

# PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN KONSENTRASI KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Tri Fadhilatul Mustamiroh<sup>1</sup>, Dwi Marlina Wijayanti<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>Akuntansi Syariah, UIN Sunan Kalijaga, Yogyakarta

## ABSTRACT

*This study aims to analyze the effect of kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, and konsentrasi kepemilikan on dividend policy on the Jakarta Islamic Index 70 (JII 70) for the 2018-2021 period. The method in this study uses panel data regression estimation with a fixed effect model through descriptive statistical analysis and classic assumption test with E-Views 9 tools. The results of the study show that partially, kepemilikan institusional, konsentrasi kepemilikan, and arus kas bebas are the control variables. has no effect on dividend policy, while kepemilikan manajerial partially has a positive and significant effect on dividend policy. The results of the study simultaneously show that the independent variables kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, konsentrasi kepemilikan and arus kas bebas control variables have a positive and significant influence on the dependent variable of dividend policy.*

**Keywords:** Kepemilikan institusional, Kepemilikan manajerial, Konsentrasi kepemilikan, Arus kas bebas, Dividend Policy.

## ABSTRAK

Kebijakan pembagian dividen sering kali menimbulkan konflik antara manajemen dan pemegang saham. Di satu sisi, manajemen cenderung menyimpan uang tunai untuk membiayai investasi yang diharapkan dapat merangsang pertumbuhan perusahaan. Di sisi lain, pemegang saham menginginkan pembayaran dividen yang besar yang sesuai dengan proporsi kepemilikan saham mereka. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan konsentrasi kepemilikan terhadap kebijakan dividen pada Jakarta Islamic Indeks 70 (JII 70) periode 2018-2021. Metode pada penelitian ini menggunakan estimasi regresi data panel dengan model *fixed effect* melalui analisis statistik deskriptif dan uji asumsi klasik dengan alat bantu E-Views 9. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional, konsentrasi kepemilikan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

**Kata kunci:** Kepemilikan institusional, Kepemilikan manajerial, Konsentrasi kepemilikan, Arus kas bebas, Kebijakan Dividen.

## PENDAHULUAN

Topik mengenai kebijakan pembayaran dividen telah menjadi bahan diskusi yang paling mencolok dan diperdebatkan oleh para peneliti di seluruh dunia selama beberapa dekade (Bataineh, 2021). Kebijakan dividen telah menjadi dilema dengan konflik kepentingan dimana manajemen umumnya memegang kas sehingga investasi yang dilakukan dapat meningkatkan pertumbuhan, sementara itu disisi lain pemegang saham mengharapkan dividen yang cukup tinggi sesuai dengan saham kepemilikan yang mereka miliki (Novita *et al.*, 2020). Pernyataan tersebut diperjelas dengan pendapat Rangi (2019) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen menjadi salah satu keputusan terpenting yang umumnya dibuat oleh perusahaan dalam investasi saham. Kebijakan pembayaran dividen merupakan suatu keputusan yang diambil perusahaan dalam menentukan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada investor atau akan ditahan dalam bentuk *retained earnings* untuk membiayai investasi di masa mendatang (Sejati *et al.*, 2020). Keputusan tersebut memiliki pengaruh penting terhadap perusahaan, investor, kreditur, dan pemangku kepentingan perusahaan lainnya (Mauris & Rizal, 2021).

Dividen memiliki peran penting bagi seorang investor karena mereka menganggap bahwa dividen tidak hanya digunakan sebagai sumber pendapatan, tetapi juga salah satu cara untuk menilai sebuah perusahaan dari sudut pandang investasi (Singh & Tandon, 2019). Rasio keuangan yang paling umum digunakan oleh investor untuk mengetahui hasil investasi yang dimilikinya adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Mauris & Rizal, 2021). DPR adalah *proxy* untuk kebijakan dividen yang merupakan presentase keuntungan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen tunai (Suarmanto *et al.*, 2019).

Bataineh (2021), Basri (2019), dan Thanatawee (2012) menyatakan bahwa dengan cara meminimalkan tingkat biaya keagenan yang terkait dengan masalah keagenan, struktur kepemilikan berpartisipasi secara aktif dan penting dalam menentukan kebijakan dividen pada suatu perusahaan. Beberapa jenis struktur kepemilikan yang digunakan pada penelitian ini antara lain kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan konsentrasi kepemilikan. Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai kepemilikan atas saham yang dimiliki beberapa sumber investor antara lain bank, institusi swasta, asuransi, ataupun perusahaan atau instansi besar lainnya pada persentase total saham suatu perusahaan (Ullah *et al.*, 2012). Dalam lingkungan dengan kepemilikan terkonsentrasi dan perlindungan pemegang saham yang kurang, kepemilikan institusional dapat menyebabkan pengawasan yang lebih baik dari manajer dan dapat menjamin bahwa pemegang saham minoritas dilindungi (Bataineh, 2021). Kepemilikan institusional memainkan peran kunci yang sangat berpengaruh dalam tata kelola perusahaan dan memiliki partisipasi aktif dalam menentukan kebijakan dividen bagi perusahaan (Mehdi *et al.*, 2017).

Selain kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial (kepemilikan manajerial) juga secara aktif ikut berpartisipasi dalam proses pengambilan keputusan perusahaan untuk menentukan kebijakan dividen (Vidyantie & Handayani, 2006). Kepemilikan manajerial (kepemilikan manajerial) adalah situasi dimana dalam suatu kepemilikan terdapat keterlibatan antara pemegang saham seperti manajer, komisaris, direksi, ataupun CEO perusahaan yang ikut berpartisipasi secara aktif pada proses pengambilan kebijakan dividen dengan tujuan untuk memperoleh kepentingan yang setara diantara investor perusahaan (Rais & Santoso, 2018). Suwaidan & Khalaf (2020) menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial dapat menyelaraskan antara kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham, sebagai manajer kecil kemungkinannya untuk melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Pemegang saham juga dapat mengontrol aktivitas para manajer dengan mudah apabila struktur kepemilikan pada perusahaan terkonsentrasi (Mandacı & Gumus, 2010). Konsentrasi kepemilikan (konsentrasi kepemilikan) menggambarkan suatu kondisi dimana suatu kelompok atau individu mempunyai kekuasaan untuk mengendalikan seluruh atau sebagian kepemilikan yang ada pada suatu instansi untuk melakukan aktivitas bisnis maupun operasi didalamnya (Taman & Nugroho, 2011). Konsentrasi kepemilikan memainkan peran penting dalam menentukan pembayaran dividen perusahaan (Arora & Srivastava, 2021). Menurut Farinha (2003) meningkatkan konsentrasi kepemilikan dapat membantu perusahaan dalam mengurangi biaya agensi yang terjadi diantara pemegang saham dan pihak manajer suatu perusahaan. Namun, jika kepemilikan yang dimiliki pemegang saham melewati ambang batas, biaya agensi untuk *concentration ownership* dapat lebih besar daripada peningkatan pemantauan (Benkert, 2020). Beberapa penelitian mengungkapkan bahwa *concentration ownership* pada suatu perusahaan berpartisipasi secara aktif dan penting dalam merancang dan membantu perusahaan untuk menentukan kebijakan pembayaran dividen (Jayanti *et al.*, 2017). Konsentrasi kepemilikan mempunyai perhatian dan tingkat pengawasan lebih tinggi pada pengambilan keputusan kebijakan pembayaran dividen, hal ini dilakukan dengan tujuan untuk melindungi investasi yang dimilikinya (Ullah *et al.*, 2012).

