sebagai pengendali (*controlling*) maka mereka memiliki kesempatan untuk membuat keputusan yang akan menguntungkan mereka (Shleifer dan Vishny,1997). Kesempatan inilah yang akan menyebabkan sebuah masalah keagenan diantara para pemegang saham *controlling* dan para pemegang saham *non controlling*.

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan, pemilik atau pemegang saham adalah pihak yang menanamkan atau menyetorkan modal kedalam perusahaan sedangkan manajer adalah pihak yang ditunjuk oleh pemilik dan diberikan kewenangan untuk mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan. Struktur Kepemilikan yang akan diteliti pada penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga.

Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan dimana para pemegang saham berasal dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Menurut Sujono dan Soebiantoro (2007) kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Kepemilikan manajerial dapat dilihat dari kepemilikan saham yang berasal dari direksi, komisaris, sekretaris perusahaan atau bahkan karyawan perusahaan tersebut.

Kepemilikan Pemerintah (*Government Ownership*)

Menurut Farooque dkk., (2007) Kepemilikan Pemerintah adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak pemerintah dari seluruh modal saham yang dikelola. Perusahaan dengan kepemilikan pemerintah berhak menetapkan direktur perusahaan. Selain itu pemerintah berhak mengendalikan kebijakan yang diambil oleh manajemen agar sesuai dengan kepentingan pemerintah. Berdasarkan UU No. 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara (BUMN), adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan.

Kepemilikan Asing (*Foreign Ownership*)

Menurut UU No.25 Tahun 2007 pada pasal 1 angka 6 Kepemilikan asing adalah perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah Republik Indonesia. Menurut Farooque dkk., (2007) kepemilikan asing merupakan proporsi saham yang beredar yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, pemerintah serta bagian-bagiannya yang berstatus luar negeri terhadap jumlah seluruh modal saham yang beredar.

Kepemilikan Keluarga (*Family Ownership*)

Perusahaan dengan kepemilikan keluarga adalah perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh anggota keluarga pendirinya. Keterlibatan keluarga pada kepemilikan biasanya diukur berdasarkan persentase kepemilikan pada saham. Bertnard dan Schoar (2006) mengemukakan bahwa perusahaan keluarga ditandai dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi, kontrol dan adanya satu atau beberapa anggota keluarga menduduki posisi eksekutif.

Kebijakan Dividen

Menurut Dewi (2008) Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk saldo laba guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Litner (1956) menyatakan bahwa perusahaan meningkatkan pembayaran dividen apabila telah yakin bahwa manajemen mampu menghasilkan keuntungan yang meningkat secara permanen dimasa yang akan datang. Keputusan mengenai kebijakan dividen mempunyai arti yang penting, hal ini dikarenakan pembayaran dividen dalam jumlah yang besar akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi yang pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham.

Menurut Sutrisno (2003) terdapat beberapa bentuk dari kebijakan dividen yaitu:

1. Kebijakan Dividen Stabil
Kebijakan dividen stabil menunjukkan bahwa dividen yang akan diberikan kepada para pemegang saham secara tetap per lembarnya dalam jangka waktu tertentu walaupun laba yang dihasilkan oleh perusahaan berfluktuasi dari waktu ke waktu.
2. Kebijakan Dividen yang Meningkatkan
Dengan kebijakan dividen yang meningkat perusahaan akan membayarkan dividen kepada para pemegang saham atau investor dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.
3. Kebijakan Dividen dengan Rasio yang Konstan
Kebijakan dividen dengan rasio yang konstan memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang dihasilkan perusahaan.
4. Kebijakan Pemberian Dividen Regular yang Rendah Ditambah Ekstra
Kebijakan pemberian dividen yang dilakukan dengan cara ini dilakukan yaitu dengan cara perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar saham yang dibagikan dalam jumlah yang kecil kemudian jumlah dividen akan ditambahkan apabila laba yang dihasilkan perusahaan mencapai jumlah tertentu.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORETIS

Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme dari tata kelola perusahaan yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan yang disebabkan oleh pemisahan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajemen perusahaan (*agent*), dimana struktur kepemilikan pada akhirnya akan mempengaruhi kebijakan-kebijakan yang diambil oleh perusahaan salah satunya yaitu kebijakan dividen. Struktur kepemilikan terbagi atas kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan kepemilikan keluarga.

Kerangka pemikiran ini dibangun berdasarkan adanya preferensi yang berbeda dari setiap karakteristik bentuk struktur kepemilikan diantara para pemegang saham yang di

dominasi oleh jenis kepemilikan tertentu dan pemegang saham yang mempunyai jumlah saham yang lebih kecil daripada jenis kepemilikan yang mendominasi pada perusahaan tempat mereka berinvestasi didasarkan pada perspektif *Clientelle Effect Theory* di dukung oleh teori keagenan yang telah dikemukakan oleh Dhardwakar dkk., (2000). Ketika pihak manajemen mempunyai kepemilikan saham di dalam perusahaan maka pihak manajemen akan ikut berpartisipasi mempertimbangkan setiap kebijakan-kebijakan yang akan dihasilkan pada RUPS. Salah satu kebijakan yang akan dihasilkan dalam RUPS yaitu kebijakan dividen. Pada umumnya kepemilikan manajerial di dalam suatu perusahaan berjumlah relative kecil sehingga pihak manajemen akan lebih memilih untuk memperoleh capital gain dari pada pembagian dividen.