Telah banyak penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya tentang dampak atau hubungan antara struktur kepemilikan dengan kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Bataineh (2021), Tran & Le (2019), dan Setyabudi (2021) meneliti terkait dampak struktur kepemilikan perusahaan terhadap kebijakan dividen. Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (kepemilikan institusional) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Basri (2019) dan Johaness *et al.*, (2021) yang memaparkan terkait hasil penelitiannya bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil riset sebelumnya terkait kepemilikan manajerial yang dilakukan oleh Gul *et al.*, (2020) menunjukkan adanya korelasi antara kepemilikan manajerial terhadap

kebijakan pembayaran dividen dengan nilai yang positif dan signifikan. *Output* pernyataan dari penelitian tersebut berbanding terbalik dengan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Zainuddin *et al.*, (2020) dan Hardianto (2021) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan pembayaran dividen. Penelitian Jayanti *et al.*, (2017) menganalisis pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kebijakan dividen, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif signifikan antara konsentrasi kepemilikan terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Sejumlah penelitian telah dilakukan terkait hubungan atau dampak yang terjadi antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan pembayaran dividen baik di Indonesia maupun di luar negeri melalui penggunaan beberapa sampel di berbagai sektor, namun hasil dari penelitian-penelitian tersebut menunjukkan temuan penelitian yang berbeda. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk melakukan studi pengembangan atas penelitian yang telah dilakukan Bataineh (2021), yang menyebutkan bahwa di masa depan para peneliti harus menambah variabel kontrol berupa arus kas bebas. Oleh karena itu, pada penelitian ini menambahkan arus kas bebas yang berperan sebagai variabel kontrol penelitian guna menjelaskan hasil penelitian sebelumnya yang tidak konsisten. Selain menambahkan arus kas bebas sebagai variabel kontrol, perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya dari Bataineh (2021) terletak pada populasi dan sampel yang digunakan, waktu penelitian, dan variabel independen yang digunakan. Penelitian ini menambahkan kepemilikan manajerial dan konsentrasi kepemilikan sebagai variabel independen untuk mengetahui apakah selain kepemilikan institusional, kedua variabel tersebut mampu menunjukkan hasil yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pembaharuan penelitian umumnya perlu dilakukan untuk meregenerasi dan pengembangan penelitian khususnya di bidang kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di JII70 karena perusahaan yang masuk dalam indeks ini memiliki saham syariah yang paling liquid yang terdaftar di bursa efek Indonesia.

## **TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Teori Keagenan**

Teori keagenan adalah teoretis utama yang mendukung kebijakan dividen (Tran & Le, 2019). Teori keagenan menurut Jensen & Meckling (1976) merupakan hubungan antara prinsipal dan agen dalam pemisahan kepemilikan dan kendali sebuah perusahaan, dimana satu atau lebih orang (prinsipal) mempekerjakan orang lain (agen) untuk melakukan pekerjaan atas nama prinsipal dengan cara mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan atau mengontrol sumber daya ke pihak lain. Menurut keagenan, informasi asimetri dan konflik keagenan antara prinsipal (manajer) dan agen (pemegang saham) memberikan penjelasan mengapa kebijakan dividen sangat diperlukan, argumen ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dapat melakukan pelanggaran yang merugikan pemegang saham dan nilai

perusahaan (Bataineh, 2021). Penelitian sebelumnya seperti Rozeff (1982) dan Jensen & Meckling (1976) menegaskan bahwa kebijakan pembayaran dividen dapat digunakan sebagai alat untuk meminimalisir kas yang tersedia atas kebijaksanaan manajemen yang dapat digunakan untuk kepentingan mereka sendiri dalam keputusan investasi yang tidak menguntungkan, sehingga dapat membantu mengurangi biaya keagenan yang timbul dari konflik yang terjadi karena perbedaan kepentingan yang dimiliki oleh manajer dan investor.

### **Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen dikenal sebagai elemen yang paling penting dalam keuangan perusahaan, oleh karena itu manajemen harus memutuskan kebijakan dividen dengan pertimbangan yang komprehensif dalam merancang strategi bisnis yang mencakup keputusan mereka tentang keuangan dan investasi (Basri, 2019). Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan yang diambil perusahaan dalam menentukan apakah keuntungan yang didapatkan perusahaan akan didistribusikan untuk investor atau akan dimasukkan dalam *retained earnings* dengan tujuan untuk ditahan sebagai sumber pendanaan investasi masa depan (Sejati *et al.*, 2020). Kebijakan dividen akan mempengaruhi total laba yang dianggarkan, baik laba yang dapat dibagikan kepada investor perusahaan maupun penganggaran laba yang ditahan organisasi (Hardianto, 2021). Pembayaran dividen dapat dilakukan dalam bentuk tunai atau dengan memberikan *capital gain* (saham tambahan, premi atas saham) (Gul *et al.*, 2020).

### **Kepemilikan institusional dan Kebijakan Dividen**

Kepemilikan institusional merupakan suatu kepemilikan perusahaan dengan kepemilikan berasal dari lembaga keuangan *non-bank* atau lembaga yang mempunyai kuasa untuk melakukan pengelolaan dana pihak lain, peningkatan yang dialami oleh kepemilikan institusional, dapat berpengaruh terhadap peningkatan pemantauan maupun kontrol yang dapat dilakukan melalui pihak luar perusahaan atau eksternal, dapat menghasilkan pengurangan atas biaya keagenan dan mampu meningkatkan nilai perusahaan (Johanes *et al.*, 2021). Pemantauan yang terjadi karena kepemilikan institusional akan memastikan peningkatan kekayaan pemegang saham, jika institusi tidak puas dengan kinerja manajer mereka biasanya akan membuat keputusan untuk menjual sahamnya ke pasar. Hal inilah yang menjadi faktor kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh faktor kepemilikan institusional (Hardianto, 2021).

Penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan korelasi antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen menunjukkan sudut pandang yang berbeda. Di satu sisi, beberapa penelitian seperti Bataineh (2021), Tran & Le (2019), dan Setyabudi (2021) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan yang positif terhadap kebijakan dividen. Namun, di sisi lain beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (Basri, 2019; Johanes *et al.*, 2021).

Menurut teori keagenan, suatu instansi dengan nilai kepemilikan institusional yang besar dapat membuat pemantauan dan proses pengungkapan tinggi. Hal ini dapat terjadi karena investor meminta pengungkapan untuk melakukan pengawasan terhadap perilaku manajemen yang hanya mementingkan kepentingan pribadinya (Benkert, 2020). Pendapat ini sejalan dengan Rais & Santoso (2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional menjadi bagian dari strategi perusahaan untuk meminimalisir timbulnya *agency cost* yang terjadi karena investor akan memberikan kesempatan kepada manajer untuk mengelola perusahaan dengan tujuan nilai perusahaan dapat lebih ditingkatkan serta kesejahteraan investor dapat lebih diperhatikan. Penelitian yang telah dilakukan oleh Arora & Srivastava (2021) juga menjelaskan teori keagenan menunjukkan korelasi positif diantara kepemilikan institusional dengan kebijakan pembayaran dividen karena pemantauan yang efektif oleh pemegang saham institusional dapat memaksa manajer untuk mendistribusikan dividen.

Kepemilikan institusional pada suatu perusahaan dijadikan sebagai strategi perusahaan untuk melakukan peningkatan pengawasan terhadap kinerja manajemen dengan tujuan untuk memperoleh output yang maksimal, hal ini disebabkan oleh kepemilikan pada saham dapat dipergunakan untuk memberikan dukungan atau menentang terhadap kinerja yang telah dilakukan oleh manajemen perusahaan (Rais & Santoso, 2018). Tingginya tingkat kepemilikan institusional dapat berpengaruh pada keputusan kebijakan dividen yang akan diambil oleh perusahaan, selain itu kepemilikan institusional juga dapat meminimalkan *agency problem* sehingga dapat mengurangi timbulnya biaya keagenan (Ayunitha *et al.*, 2020). Setelah meninjau referensi dari penelitian-penelitian sebelumnya yang peneliti jadikan sumber literatur, maka dapat menyimpulkan adanya pengaruh positif dari kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. sehingga rumusan hipotesis pertama dalam penelitian ini dinyatakan sebagai berikut.

**H1** : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

### **Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen**

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan yang melibatkan antara pemegang saham yang berasal dari internal perusahaan seperti komisaris dan direksi dan berpartisipasi secara aktif dalam melakukan proses pengambilan kebijakan (Zainuddin *et al.*, 2020). Kepemilikan manajerial dapat mewakili besarnya kepemilikan saham oleh manajemen di dalam perusahaan (Johanes *et al.*, 2021). Perusahaan memberikan kesempatan kepada manajer untuk ikut melibatkan dirinya dalam kepemilikan saham sehingga mendapatkan kekayaan yang sama dengan pemegang saham (Gul *et al.*, 2020).

Dalam literatur sebelumnya ditemukan pendapat yang berbeda mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial pada kebijakan pembayaran dividen. Penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Gul *et al.*, (2020) menyatakan adanya hubungan dengan nilai positif dan signifikan diantara kepemilikan manajerial dan *dividend payout ratio*, hasil tersebut tidak menunjukkan konsistensi

dengan penelitian sebelumnya yang telah dilakukan Zainuddin *et al.*, (2020) memaparkan bahwa hasil penelitiannya menunjukkan tidak ada pengaruh antara kepemilikan manajerial dan kebijakan pembayaran dividen.

Menurut teori keagenan, kepemilikan manajerial dapat menyejajarkan kepentingan yang dimiliki oleh manajer dan investor perusahaan (Kulathunga *et al.*, 2016). Kepemilikan manajerial dapat berperan sebagai upaya untuk mengurangi masalah keagenan sehingga manajemen dapat bertindak mengikuti kepentingan pemegang saham juga dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Mohammad Nugraha, 2020). Penjelasan lain dalam teori keagenan dipaparkan bahwa manajemen bertindak sebagai agen untuk mengelola perusahaan dengan baik, sedangkan pemegang saham bertindak sebagai prinsipal untuk mengontrol kinerja perusahaan. Kebijakan pembagian pembayaran dividen ini merupakan tanggungjawab dari manajer dalam melakukan pengelolaan operasional perusahaan sehingga dapat memaksimalkan tingkat laba perusahaan yang didapatkan dan pembayaran dividen secara proporsional yang ditujukan untuk para pemegang saham perusahaan (Zainuddin *et al.*, 2020).

Tujuan kepemilikan manajerial adalah untuk melakukan pengawasan dan pemantauan terhadap perilaku manajer yang diindikasikan dapat melakukan penyimpangan, sehingga hal ini dapat menjadi salah satu aspek tata kelola perusahaan sehingga dapat meminimalkan biaya pengawasan atau yang biasa disebut dengan biaya keagenan (Rais & Santoso, 2018). Kepemilikan manajerial menjadi salah satu dari sekian banyak faktor fundamental yang diperkirakan mampu berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* (Zainuddin *et al.*, 2020). Oleh karena itu, dapat dinyatakan bahwa peningkatan yang terjadi pada kepemilikan manajerial perusahaan, dapat berpengaruh terhadap dividen yang dibayarkan juga mengalami peningkatan. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi dapat menyejajarkan kepentingan yang dimiliki oleh manajemen perusahaan dengan kepentingan investor, sehingga tindakan manajer akan lebih diperhatikan ketika melaksanakan tugas dan tanggungjawabnya karena manajer juga ikut berpartisipasi secara aktif sebagai pemegang saham yang ikut serta dalam menanggung semua akibat yang dapat ditimbulkan baik menguntungkan maupun merugikan bagi investor, sehingga nantinya kebijakan yang diambil oleh manajer terhadap dividen yang akan diputuskan dapat memberikan peningkatan terhadap kemakmuran bagi investor perusahaan (Jayanti *et al.*, 2017). Berdasarkan penjelasan di atas, maka penulis dapat menyimpulkan bahwa adanya pengaruh yang positif antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan. Oleh karena itu, rumusan hipotesis kedua pada penelitian ini dapat dinyatakan dengan pernyataan berikut.

**H2** : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

### **Konsentrasi Kepemilikan dan Kebijakan Dividen**

Konsentrasi kepemilikan memainkan peran penting dalam menentukan pembayaran dividen perusahaan (Arora & Srivastava, 2021). Ramli (2010) berdasarkan hasil penelitiannya menemukan

bahwa secara empiris struktur kepemilikan pada perusahaan lebih terkonsentrasi saat terjadinya peningkatan pada saham yang dimiliki investor, hal ini dapat berpengaruh terhadap keputusan yang diambil perusahaan terkait pembayaran dividen yang lebih besar karena *controlling shareholder* berpengaruh lebih besar terhadap kebijakan dividen. Menurut Ullah *et al.*, (2012) kepemilikan yang mempunyai tingkat konsentrasi lebih tinggi mampu memberikan perhatian dan pengawasan lebih terstruktur pada kebijakan yang akan diambil manajer, hal ini dilakukan dengan tujuan untuk melindungi investasi saham yang dimiliki sehingga lebih terstruktur.