Perusahaan yang dikendalikan oleh pemerintah diharuskan untuk melaksanakan tata kelola perusahaan yang baik, dimana dengan adanya tata kelola perusahaan yang baik maka diharapkan masalah ketidakselarasan di antara para pemegang saham dapat menjadi lebih terminimalisir. Perusahaan yang dikendalikan oleh pemerintah pada dasarnya bertugas untuk meningkatkan kemakmuran rakyat dan mendukung tujuan pemerintah dalam melakukan pembangunan. Namun, di dalam perusahaan dengan struktur kepemilikan pemerintah seringkali masih terjadi ketidakselarasan di antara para pemegang saham sebagai bentuk dari karakteristik perusahaan dengan kepemilikan pemerintah, di mana hal ini berdampak terhadap kebijakan dividen yang ditentukan oleh perusahaan.

Struktur perusahaan dengan kepemilikan asing harus menjaga reputasi mereka di negara tempat perusahaan mereka didirikan hal ini didasarkan oleh preferensi dari pemegang saham yang mempunyai jumlah saham yang kecil di mana mereka menginginkan untuk mengurangi unsur-unsur ketidakpastian dalam investasi yang dilakukannya. Oleh karena itu mereka akan memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen yang tinggi kepada para pemegang saham. Pembagian dividen kepada para pemegang saham dilakukan sebagai salah satu cara untuk menyelaraskan kepentingan diantara para pemegang saham.

Ketika perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham yang memiliki jumlah saham yang mendominasi di dalam suatu perusahaan maka pihak keluarga akan mempunyai suatu karakteristik yaitu untuk cenderung tidak membagikan dividen dalam jumlah yang besar dan memiliki kecenderungan untuk berfokus pada capital gain.

Dalam penelitian ini terdapat 4 variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen. Variabel-variabel tersebut adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga. Berdasarkan dari penjelasan di atas, maka kerangka pemikiran teoretis yang menggambarkan hubungan antar variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Gambar 1 Kerangka Pemikiran Teoretis

Berdasarkan pemikiran teoritis di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H1 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen
- H2 : Kepemilikan Pemerintah berpengaruh terhadap kebijakan dividen
- H3 : Kepemilikan Asing berpengaruh terhadap kebijakan dividen
- H4 : Kepemilikan Keluarga berpengaruh terhadap kebijakan dividen

3. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi merupakan keseluruhan subjek penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2016. Sampel dilakukan dengan menggunakan purposive sampling yang merupakan penentuan sampel atas dasar memenuhi kriteria tertentu. Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012-2016.

2. Perusahaan yang tidak menggunakan mata uang Rupiah dalam penyajian laporan keuangannya.

Perusahaan yang secara tidak konsisten membagikan dividen tunai kepada pemegang saham selama tahun 2012-2016.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa pengumpulan data laporan keuangan perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2012-2016 yang dikumpulkan melalui website resmi di BEI. Dalam penelitian ini, sumber data berasal dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)

Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam suatu perusahaan (Wahidawati, 2002). Kepemilikan manajerial diberi simbol (MO), dapat diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajerial dibagi dengan jumlah saham yang beredar (Nuringsih, 2005). Pengukuran MO pernah dilakukan oleh Jayanti dan Puspitasari (2017), yaitu:

$$MO = \frac{\text{Jumlah saham manajerial}}{\text{Saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Pemerintah (*Government Ownership*)

Kepemilikan Pemerintah adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak pemerintah dari seluruh modal saham yang dikelola (Farooque dkk., 2007). Kepemilikan manajerial diberi simbol (GO), dapat diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh pihak pemerintah dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Pengukuran GO pernah dilakukan oleh Warrad (2012) dan Ratnaningsih (2017), yaitu:

$$GO = \frac{\text{Jumlah saham pemerintah}}{\text{Saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Asing (*Foreign Ownership*)

Kepemilikan asing merupakan proporsi saham yang beredar yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, pemerintah serta bagian-bagiannya yang berstatus luar negeri terhadap jumlah seluruh modal saham yang beredar (Farooque dkk., 2007). Kepemilikan asing diberi simbol (FOR), dapat diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh pihak asing dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Pengukuran FOR pernah dilakukan oleh Jayanti dan Puspitasari (2017), yaitu:

$$FOR = \frac{\text{Jumlah saham asing}}{\text{Saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Keluarga (*Family Ownership*)

Kepemilikan keluarga adalah jumlah kepemilikan saham oleh keluarga dari seluruh modal saham yang beredar. Kepemilikan manajerial diberi simbol (FO) dapat diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh pihak pemerintah dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Pengukuran FO pernah dilakukan oleh Setianto dan Sari (2017), yaitu :

$$FO = \frac{\text{Jumlah saham keluarga}}{\text{Saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk saldo laba guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Dewi, 2008). Kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* yang merupakan nilai dari besarnya dividen yang dibayarkan dibagi laba bersih. *Dividend payout ratio* adalah perbandingan

antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapatkan dan biasanya disajikan dalam bentuk persentase. Pengukuran *dividend payout ratio* pernah dilakukan oleh Setiawan dkk., (2016), Ullah dkk., (2012), Chai (2010), yaitu:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

Metode Analisis Data

Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah suatu variabel normal atau tidak. Normal berarti mempunyai distribusi data yang normal. Normal atau tidaknya suatu variabel diukur berdasarkan distribusi normal dari data dengan *mean* dan standar deviasi yang sama. Uji statistik yang dapat digunakan untuk menguji normalitas data, yaitu uji *Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0.05. Data dikatakan normal apabila hasil dari uji *Kolmogorov-Smirnov* memiliki tingkat probabilitas signifikansi lebih besar dari 0.05 atau 5% (Ghozali, 2011:160).