Penelitian Jayanti *et al.*, (2017) memaparkan bahwa hasil penelitiannya menunjukkan terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara konsentrasi kepemilikan dan kebijakan dividen. Pendapat yang sama juga ditemukan pada penelitian Arora & Srivastava (2021) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki korelasi positif dengan kebijakan pembayaran dividen. Hasil penelitian tersebut diperkuat dengan pernyataan lain yang menyatakan bahwa kepemilikan yang lebih terkonsentrasi memiliki perhatian lebih terhadap proses pengawasan terhadap pengambilan keputusan perusahaan dengan tujuan melindungi investasi yang dimilikinya (Ullah *et al.*, 2012).

Menurut teori keagenan, konsentrasi kepemilikan membangun dua pandangan tentang hubungan antara konsentrasi kepemilikan dengan kebijakan dividen, salah satu perspektif adalah bahwa konflik kepentingan muncul antara manajer dan pemilik perusahaan dapat dikurangi dengan konsentrasi kepemilikan (Harada & Nguyen, 2011). Pernyataan ini konsisten dengan Benkert (2020) mengatakan apabila kepemilikan terkonsentrasi dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham yang mungkin mengindikasikan substitusi efek pembayaran dan kepemilikan perusahaan.

Berdasarkan beberapa pemaparan terkait konsentrasi kepemilikan dengan teori keagenan tersebut, tingkat konsentrasi struktur kepemilikan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Easterbrook, 1984). Selain itu, ketika manajer memiliki kepentingan dalam perusahaan, mereka termotivasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Tran & Le, 2019). Konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi tidak dapat dikonstruksikan terhadap peningkatan probabilitas pengambilalihan pada tingkat pemegang saham dengan minoritas yang tinggi pula (Bataineh, 2021). Daripada melakukan penahanan terhadap sumber daya yang dimiliki perusahaan di bawah pengawasan mereka demi mencapai kepentingan pribadi manajer, pemegang saham yang memiliki porsi saham terbesar lebih memilih untuk mendistribusikan pengembalian kepada seluruh *shareholder* (Jayanti *et al.*, 2017). Berdasarkan penjelasan diatas, dapat disimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki peran penting dalam kebijakan dividen, oleh sebab itu rumusan hipotesis yang ketiga dalam penelitian ini dapat dinyatakan dengan pernyataan sebagai berikut.

**H3** : Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.



## METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk ke dalam penelitian data kuantitatif. Data kuantitatif adalah jenis data yang dapat diukur secara langsung yang dinyatakan dengan bentuk bilangan dan angka. Pada penelitian ini, data kuantitatif digunakan karena peneliti mengolah data penelitian melalui laporan keuangan perusahaan. Adapun metode dokumentasi dipilih sebagai teknik dalam pengumpulan data pada penelitian ini, metode ini digunakan dengan cara melakukan proses pencatatan dan penelaan jurnal-jurnal, buku, dan dokumen yang berasal dari website IDX berbentuk laporan keuangan. Metode ini diperlukan guna mendapatkan data tentang laporan keuangan yang ada di Jakarta *Islamic Index* 70 pada periode pengamatan 2018-2021.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam indeks JII 70 (Jakarta *Islamic Index* 70). Indeks ini digunakan karena perusahaan yang berada pada indeks ini memiliki likuiditas yang paling tinggi. Teknik pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini melalui tahap *purposive sampling* yang telah ditentukan kriterianya untuk mendapatkan hasil sampel yang representatif. Berikut kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel pada penelitian ini : (1) Perusahaan yang secara konsisten masuk secara berturut-turut didalam Indeks Jakarta *Islamic Index* (JII) 70 selama periode 2018-2021. (2) Perusahaan Indeks Jakarta *Islamic Index* 70 yang menyajikan laporan keuangan selama periode 2018-2021. Perusahaan yang tidak konsisten masuk 70 besar dalam perhitungan JII tidak dimasukkan dalam sampel.

## Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan tiga jenis variabel penelitian yaitu variabel independen yang terdiri dari kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan konsentrasi kepemilikan, variabel dependen berupa kebijakan dividen, dan variabel kontrol dengan menggunakan arus kas bebas. Kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan suatu instansi, kebijakan dividen merupakan suatu keputusan yang diambil perusahaan dalam menentukan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada investor atau akan ditahan dalam bentuk *retained earnings* untuk membiayai investasi di masa mendatang (Sejati *et al.*, 2020). Beberapa peneliti seperti Ullah *et al* (2012), Arora & Srivastava (2021), dan Gul *et al* (2020) melakukan pengujian terhadap hubungan antara *ownership structure* dan kebijakan pembayaran dividen melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai alat ukur yang digunakannya. Menurut Bawamenewi & Afriyeni (2019) untuk menghitung kebijakan dividen menggunakan *proxy* DPR (*Dividend Payout Ratio*) dapat menggunakan rumus sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per saham}}{\text{Laba per saham}} \times 100\%$$

Kepemilikan institusional menurut merupakan kepemilikan saham ekuitas oleh pihak investor dari pihak bank, asuransi, dana pensiun, perusahaan keuangan, dan perusahaan yang membuat portofolio saham namun bukan sebagai bisnis utama dengan tujuan memiliki dividenden modal keuntungan melalui perdagangan. Kepemilikan institusional dapat dihitung dengan cara melakukan pembagian pada jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham institusi dengan jumlah saham beredar di perusahaan tersebut sebagai berikut.

$$INSTI = \frac{\text{Saham dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan managerial adalah kepemilikan yang melibatkan pemegang saham seperti komite dan direksi yang berpartisipasi secara aktif dalam proses pengambilan keputusan perusahaan sehingga dapat memperoleh kesetaraan dengan investor lainnya. Indikator yang digunakan dalam mengukur kepemilikan manajerial dengan rumus sebagai berikut.

$$MO = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajemen}}{\text{Total keseluruhan saham}} \times 100\%$$

Konsentrasi kepemilikan memberikan gambaran terkait bagaimana dan siapa saja yang dapat mengendalikan seluruh atau sebagian besar kepemilikan perusahaan dan siapa yang memiliki kendali atas seluruh dan sebagian besar aktivitas bisnis pada perusahaan. (Taman & Nugroho, 2011). *Ownership concentration* di satu sisi merupakan mekanisme yang mungkin meminimalisir biaya agensi akibat konflik yang terjadi antara agen dan principal (Rozeff, 1982). Konsentrasi kepemilikan pada penelitian ini dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut.

$$TOP = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham terbesar}}{\text{Total saham perusahaan}} \times 100\%$$

Adapun metode pada penelitian ini menggunakan estimasi regresi data panel dengan model *fixed effect* melalui analisis statistik deskriptif dan uji asumsi klasik dengan alat bantu E-Views 9. Analisis regresi data panel merupakan teknik data yang menggabungkan tipe data *cross section* dan *time series*. Adapun rumus persamaan untuk model data panel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$DPR = \alpha + \beta_1 INSTI + \beta_2 MO + \beta_3 TOP + \beta_4 FCF + e$$

Keterangan :

DPR = *Dividend Payout Ratio*

$\alpha$  = Konstanta

$\beta_1 - \beta_4$  = Koefisien regresi

INSTI = Kepemilikan institusional

*MO* = Managerial Ownership

*TOP* = Ownership Concentration

*FCF* = Free Cash Flow

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Objek yang digunakan dalam penelitian ini merupakan Jakarta Islamic Index 70 (JII 70), perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam indeks ini tergolong saham syariah. Perusahaan yang telah berhasil lolos untuk dijadikan sampel dalam penelitian sebanyak 36 perusahaan dengan periode pengamatan selama 4 tahun sehingga dapat diperoleh 144 data dalam pengamatan. Laporan keuangan perusahaan untuk dijadikan sampel juga telah diterbitkan pada *website* masing-masing perusahaan maupun melalui *website* [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dari tahun 2018-2021.

*Tabel 1. Hasil Analisis Statistik Deskriptif*

	<b>Y</b>	<b>X1</b>	<b>X2</b>	<b>X3</b>	<b>KONTROL</b>
Mean	253372,8	585441,2	247530,7	553687,0	244735,3
Median	178784,6	595936,7	115770,0	571480,1	198467,5
Maximum	947867,3	944721,3	986671,9	900252,1	976003,0
Minimum	-279054,8	15448,29	0,000000	101860,2	-995028,2
Std. Dev.	255111,7	174926,1	312140,9	158641,3	381563,7

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada tabel 1 menunjukkan bahwa variabel terikat kebijakan dividen (Y) yang dihitung melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR) menunjukkan bahwa nilai minimum adalah -279054,8 yang telah diungkapkan dan nilai maksimum sebesar 947867,3 yang telah diungkapkan. Hal ini dapat disimpulkan oleh peneliti bahwa setiap data perusahaan yang tercatat di Jakarta Islamic Index 70 (JII 70) tahun 2018 hingga 2021 telah cukup dalam melakukan kebijakan dividen karena nilai rata-rata perusahaan yang telah dilakukan oleh 36 sampel perusahaan pada penelitian ini menunjukkan nilai sebanyak 253372,8, sedangkan nilai standar deviasi sebesar 255111,7.

### Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian model pengukuran dalam penelitian ini menggunakan estimasi regresi data panel yang merupakan kombinasi dari data runtut waktu *time series* dan data silang *cross section*, untuk menemukan metode penelitian yang paling efisien diantara tiga model persamaan yang paling sering digunakan pada proses penelitian yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Pemilihan estimasi model pada penelitian menggunakan data panel diperlukan guna melakukan estimasi parameter yang lebih kompleks. Hal tersebut dilakukan karena dalam model regresi data panel terdapat adanya perbedaan koefisien *slope* dan *intercept* pada setiap perusahaan dan setiap

periode waktu. Adapun pemilihan model terbaik yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan uji chow dan uji hausman. Berikut adalah hasil proses pengujian chow yang dilakukan dalam penelitian ini:

Tabel 2. Hasil Uji Chow

<i>Effect Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section F</i>	2,317343	(35,104)	0,0006
<i>Cross-section Chi-square</i>	83,022204	35	0,0000

Berdasarkan hasil proses pengujian chow yang disajikan pada tabel data pada tabel 2 didapatkan hasil pengujian bahwa nilai probabilitas dari *cross section F* menunjukkan angka sebesar 0.0006 atau lebih kecil dibandingkan nilai alpha ( $0.0006 < 0.05$ ). Oleh karena itu, peneliti dapat menyimpulkan bahwa pada penelitian ini  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_1$ , sehingga model yang digunakan adalah *fixed effect*. Adapun hasil proses pengujian hausman yang dilakukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 3. Hasil Uji Hausman

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	11,601496	4	0,0206

Berdasarkan proses pengujian melalui uji hausman yang telah disajikan pada tabel 3 didapatkan hasil bahwa nilai probabilitas *cross-section random* menunjukkan nilai sebesar 0.0206 atau lebih kecil dibandingkan nilai alpha ( $0.02 < 0.05$ ). Maka peneliti dapat menyimpulkan bahwa  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_1$ , sehingga model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *fixed effect*.

Berdasarkan hasil uji chow dan uji hausman yang telah dilakukan, memperoleh model yang terbaik yaitu model *fixed effect*. Selanjutnya, pengujian hipotesis dilakukan untuk menganalisis besarnya hubungan atau pengaruh yang terdapat pada variabel independen terhadap variabel terikat atau dependen menggunakan hasil regresi data panel melalui model *fixed effect*.

Tabel 4. Hasil Regresi Linear Data Panel

<b>Variable</b>	<b>Coefficient</b>	<b>Std. Error</b>	<b>t-Statistic</b>	<b>Prob.</b>
C	97872,05	231883,7	0,422074	0,6738
X1	-0,753739	0,384400	-1,960820	0,0526
X2	0,310620	0,121677	2,552835	0,0121
X3	0,931487	0,658601	1,414343	0,1602
KONTROL	0,016877	0,068790	0,245341	0,8067

<i>Effects Specification</i>			
<i>Cross-section fixed (dummy variables)</i>			
<i>R-squared</i>	0,447163	<i>Mean dependent var</i>	253372,8
<i>Adjusted R-squared</i>	0,239850	<i>S.D. dependent var</i>	255111,7
<i>S.E. of regression</i>	222423,3	<i>Akaike info criterion</i>	27,69269
<i>Sum squared resid</i>	5,15E+12	<i>Schwarz criterion</i>	28,51763
<i>Log likelihood</i>	-1953,873	<i>Hannan-Quinn criter</i>	28,02790
<i>F-statistic</i>	2,156940	<i>Durbin-Watson criter</i>	28,02790
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,001079		

Berdasarkan hasil estimasi regresi data panel diatas dapat dikatakan bahwa variabel kepemilikan institusional sebagai variabel independen yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen memiliki nilai koefisien negatif yaitu sebesar -1,960820. Adapun nilai probabilitas yang dimiliki variabel ini adalah 0,0526, artinya lebih besar dari nilai  $\alpha$  yang sebesar 5% atau 0,05 ( $0,0526 > 0,05$ ), sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap variabel kebijakan dividen. Pernyataan ini dapat diartikan bahwa peningkatan yang dialami oleh kepemilikan institusional pada periode tertentu tidak dapat diikuti oleh peningkatan pada variabel kebijakan dividen atau *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan begitu pula sebaliknya, penurunan yang terjadi pada tingkat kepemilikan institusional tidak dapat diikuti oleh penurunan pada nilai kebijakan dividen sebagai variabel dependen pada penelitian.