Tabel 1 Hasil Uji Normalitas

Variabel	Asym. Sig	Keterangan
Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Dividen	0,054	Terdistribusi Normal

Sumber: Data Olahan (2018)

Berdasarkan hasil uji normalitas dengan *one sample Kolmogorov smirnov test*, nilai Asymp. Sig sebesar 0,054 seperti pada tabel 1. Nilai tersebut lebih besar dari 0.05 yang berarti bahwa data telah terdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi yang kuat antar variabel independen. Suatu model penelitian dikatakan baik apabila memiliki multikolinearitas yang rendah. Multikolinearitas yang tinggi menunjukkan bahwa model tersebut memiliki efek parsial dari satu variabel dependen terhadap variabel dependen lainnya. Pengujian multikolinearitas dapat didasarkan pada besarnya nilai *tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Faktor*). Jika nilai *tolerance* > 0.10 dan VIF < 10, maka dapat diartikan bahwa tidak terdapat multikolinearitas pada penelitian tersebut. Dan sebaliknya jika *tolerance* < 0.10 dan VIF > 10, maka terjadi gangguan multikolinearitas pada penelitian tersebut (Ghozali, 2012:106).

**Tabel 2
 Hasil Uji Multikolinearitas**

Variabel Independen (X)	Collinearity Statistics		Keterangan
	Tolerance	VIF	

Kepemilikan Manajerial	0,898	1,114	Tidak Terjadi Multikolinearitas
Kepemilikan Pemerintah	0,762	1,311	Tidak Terjadi Multikolinearitas
Kepemilikan Asing	0,692	1,444	Tidak Terjadi Multikolinearitas
Kepemilikan Keluarga	0,621	1,612	Tidak Terjadi Multikolinearitas

Sumber : Data Olahan (2018)

Pada Tabel 2 yaitu hasil uji multikolinearitas dari ketiga variabel penelitian dapat dilihat bahwa nilai VIF < 10 dan nilai *tolerance* > 0.10 sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel independen yakni kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen perusahaan

Uji Autokorelasi

Menurut Ghozali (2012:110) uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (periode sebelumnya). Masalah autokorelasi disebabkan oleh residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari observasi ke observasi lainnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin Watson (DW-test).

Menurut Santoso (2012:243) menyatakan bahwa panduan mengenai angka DW secara umum dapat mengambil patokan sebagai berikut:

- Angka DW di bawah -2 maka terdapat autokorelasi positif
- Angka DW di antara -2 sampai +2 berarti tidak terdapat autokorelasi
- Angka DW di atas +2 maka terdapat autokorelasi negative

Table 3
Hasil Uji Autokorelasi

Durbin-Watson	Keterangan
0,634	Tidak Terjadi Autokorelasi

Sumber : Data Olahan (2018)

Berdasarkan Tabel 3 di atas terlihat bahwa uji Durbin-Watson menghasilkan nilai 0,634, dimana nilai ini berada diantara -2 dan +2 jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik apabila tidak terjadi heteroskedastisitas. Apabila nilai signifikan lebih besar 0,05 maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Table 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Struktur Model	Sig.	Keterangan
Kepemilikan Manajerial	0,61	Tidak Terjadi heteroskedastisitas
Kepemilikan Pemerintah	0,053	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Kepemilikan Asing	0,595	Tidak Terjadi heteroskedastisitas
Kepemilikan Keluarga	0,078	Tidak Terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Data Olahan (2018)

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas, dapat dilihat bahwa setiap variabel independen tidak ada yang memiliki nilai sig yang kurang dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala heteroskedastisitas.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai populasi yang dituangkan dalam bentuk laporan keuangan dan laporan tahunan periode 2012-2016. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel untuk masing-masing tahun adalah 56 perusahaan dari total 355 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga total unit analisis data adalah 280 sampel.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengetahui sampai berapa besar persentase variabel bebas pada model dapat menerangkan variabel terikat (Ghozali, 2011: 97).

Table 5
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

R	R Square	Adjusted R Square
0,325	0,105	0,090

Sumber: Data Olahan (2018)

Nilai koefisien determinasi pada persamaan regresi diketahui sebesar 0,090. Nilai tersebut menunjukkan bahwa variasi variabel dependen (Y) dalam hal ini kebijakan dividen yang dapat dijelaskan oleh variasi variabel-variabel independen kepemilikan manajerial (X_1), kepemilikan pemerintah (X_2), kepemilikan asing (X_3), kepemilikan keluarga (X_4) hanya sebesar 9% dan selebihnya sebesar 91% dijelaskan oleh variabel lain di luar model yang tidak dimasukkan dalam analisis ini.

Hasil Uji Statistik F (F-test)

Uji statistik F bertujuan untuk mengetahui besarnya pengaruh semua variabel independen yang terdapat di dalam model secara bersama-sama (simultan) berpengaruh terhadap variabel dependen. Pada penelitian ini, uji F dilakukan hanya untuk menguji kesesuaian model, dan tidak ditujukan untuk menguji hipotesis.