Hasil dari penelitian ini tidak konsisten dengan hipotesis penulis, yang dirumuskan dengan pernyataan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh secara signifikan pada kebijakan dividen. Tidak signifikannya pada pengaruh kepemilikan institusional terhadap variabel kebijakan pembayaran dividen pada penelitian dapat diperkirakan dengan alasan karena keinginan yang dimiliki oleh pemegang saham institusional jauh berbeda dengan keinginan pribadi yang dimiliki oleh investor secara umum (Sartika, 2020). Investor lebih memilih perusahaan yang mampu menginvestasikan kembali dari laba yang diperoleh, dibandingkan dengan perusahaan yang hanya dapat membayarkan sebagian besar dari laba yang diperoleh untuk kebijakan dividen. Oleh karena itu proporsi saham yang dimiliki oleh pihak investor institusi tidak dapat berpengaruh terhadap tinggi rendahnya tingkat pembayaran dividen yang dapat diputuskan oleh instansi. *Output* proses pengujian pada variabel ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Basri (2019) dan Johaness *et al* (2021) yang berpendapat bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori keagenan dimana kepemilikan institusional menambah proporsi

pengawasan terhadap manajemen perusahaan dimana akan meningkatkan kebijakan dividen suatu perusahaan.

Temuan estimasi regresi data panel mengungkapkan bahwa variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen memiliki nilai koefisien regresi yang positif yaitu sebesar 2,552835. Adapun nilai probabilitas yang dimiliki variabel ini adalah 0,0121, artinya lebih kecil dari nilai  $\alpha$  yang sebesar 5% atau 0,05 ( $0,0121 < 0,05$ ), sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Setiap peningkatan 1% kepemilikan manajerial maka akan meningkatkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 2,552835.

Hasil dari penelitian ini sesuai dengan hipotesis penulis, yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini konsisten dengan penelitian Gul *et al* (2020) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh dan memiliki arah yang positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mendukung teori keagenan yang menyatakan bahwa menurut teori keagenan, kepemilikan manajerial dapat menyelaraskan kepentingan yang dimiliki antara manajer dan investor atau pemegang saham (Kulathunga *et al.*, 2016). Kepemilikan manajerial dengan persentase nilai yang tinggi dapat membantu kepentingan pribadi yang dimiliki manajer dan investor menjadi lebih sejajar sehingga tidak ada konflik diantara keduanya. Tindakan yang akan diambil manajer akan lebih diperhatikan agar tidak menimbulkan kerugian bagi investor maupun manajer yang ikut berpartisipasi sebagai pemegang saham perusahaan. Oleh sebab itu, manajer yang ikut serta sebagai investor perusahaan akan memberikan kebijakan yang tepat untuk pembayaran dividen, hal ini bertujuan untuk meningkatkan kemakmuran dan pembayaran dividen yang proporsional bagi para investor perusahaan. Kecenderungan manajer dalam membuat keputusan pembayaran dividen yang tinggi sejalan dengan keinginan investor dalam memperoleh dividen yang tinggi pula.

Hasil estimasi regresi data panel menunjukkan bahwa variabel konsentrasi kepemilikan sebagai variabel independen yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen memiliki nilai koefisien regresi yang positif yaitu sebesar 1.414343. Adapun nilai probabilitas yang dimiliki variabel ini adalah 0,1602, artinya lebih besar dari  $\alpha$  yang sebesar 5% atau 0,05 ( $0,1602 > 0,05$ ), sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Setiap peningkatan 1% konsentrasi kepemilikan tidak akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hasil dari penelitian pada variabel ini tidak konsisten dengan hipotesis penulis yang dirumuskan dengan pernyataan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen kebijakan dividen. Hasil yang didapatkan pada penelitian variabel ini konsisten dengan penelitian Sartika (2020) yang mengungkapkan dengan pernyataan konsentrasi kepemilikan tidak memiliki pengaruh terhadap variabel kebijakan dividen pada perusahaan. Tidak signifikannya

pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kebijakan dividen dapat terjadi karena keputusan untuk melakukan pembayaran dividen adalah wewenang yang dimiliki oleh manajer perusahaan dan pemegang saham tidak berhak untuk ikut memutuskan proporsi pembagian dividen dikarenakan manajerial yang paling mengetahui terkait kondisi keuangan yang sedang dialami perusahaan.

## KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen adalah kepemilikan manajerial. Jika proporsi saham yang dimiliki oleh kepemilikan manajerial dalam perusahaan semakin meningkat, maka akan diikuti dengan makin besarnya tingkat dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Kepemilikan manajerial yang mengalami peningkatan dapat menyejajarkan kepentingan pribadi yang dimiliki oleh manajer dan investor, sehingga manajer akan lebih memperhatikan tindakan yang akan diambil agar tidak menimbulkan kerugian bagi investor maupun manajer yang ikut berpartisipasi sebagai pemegang saham perusahaan.

Di sisi lain, kebijakan dividen tidak dapat dipengaruhi oleh besar kecilnya proporsi yang dimiliki oleh kepemilikan institusional dan konsentrasi kepemilikan, hal ini dapat disebabkan karena perusahaan senantiasa berusaha untuk melindungi investasi yang dimilikinya dengan cara memberikan perhatian penuh bagi semua investor atau pemegang saham, tidak membedakan pemegang saham mayoritas maupun pemegang saham minoritas. Adapun hasil secara simultan menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, konsentrasi kepemilikan, dan arus kas bebas memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Berdasarkan *output* penelitian, dapat diartikan bahwa struktur kepemilikan pada perusahaan Jakarta *Islamic Index* 70 mempunyai karakteristik yang berbeda dengan instansi lain, pada Jakarta *Islamic Index* 70 mayoritas pemegang sahamnya memiliki proporsi tingkat kepemilikan yang tinggi dengan manajer perusahaan sebagai investornya. Oleh karena itu, hal ini sejalan dengan *output* penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Implikasi penelitian ini bagi manajemen perusahaan adalah memberikan pemahaman bahwa meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial sehingga dapat meningkatkan kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Jakarta *Islamic Index* 70, dengan meningkatnya pembagian dividen bagi para pemegang saham maka akan memberikan dampak baik bagi citra perusahaan. sedangkan secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat menambah literatur pengetahuan mengenai pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan konsentrasi kepemilikan terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini, walaupun tidak semua variabel memiliki pengaruh positif dan signifikan, tetapi adanya kepemilikan manajerial yang memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen memberikan suatu pemahaman bahwa tingginya proporsi kepemilikan

saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan dapat berdampak pada kebijakan dividen perusahaan bagi para pemegang saham. Selain itu, harapan peneliti dengan dibuatnya penelitian ini dapat memberikan tambahan ilmu pengetahuan mengenai teori keagenan yang berhubungan dengan struktur kepemilikan dan kebijakan dividen perusahaan.

Penelitian yang telah dilakukan ini memiliki keterbatasan untuk dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi penelitian yang akan dilakukan selanjutnya sehingga mendapatkan hasil yang lebih baik. Adapun beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah adanya nilai dari data variabel terbilang sangat ekstrim, sehingga terdapat beberapa permasalahan pada proses pengujian data. Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti mengenai beberapa faktor yang diindikasikan mampu berpengaruh terhadap kebijakan dividen, maka peneliti bermaksud untuk memberikan beberapa saran bagi penelitian yang akan dilakukan selanjutnya berkaitan dengan topik ini adalah sebagai berikut: (1) Menambahkan jumlah periode dan menggunakan objek penelitian lain dari JII 70 seperti ISSI, BEI, atau DES sehingga nantinya hasil penelitian pada topik yang sama ini akan menghasilkan output yang jauh lebih lengkap; (2) Diharapkan pada penelitian yang akan dilakukan selanjutnya mengenai beberapa faktor yang dapat berpengaruh terhadap kebijakan dividen mampu memasukkan variabel lain dalam struktur kepemilikan yang belum dimasukkan dalam penelitian seperti kepemilikan asing, pemerintah, dan lain sebagainya; (3) Tidak signifikannya beberapa variabel penelitian mungkin disebabkan adanya data yang ekstrim karena keterbatasan jumlah sampel penelitian. Oleh sebab itu, penelitian yang akan dilakukan selanjutnya diharapkan mampu menambah rentang periode waktu penelitian dan jumlah sampel penelitian untuk mendapatkan data yang representatif dan kesimpulan yang lebih *general*.

## DAFTAR REFERENSI

- Abdullah, N. M. H., Ahmad, Z., & Roslan, S. (2012). *The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model*. International Journal of Economics and Business. Vol. 8.
- Afza, T., & Mirza, H. H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210. <https://doi.org/10.5539/ibr.v3n3p210>
- Ahmad, L., Suhara, E., & Ilyas, Y. (2016). The Effect of Audit Quality on Earning Management within Manufacturing Companies Listed on Indonesian Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol. 7.
- Anggoro, H. D., & Yulianto, A. (2019). *Agency Theory: Ownership Structure and Capital Structure as Determinants of Dividend Policy*. Management Analysis Journal.
- Annisa, I. N., & Nazar, M. R. (2015). *Influences Of Ownership Structure With Control Variabel Profitability, Firm's Age, And Firm's Size To Corporate Social Responsibility Disclosure*. 2(1).
- Arilaha, M. A. (2009). Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. Vol13(1).



- Arora, R. K., & Srivastava, A. (2021). Ownership Concentration and Dividend Payout in Emerging Markets: Evidence from India. *Global Business Review*, 22(5), 1276–1288. <https://doi.org/10.1177/0972150918824953>
- Ayunitha, A., Sulastri, H. W., Fauzi, M. I., Prabowo, M. A., & Nugraha, N. M. (2020). Does the Good Corporate Governance Approach Affect Agency Cost? *Solid State Technology*, 63(4), 12.
- Basri, H. (2019). Assessing determinants of dividend policy of the government-owned companies in Indonesia. *International Journal of Law and Management*, 61(5/6), 530–541. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2017-0215>
- Bataineh, H. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1863175. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1863175>
- Bawamenewi, K., & Afriyeni, A. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Pundi*, 3(1). <https://doi.org/10.31575/jp.v3i1.141>
- Benkert, C.-L. (n.d.). Konsentrasi kepemilikan & Agency Theory: Investigating the Effect of Large Shareholders on Corporate Payout Policy in Danish Publicly Listed Companies. 117.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Chu, P. (2017). [CITATION] John W. Creswell, *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. Vol (1).
- Crutchley, C. E., Jensen, M. R. H., Jahera, J. S., & Raymond, J. E. (1999). Agency problems and the simultaneity of financial decision making The role of kepemilikan institusional. *International Review of Financial Analysis*, 21.
- Damoori, D., & Izadi, M. (2019). The Effect of Product Market Competition on The Relationship between Ownership Concentration and Dividend Policy in Listed Companies on the Tehran Stock Exchange. *The Financial Accounting And Auditing Researches*, 11(42 #a00523), 229–249. SID.
- Dewi, S. C. (2008). *Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol. 10.
- Djabid, A. W. (2009). *Kebijakan Dividen Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Perspektif Agency Theory*. 13(2), 11.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Eid, M. (2011). *Research methods in communication*. Pearson Learning Solutions.
- Farinha, J. (2003). *Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis*. Journal of Business Finance & Accounting, 30 (9).
- Ge, T., Sui, Z., & Chang, B. (2013). Exploiting collaborative filtering techniques for automatic assessment of student free-text responses. *Proceedings of the 22nd ACM International Conference on Conference on Information & Knowledge Management-CIKM'13*, 1493–1496. <https://doi.org/10.1145/2505515.2507827>
- Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37. <https://doi.org/10.2307/1926621>
- Gul, S., Ullah, I., Gul, H., & Rasheed, S. (2020). The Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Study from Pharmaceutical's Companies in Pakistan (PSX). *European Journal of Business and Management Research*, 5(5). <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2020.5.5.464>
- Harada, K., & Nguyen, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 37(4), 362–379. <https://doi.org/10.1108/03074351111115313>