Tabel 6
Hasil Uji Statistik F

Variabel Independen	Variabel Dependen	F	Sig.
Kepemilikan Manajerial Kepemilikan Pemerintah Kepemilikan Asing Kepemilikan Keluarga	Kebijakan Dividen	6,977	0.000

Sumber: Data Olahan (2018)

Pada Tabel 6 diatas, diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,000. Karena nilai probabilitas lebih kecil daripada nilai alpha 0,05, maka model regresi menunjukkan kepemilikan manajerial (X_1), kepemilikan pemerintah (X_2), kepemilikan asing (X_3), kepemilikan keluarga (X_4) secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen (Y). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang dibangun telah baik.

Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh antara kepemilikan manajerial (X_1), kepemilikan pemerintah (X_2), kepemilikan asing (X_3), kepemilikan keluarga (X_4) terhadap Kebijakan Dividen (Y) pada perusahaan manufaktur

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2012-2016. Berikut adalah hasil dari analisis regresi linear berganda dalam penelitian ini:

Tabel 7
Hasil Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Variabel Independen	Variabel Dependen	Unstandardized Coefficients	
		B	Std. Error
1 (constant)	Kebijakan Dividen	-1,168	0,122
Kepemilikan Manajerial		3,564	2,189
Kepemilikan Pemerintah		-0,758	0,361
Kepemilikan Asing		0,533	0,210
Kepemilikan Keluarga		-0,492	0,208

Sumber: Data Olahan (2018)

Berdasarkan data pada tabel 7 diatas, maka persamaan regresi dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$Y = -1,168 + 3,564MO - 0,758GO + 0,533FOR - 0,492FO + e$$

Persamaan regresi tersebut di atas dapat diterjemahkan secara statistik sebagai berikut :

- 1) Pengaruh variabel kepemilikan manajerial (X_1) terhadap kebijakan dividen diperoleh nilai koefisien positif sebesar 3,564. Dengan demikian, secara statistik dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen adalah $3,564 \times 1\% = 3,564\%$. Hal ini menunjukkan kepemilikan manajerial yang tinggi cenderung meningkatkan kebijakan dividen.
- 2) Pengaruh variabel kepemilikan pemerintah (X_2) terhadap kebijakan dividen diperoleh nilai koefisien negatif sebesar -0,758. Dengan demikian, secara statistik dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen adalah $-0,758 \times 1\% = -0,758\%$. Hal ini menunjukkan kepemilikan pemerintah yang besar cenderung menurunkan kebijakan dividen.
- 3) Pengaruh variabel kepemilikan asing (X_3) terhadap kebijakan dividen diperoleh nilai koefisien positif sebesar 0,533. Dengan demikian, secara statistik dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen adalah $0,533 \times 1\% = 0,533\%$. Hal ini menunjukkan kepemilikan asing yang tinggi cenderung meningkatkan kebijakan dividen.
- 4) Pengaruh variabel kepemilikan keluarga (X_4) terhadap kebijakan dividen diperoleh nilai koefisien negatif sebesar -0,492. Dengan demikian, secara statistik dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen adalah $-0,492 \times 1\% = -0,492\%$. Hal ini menunjukkan kepemilikan keluarga yang tinggi cenderung menurunkan kebijakan dividen.

Hasil Uji Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara parsial berpengaruh atau tidak terhadap variabel dependen dalam regresi. Jika hasil perhitungan menunjukkan nilai probabilitas $< 0,05$ maka terdapat pengaruh secara parsial yang signifikan antara variabel independen dan variabel dependen.

Table 8
Hasil Uji Parsial (Uji t)

Struktur Model	Koefisien	Sig.	Keterangan
(Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen)			

Kepemilikan Manajerial	3,564	0,105	Tidak Signifikan
Kepemilikan Pemerintah	-0.758	0,037	Signifikan
Kepemilikan Asing	0,533	0,012	Signifikan
Kepemilikan Keluarga	-0,492	0,019	Signifikan

Sumber; Data Olahan (2017)

Hasil uji t dalam penelitian ini berdasarkan tabel 8 diatas dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh sebesar 3,564 dan probabilitas signifikansi sebesar 0,105, lebih dari 0.05. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, H_1 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, **ditolak**.
2. Kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh sebesar -0.758 dan probabilitas signifikansi sebesar 0,037, kurang dari 0.05. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, H_2 yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, **diterima**.
3. Kepemilikan asing memiliki pengaruh sebesar 0,533 dan probabilitas signifikansi sebesar 0,012, kurang dari 0.05. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, H_3 yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, **diterima**.
4. Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh sebesar -0,492 dan probabilitas signifikansi sebesar 0,019, kurang dari 0.05. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, H_4 yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, **diterima**.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis persamaan regresi yang telah dilakukan oleh peneliti dapat diketahui bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar persentase keterlibatan pihak manajerial sebagai pemegang saham akan diikuti oleh kecenderungan rasio pembayaran dividen yang tinggi, sebaliknya semakin kecil persentase keterlibatan pihak manajerial sebagai pemegang saham akan diikuti oleh kecenderungan rasio pembayaran dividen yang rendah, namun pengaruhnya tidak kuat.