- Hardianto, M. B. S. (2021). The Effect of Financial, Institutional and Managerial Ownership Factors on Dividend Policy of Manufacturing Companies in Consumer Goods Sector Listed on The Indonesia Stock Exchange in Period 2016-2019. *Journal of Business and Management Review*, 2(8), 517–530. <https://doi.org/10.47153/jbmr28.1892021>
- Hashemijoo, M., Ardekani, A. M., & Younesi, N. (2012). *The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market*. *Journal of Business Studies Quarterly*. 4(1), 19.
- Jayanti, I. S. D., Puspitasari, A. F., & Srikan, J. (2017). *Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia*. *The Indonesian Journal of Applied Business*. 1(1), 13.
- Jensen, C., & Meckling, H. (1986). *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure*. *The American Economic Review*. 56.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2,), 323–329.JSTOR
- Johanes, S. R., Hendiarto, R. S., & Nugraha, N. M. (2021). *The Effect Of Kepemilikan institusional, Kepemilikan manajerial, And Company Size To Dividend Policy*. *International Journal of Trends in Accounting Research*, Vol.2.
- Jones, S., & Sharma, R. (2001). The impact of free cash flow, financial leverage and accounting regulation on earnings management in Australia’s “old” and “new” economies. *Managerial Finance*, 27(12), 18–39. <https://doi.org/10.1108/03074350110767420>
- Kien, D. T., & Chen, Y.-P. (2020). Ownership Structure Impact on Dividend Policy of Listed Companies on Vietnamese Securities Market. *Journal of Mathematical Finance*, 10(02), 223–241. <https://doi.org/10.4236/jmf.2020.102014>
- Kulathunga, 2016, Kulathunga, K. M. K. N. S., Azeez, A. A., & University of Colombo. (2016). The Impact Of Ownership Structure On Dividend Policy: Evidence From Listed Companies In Sri Lanka. *Annual International Conference on Qualitative and Quantitative Economics Research (QQE 2016)*. [https://doi.org/10.5176/2251-2012\\_QQE16.43](https://doi.org/10.5176/2251-2012_QQE16.43)
- Kusumawati, A., & Syamsuddin, S. (2018). The effect of auditor quality to professional skepticism and its relationship to audit quality. *International Journal of Law and Management*, 60(4), 998–1008. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2017-0062>
- Lambrecht, B., & Myers, S. C. (2010). *A Lintner Model Of Dividends And Managerial Rents*. *Bachelier Finance Society Conference*.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2). 97-113.
- Mandacı, P., & Gumus, G. (2010). Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *South East European Journal of Economics and Business*, 5(1), 57–66. <https://doi.org/10.2478/v10033-010-0005-4>
- Mauris, F. I., & Rizal, N. A. (2021). The Effect of Collaterallizable Assets, Growth in Net Assets, Liquidity, Leverage and Profitability on Dividend Policy (Case Studies on Non-Financial Services Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2019 Period). *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 4(1), 937–950. <https://doi.org/10.33258/birci.v4i1.1695>
- Mehdi, M., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research*, 18(3), 274–297. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2014-0079>
- Mirzaei, H. (2012). [CITATION] *A survey on the relationship between ownership structure and dividend policy in Tehran stock exchange*. 1.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47-56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>

- Mohammad Nugraha, N. (2020). The Influence of Company Size, Asset Structure, Company Growth And Profitability on Debt Policy in The Food and Beverage Industry Sub-Sector. *Economica*, 9(1), 34–41. <https://doi.org/10.22202/economica.2020.v9.i1.4433>.
- Muriungi, A. (2020). Dividend Theory and Empirical Evidence: A Theoretical Perspective. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies (JAFAS)*, 6(3), 120-134. <https://doi.org/10.32602/jafas.2020.020>
- Novita, S., Ruhadi, & Syarif, Moch. E. (2020). Determinants of Dividend Policy in Jakarta Islamic Index (JII) Companies: *Proceedings of the International Seminar of Science and Applied Technology (ISSAT 2020)*. International Seminar of Science and Applied Technology (ISSAT 2020), Bandung, Indonesia. <https://doi.org/10.2991/aer.k.201221.103>
- Pedersen, M. S., Landheim, A., Møller, M., & Lien, L. (2018). Audit and feedback in mental healthcare: Staff experiences. *International Journal of Health Care Quality Assurance*, 31(7), 822–833. <https://doi.org/10.1108/IJHCQA-08-2017-0142>
- Rahi, S. (2017). Research Design and Methods: A Systematic Review of Research Paradigms, Sampling Issues and Instruments Development. *International Journal of Economics & Management Sciences*, 06(02). <https://doi.org/10.4172/2162-6359.1000403>
- Rais, B. N., & Santoso, H. F. (2018). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan institusional, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen*. Jurnal Akuntansi, Vol. 18.
- Ramli, N. M. (2010). *Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies*. International Review of Business Research Papers. 6(1)
- Rangi, Joshua Okoth (2019). *Relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy in the Sugar Industry in Kenya*.
- Rochmah, H. N., & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1812927. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1812927>.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta And Agency Costs As Determinants Of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- Sanjaya Adi Putra, G., & Dwirandra, A. A. N. B. (2019). The effect of auditor experience, type of personality and fraud auditing training on auditors ability in fraud detecting with professional skepticism as a mediation variable. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 6(2), 31–43. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v6n2.604>
- Sartika, F. (2020). Pengaruh Struktur Modal Dan Ownership Concentration Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening.
- Schneider, A., Hommel, G., & Blettner, M. (2010). Linear Regression Analysis. *Deutsches Ärzteblatt International*. <https://doi.org/10.3238/arztebl.2010.0776>
- Scott, W., & Hall, P. (n.d.). [CITATION] *Financial accounting theory*. 1.
- Sejati, F. R., Ponto, S., Prasetyaningrum, S., Sumartono, S., & Sumbari, N. N. (2020). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Berkala Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 5(2), 110. <https://doi.org/10.20473/baki.v5i2.21480>
- Setyabudi, T. (2021). The Effect of Kepemilikan institusional, Leverage, and Profitability on Firm Value with Dividend Policy as an Intervening Variable. *Journal of Business and Management Review*, 2(7), 457–469. <https://doi.org/10.47153/jbmr27.1632021>

- Singh, N. P., & Tandon, A. (2019). The Effect of Dividend Policy on Stock Price: Evidence from the Indian Market. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 15(1–2), 7–15. <https://doi.org/10.1177/2319510X19825729>
- Suharmanto, A., Widiyanti, H. M., & Taufik, H. (2019). *Analysis of Financial Performance and Opportunity of Investment on Dividend Policy with Profitability As Moderating Variable in LQ45 Company Listed In Indonesia Stock Exchange*. Vol. 2(1).
- Sumanti, J. C., & Mangantar, M. (2015). *Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei*. Jurnal EMBA. 3(1).
- Suwaidan, M. S., & Khalaf, D. L. S. (2020). The Effect of Board Composition and Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Jordan. *International Journal of Innovation*, 14(8), 19.
- Taman, A., & Nugroho, B. A. (2011). Determinan Kualitas Implementasi Corporate Governance Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2004-2008. *Jurnal Pendidikan Akuntansi Indonesia*, 9(1). <https://doi.org/10.21831/jpai.v9i1.955>
- Thanatawee, Y. (2012). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), p121. <https://doi.org/10.5539/ijef.v5n1p121>.
- Tijjani, P. B. (2016). An Empirical Analysis of Free Cash Flow and Dividend Policy in the Nigerian Oil and Gas Sector. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7.
- Tran, T. X. A., & Le, Q. T. (2019). The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Application in Vietnam Stock Exchange. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 8(2), 131–146. <https://doi.org/10.2478/ajis-2019-0025>
- 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, Vol (9), 11.
- Vidyantie, D. N., & Handayani, R. (2006). *The Analysis Of The Effect Of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size And Earning Volatility To Kepemilikan manajerial Based On Agency Theory Perspective*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi. 8(2).
- Walter, J. E. (1963). Dividend Policy: Its Influence On The Value Of The Enterprise. *The Journal of Finance*, 18(2), 280-291. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00724.x>
- Zainuddin, Z., Andaresta Mananohas, O., & Akindutire, O. R. (2020). The Effect of Debt Policies, Profitability, Managerial Ownership Structure, and Liquidity on Dividend Policy. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 23(03). <https://doi.org/10.33312/ijar.483>