Ketika pihak manajemen berperan sebagai pemegang saham di dalam suatu perusahaan maka pihak manajemen akan ikut serta dalam mempertimbangkan setiap kebijakan-kebijakan yang akan dihasilkan pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Salah satu kebijakan yang akan dihasilkan dalam RUPS yaitu kebijakan dividen, dimana terdapat suatu dasar yang digunakan dalam menentukan kebijakan dividen pada suatu perusahaan yaitu dapat dilihat dari pengelolaan atas laba yang dihasilkan oleh perusahaan dalam suatu periode akuntansi.

Pada umumnya kepemilikan manajerial di dalam suatu perusahaan mempunyai tingkat persentase kepemilikan yang berjumlah sangat kecil. Ketika jumlah persentase kepemilikan yang berjumlah kecil tersebut dihubungkan dengan kebijakan dividen yang telah dihasilkan oleh perusahaan maka pihak manajemen akan memiliki kecenderungan pada akhirnya hanya memilih untuk memperoleh rasio pembayaran dividen yang rendah bahkan cenderung mengarah ke *capital gain*. Pemikiran ini didasarkan pada *clientelle effect theory* yaitu pada akhirnya ketika pihak manajemen yang hanya mempunyai kepemilikan saham dalam jumlah yang sangat kecil maka akan memilih untuk memperoleh rasio pembayaran dividen dalam jumlah yang rendah atau bahkan hanya lebih memilih untuk memperoleh *capital gain* karena

pembayaran dividen dalam jumlah yang tinggi dengan tidak diimbangi oleh rasio kepemilikan mereka yang rendah hanya akan meningkatkan biaya modal dari perusahaan tersebut.

Ketidaksignifikan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen disebabkan oleh persentase kepemilikan manajerial yang berjumlah kecil di dalam suatu perusahaan sehingga dapat mengindikasikan bahwa pihak manajerial berperan sebagai pemegang saham yang memiliki jumlah saham mendominasi. Dikarenakan mempunyai jumlah saham dalam jumlah yang relatif kecil maka pihak manajerial hanya berfokus sebagai pihak pengelola di dalam perusahaan, sehingga mereka tidak terlalu memperhatikan kebijakan dividen yang dihasilkan oleh perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Artini dan Puspaningsih (2011) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis persamaan regresi yang telah dilakukan oleh peneliti dapat diketahui bahwa kepemilikan pemerintah mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan pemerintah di dalam suatu perusahaan maka akan diikuti oleh kecenderungan rasio pembayaran dividen yang semakin rendah, sebaliknya.

Perusahaan dengan struktur kepemilikan pemerintah merupakan perusahaan yang memiliki karakteristik yang berbeda apabila dibandingkan oleh perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing. Perusahaan dengan kepemilikan pemerintah mempunyai tugas untuk membantu pemerintah dalam mewujudkan pembangunan dan meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Salah satu cara yang dapat mendukung terciptanya keberhasilan pencapaian tujuan dari perusahaan dengan struktur kepemilikan pemerintah dapat dilihat dari kebijakan dividen yang telah dibuat sehubungan dengan pengelolaan atas laba yang telah dihasilkan oleh perusahaan.

Ketika pemerintah merupakan pihak yang berperan sebagai pemegang saham yang mempunyai kepemilikan dalam jumlah yang besar dalam suatu perusahaan maka pemerintah akan mempunyai berbagai macam pertimbangan dalam menentukan besarnya rasio pembayaran dividen yang akan diberikan kepada para pemegang saham. Salah satunya yaitu kecenderungan pemerintah menentukan pembayaran dividen dengan rasio pembayaran yang rendah, hal ini dikarenakan perusahaan yang dikelola oleh pemerintah memilih untuk laba yang dihasilkan oleh perusahaan sebagian besar dikelola kembali dalam bentuk saldo laba dimana hal ini dilakukan dalam rangka untuk memperkuat struktur modal perusahaan guna menyediakan pelayanan bagi masyarakat terlebih lagi dalam hal pelayanan jaminan sosial sebagai karakteristik khusus dari perusahaan dengan kepemilikan ini sehingga pada akhirnya akan berdampak pada rasio pembayaran dividen yang cenderung rendah. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Najjar dan Kilincarslan (2016); Warrad,dkk (2012), dan Guizani (2009) yang menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negative dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis persamaan regresi yang telah dilakukan oleh peneliti dapat diketahui bahwa kepemilikan asing mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, di mana hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan asing di dalam suatu perusahaan maka akan diikuti oleh kecenderungan rasio pembayaran dividen yang semakin tinggi, sebaliknya.

Pada awalnya pemegang saham dari pihak asing memiliki kecenderungan pemikiran untuk memilih tidak membagikan dividen. Pemikiran ini dikarenakan dividen yang diperoleh pemegang saham asing pada akhirnya akan diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan selain itu pembagian dividen akan menyebabkan kenaikan biaya modal sehingga para pemegang saham asing lebih menyukai untuk memilih capital gain, hal ini didasarkan pada clientele effect theory. Akan tetapi seperti yang telah dikemukakan oleh Dharwadkar, dkk. (2002) yang mengemukakan bahwa suatu permasalahan keagenan di dalam perusahaan dengan struktur kepemilikan asing yaitu terletak pada pencapaian keselarasan para

pemegang saham asing dan pemegang saham lainnya. Di satu sisi, para pemegang saham asing menginginkan untuk tidak melakukan pembagian dividen namun di lain sisi para pemegang saham lain juga menginginkan untuk memperoleh pembagian dividen sebagai salah satu cara yang dapat digunakan untuk mengurangi unsur-unsur ketidakpastian dalam investasi yang mereka lakukan. Keinginan kedua kelompok pemegang saham ini sejalan dengan *clientelle effect theory* yang menjelaskan bahwa tiap kelompok pemegang saham memiliki preferensi yang berbeda satu sama lainnya.

Pada dasarnya perusahaan dengan kepemilikan asing harus menjaga reputasi mereka di negara tempat perusahaan mereka didirikan sehingga dapat melakukan investasi jangka panjang di negara tersebut. Oleh karena itu mereka harus berfokus pada pelaksanaan tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*), sehingga salah satu cara untuk dapat mewujudkan tata kelola perusahaan yang baik maka pihak asing harus mampu mensejajarkan kepentingan para pemegang saham lainnya yaitu dengan membagikan dividen yang cenderung tinggi sebagai bentuk bahwa perusahaan juga ikut memperhatikan kepentingan para pemegang saham selain pihak asing. Selain itu, perusahaan dengan kepemilikan asing juga pada dasarnya hanya melakukan investasi dalam bentuk kepemilikan saham walaupun pada awalnya mereka menginginkan untuk memperoleh *capital gain* namun mereka pada akhirnya menyadari bahwa mereka memiliki batas jangka waktu untuk berinvestasi di suatu negara sehingga pada akhirnya mereka cenderung lebih menginginkan adanya pembayaran dividen dalam jumlah yang tinggi.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan dkk, (2016), Abed dkk, (2012), dan Chai dkk., (2010) yang menunjukkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis persamaan regresi yang telah dilakukan oleh peneliti dapat diketahui bahwa kepemilikan keluarga mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, di mana hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan keluarga di dalam suatu perusahaan maka akan diikuti oleh kecenderungan rasio pembayaran dividen yang semakin rendah, sebaliknya.

Perusahaan dengan kepemilikan keluarga merupakan struktur kepemilikan yang paling dominan di dunia, kecuali di Inggris dan Amerika Serikat (La Porta dkk., 1998,2000). Sebagai sebuah negara dengan perekonomian yang berkembang maka perusahaan-perusahaan di Indonesia berdasarkan pada teori keagenan mengalami suatu permasalahan keagenan diantara para pemegang saham dalam hal mencapai keselarasan kepentingan. Ketika keluarga berperan sebagai pemegang saham yang memiliki jumlah saham yang mendominasi maka mereka akan memiliki suatu karakteristik yang memiliki kecenderungan mengarah pada pembuatan keputusan demi kepentingan yang dianggap terbaik bagi mereka yang seringkali dapat dianggap bertentangan dengan para pemegang saham yang lainnya, hal ini di dasarkan pada *clientelle effect theory*. Salah satu keputusan tersebut yaitu berhubungan dengan kebijakan dividen yang akan dihasilkan dalam RUPS.

Sebagai pihak yang mempunyai jumlah saham yang mendominasi maka keluarga sebagai para pemegang saham seringkali lebih mengharapkan bahwa laba yang dihasilkan oleh perusahaan kembali tersimpan didalam perusahaan dalam bentuk saldo laba untuk digunakan sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan sehingga hal ini menyebabkan perusahaan dengan kepemilikan keluarga seringkali memiliki kecenderungan untuk membayar dividen dalam jumlah yang rendah. Pembayaran dividen dalam jumlah yang rendah mengindikasikan bahwa pihak keluarga lebih menginginkan perusahaan memperoleh *capital gain* daripada melakukan pembayaran dividen. Namun di lain pihak, para pemegang saham selain dari pihak keluarga menginginkan adanya pembayaran dividen yang tinggi sebagai bentuk pengembalian atas investasi yang dilakukannya. Hal ini menyebabkan terjadinya ketidakselarasan diantara para pemegang saham yang memiliki jumlah saham yang besar dan jumlah saham yang kecil sesuai yang dikemukakan oleh Dharwadkar, dkk (2002).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Setia Atmaja (2017), Setiawan dkk., (2016), San Martin Reyna, J.M. (2015), dan Warrad dkk., (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen perusahaan.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data dan pengujian data serta pembahasan hasil penelitian yang telah dibahas sebelumnya maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut.

- a. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa ketika pihak kepemilikan saham manajerial pada perusahaan semakin tinggi maka rasio pembayaran dividen perusahaan akan meningkat, namun pengaruhnya tidak kuat hal ini dikarenakan persentase kepemilikan manajerial yang sangat menyebabkan pihak manajemen memiliki kecenderungan untuk berfokus dalam mengelola perusahaan daripada untuk menentukan kebijakan dividen.
- b. Kepemilikan Pemerintah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan pada kepemilikan pemerintah yang semakin tinggi akan menyebabkan rasio pembayaran dividen akan cenderung mengalami penurunan.
- c. Kepemilikan Asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan pada kepemilikan asing yang semakin tinggi akan menyebabkan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Hal ini dilakukan agar perusahaan dengan kepemilikan asing dapat mengatasi permasalahan keagaenan yang dialami dengan pihak non controlling sehingga dapat membantu mewujudkan tata kelola perusahaan yang baik.
- d. Kepemilikan Keluarga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan saham pihak keluarga menyebabkan ketika pengambilan keputusan mengenai pengelolaan laba yang dihasilkan perusahaan memiliki karakteristik yaitu kecenderungan untuk menyimpan kembali laba dalam bentuk saldo laba perusahaan sehingga akan berdampak pada rasio pembayaran dividen yang semakin rendah.

Implikasi

Implikasi dari penelitian ini untuk menguatkan teori keagenan yang dikemukakan oleh Dharwadkar dkk., (2002) yang menjelaskan bahwa pada negara dengan ekonomi berkembang cenderung mengalami masalah keagenan dalam mencapai keselarasan. Hal ini dapat dilihat dari sudut pandang *clientelle effect theory* yang mengemukakan adanya preferensi keputusan dari setiap kelompok pemegang saham mengenai kebijakan dividen perusahaan, dimana para pemegang saham yang memiliki karakteristik yang berbeda-beda satu sama lainnya memiliki preferensi yang berbeda di dalam menentukan kebijakan dividen dan pemegang lainnya juga memiliki preferensi atas kebijakan dividen yang akan dihasilkan. Dimana terdapat sekelompok pemegang saham yang seringkali menginginkan memperoleh pembayaran dividen perusahaan sebagai salah satu cara untuk mengatasi unsur-unsur resiko ketidakpastian atas investasi yang dilakukannya, hal ini didasarkan pada *Bird In The Hand Theory*. Akan tetapi seringkali kelompok pemegang saham yang berbeda pula juga mempunyai perspektif bahwa pembagian dividen hanya akan meningkatkan biaya modal perusahaan dan akan lebih baik apabila laba yang dihasilkan oleh perusahaan dikelola kembali dalam bentuk saldo laba yang akan digunakan oleh perusahaan pada masa mendatang dalam bentuk *capital gain*.

Adapun bagi perusahaan, hasil penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga memiliki dampak terhadap kebijakan dividen perusahaan menyiratkan bahwa semakin tinggi kepemilikan pemerintah dan kepemilikan keluarga di dalam suatu perusahaan maka akan menyebabkan rasio pembayaran dividen oleh perusahaan cenderung menurun dan pada kepemilikan asing semakin tinggi tingkat persentase kepemilikan asing di dalam suatu perusahaan maka akan menyebabkan rasio pembayaran dividen oleh perusahaan cenderung meningkat.

Bagi investor dan calon investor, hasil penelitian ini dapat menjadi acuan ketika akan melakukan investasi sehingga investor dapat memilih perusahaan dengan struktur kepemilikan tertentu pada perusahaan sektor non keuangan. Apabila memiliki preferensi yang sesuai dengan *Bird in The Hand Theory* alangkah baiknya untuk memilih perusahaan dengan kepemilikan asing, di mana ketika jumlah persentase kepemilikan saham asing semakin tinggi pada suatu perusahaan akan mengindikasikan bahwa pembayaran dividen yang akan dilakukan oleh perusahaan juga semakin tinggi. Namun ketika pihak investor yang menginginkan untuk memperoleh capital gain maka hendaknya untuk melakukan investasi pada perusahaan dengan kepemilikan pemerintah yang tinggi dan pada kepemilikan keluarga yang tinggi.

Keterbatasan

Terdapat pula keterbatasan dalam penelitian ini yakni:

- a. Penelitian ini hanya menggunakan variabel independen berupa kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga tetapi tidak memasukkan kepemilikan institusional berupa lembaga keuangan, yayasan ke dalam penelitian ini di mana dapat dilihat bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan institusional apabila dihubungkan dengan kebijakan dividen memiliki kecenderungan untuk memperoleh *capital gain*.
- b. Penelitian ini mempunyai periode yang terbatas yaitu hanya 2012, 2013, 2014, 2015 dan 2016.
- c. Hasil pengujian koefisien determinasi (R^2) dilihat dari nilai adjusted R^2 adalah sebesar 0,090 atau 9%. Hal ini menandakan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga mampu menjelaskan perubahan variabel kebijakan dividen sebesar 9% dan sisanya 91% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Berdasarkan keterbatasan yang telah dijabarkan di atas, maka penelitian selanjutnya dapat melakukan rekomendasi sebagai berikut:

- a. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan periode penelitian.
- b. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan beberapa variabel lain yang kemungkinan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Variabel-variabel seperti kepemilikan institusional.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., & Bokpin, G. A. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy. *Studies in Economics and Finance*, 27 (03), 180-194.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Chapter 7 - Payout Policy. Dalam F. Allen, & R. Michaely, *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 01, hal. 337-429). Elsevier.
- Al-Malkawi, N. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23 (2), 44-70.
- Artini, S. dan A. Puspaningsih. (2011). Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 15 (1): 66-75
- Atmaja, L. S. (2017). The Impact of Family Control on Dividend Policy: Evidence from Indonesia. *International Research of Journal Business Studies*, 09 (03), 147-156.
- Baker, K. H., Kilincarslan, E., & Arsal, A. H. (2017, September). Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms. *Global Finance Journal*, 1-35.

- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics* , 118 (4), 1169-1208.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics* , 10 (1), 259-270.
- Carney, R. W., & Child, T. B. (2013). Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008 : The primacy of politics. *Journal of Financial Economics* , 107, 494-513.
- Chai, D. H. (2010, June). Foreign Corporate Ownership and Dividends. *Working Paper Centre for Business Research* , 1-42.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* , 81-112.
- Dewi, N. P., & Erawati, N. M. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Undayana* , 09 (03), 709-716.
- Dewi, S. C. (2008). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* , 10 (01), 47-58.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* , 74 (04), 650-659.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management* , 14 (1), 57-74.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* , 63 (03), 365-395.
- Fajriyah, N. (2011). Analisis Pengaruh ROE, DER, Management Ownership, Free Cash Flow, dan Size Terhadap Dividend Payout Ratio. *Skripsi* .
- Farooque, O. A., Zijl, T. v., & Dunstan, K. (2007). Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* , 14 (02), 127-149.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* , 19 (1-3), 125-160.
- Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics* , 44 (1), 37-51.
- Handayani, R. (2010). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* , 189-207.

- Haryono, S. (2005). Struktur Kepemilikan dan Bingkai Teori Keagenan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis* , 63-71.
- Ibrahim, I. (2016). Ownership Structure and Dividend Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria: A Tobit Regression Analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* , 06 (01), 1-19.
- Indriani, W., Endang, A. R., & Purwanto, N. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi* , 04 (01), 1-10.
- Jayanti, I. S., & Puspitasari, A. F. (2017). Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *The Indonesian Journal of Applied Business* , 01 (01), 1-13.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* , 76 (02), 323-329.
- 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.
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (2001). The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement. *Managerial Finance* , 27 (3), 3-15.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2011). *Intermediate Accounting*. John Wiley & Sons, Inc.
- Kouki, M., & Guizani, M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research* , 25 (01), 42-53.
- Kuwari, D. A. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal* , 02 (02), 38-63.
- La Porta, R., Silanes, F. L., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998-2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 , 3-27.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review* , 46 (2), 97-113.
- Lucyanda, J. (2012). Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi* , 04 (02).
- Mehdi, M., Jean, M. S., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research* , 18 (03), 274-297.
- Milii, M., Sahut, M. J., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research* , 18 (03), 274-297.

- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* , 34 (4), 411-433.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* , 5 (2), 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* , 13 (2), 187-221.
- Najjar, B. A., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance: The international journal of business in society* , 16 (01), 135-161.
- Nuringsih, K. (2005). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Roa Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* , 02 (02), 103-123.
- Pindado, J., Requejo, I., & Torre, C. d. (2012). Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance An International Review* , 20 (05), 413–431.
- Puspita, F. (2009). Analisis Faktor Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio.
- Putri, A. R., & Andayani. (2017). Pengaruh Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Likuiditas, dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* , 06 (06), 1-15.
- Rachmad, A. N., & Muid, D. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage Dan Return On Assets (Roa) Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *JOURNAL OF ACCOUNTING* , 02 (03), 1-11.
- Reyna, J. M. (2015). Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. *Contaduría y Administración* , 1-15.
- Rizqia, D. A., Siti, A., & 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* , 04 (11), 120-130.
- Rosdini, D. (2009). Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Policy. *Unpad Open Repository* , 1-17.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta And Agency Costs As Determinants Of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research* , 05 (03), 249-259.
- Setianto, R. H., & Sari, P. K. (2017). Perusahaan Keluarga dan Kebijakan Dividen di Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis* , 21 (2), 107-118.

- Setiawan, D., Bandi, B., Phua, L. K., & Trinugroho, I. (2016). Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies* , 10 (03), 230 - 252.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* , 94 (3), 461-488 .
- Shrieves, R. E., & Wachowicz Jr, J. M. (2001). Free Cash Flow (Fcf), Economic Value Added, And Net Present Value (Npv):. A Reconciliation Of Variations Of Discounted-Cash-Flow (Dcf) Valuation. *Journal The Engineering Economist* , 46, 35-52.
- Stice, Earl K, James D Stice dan Fred Skousen, 2009. Akuntansi Keuangan Menengah, Edisi 16, Buku 2. Edisi Bahasa Indonesia. Terjemahan Oleh Ali Akbar. Jakarta: Salemba Empat.
- Suharli, M. (2007). Pengaruh Profitability Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* , 9 (1), 9-17.
- Sujono, & Soebiantoro. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* , 9 (1), 43-47.
- Sumartha, E. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurna Economia Kajian Ilmiah Ekonomi & Bisnis* , 12 (02), 167-182.
- Sutrisno. (2003). *Manajemen Keuangan (Teori, Konsep, dan Aplikasi)*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Tangkilisan, & Hessel, N. (2003). *Manajemen Keuangan Bagi Analisis Kredit Perbankan*. Yogyakarta.
- Tsui, J. L., Yi, P. C., & Han, F. T. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters* , 20, 1-12.
- 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* , 03 (09), 298-307.
- Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara
- Undang-Undang Nomor 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* , 80 (2), 385-417.
- Wahidawati. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* , 1-16.
- Wang, X., Manry, D., & Wandler, S. (2011). The impact of government ownership on dividend policy in China. *Advances in Accounting* , 27 (02), 366-372.

Warrad, L., Abed, S., Khriasat, O., & Imad, S. A. (2012). The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context. *International Journal of Economics and Finance* , 04 (02), 187-195.

www.idx.co.id

www.cnn.indonesia.com

www.market.bisnis.com

www.detikfinance.com

Yudiana, I. G., & Yadnyana, I. K. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manejerial, Leverage, Investment Opportunity Set dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Undayana* , 15 (01), 112-141