

**PENGARUH FAMILY CONTROL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
(Studi Pada Perusahaan LQ 45 Pada Bursa Efek Indonesia)”**

(Tesis)

Oleh

RUDI SETIAWAN



**PROGRAM PASCASARJANA MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2023**

ABSTRAK

PENGARUH FAMILY CONTROL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi Pada Perusahaan LQ 45 Pada Bursa Efek Indonesia)

Oleh

Rudi Setiawan

Kebijakan dividen dan berbagai faktor-faktor yang mempengaruhinya masih menjadi topik yang menarik menjadi sebuah kajian, khususnya kebijakan yang berlaku kepada berbagai perusahaan keluarga yang ada di Bursa Efek Indonesia. Fenomena menarik dalam hal kepemilikan saham di Asia dalam rangka persaingan bisnis adalah dominasi kepemilikan keluarga yaitu 60% perusahaan proses bisnisnya dikendalikan oleh keluarga. Kehadiran keluarga sebagai *controlling shareholder* dan pemegang saham diduga mempengaruhi perusahaan dalam keputusan membagikan dividen, terdapat empat variabel keluarga yang dipertimbangkan dalam keputusan pembagian dividen yaitu kepemilikan keluarga, generasi keluarga, tingkat pendidikan dan lulusan internasional. Penelitian ini berbentuk deskriptif kuantitatif dengan menggunakan data sekunder dan berbentuk Data Panel, runtun waktu (*time series*) yang digunakan pada periode 2015-2020, dengan observasi (*cross section*) berupa 10 perusahaan keluarga pada LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Metode yang digunakan adalah *Ordinary Least Square* (OLS). Hasil penelitian menjelaskan dan mengidentifikasi bahwa pada level signifikansi $\alpha=5\%$ Kepemilikan keluarga (FO) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan deviden, generasi keluarga (FG) tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden, Tingkatan pendidikan (FD) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan deviden dan lulusan internasional (FIE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan deviden.

Kata Kunci : Kebijakan dividen, kepemilikan keluarga, Generasi keluarga, LQ45

ABSTRACT

FAMILY CONTROL EFFECT ON DIVIDEND POLICY (Study on LQ 45 Companies on the Indonesian Stock Exchange)

By

Rudi Setiawan

Dividend policy and the various factors that influence it are still an interesting topic for study, especially the policies that apply to various family companies on the Indonesia Stock Exchange. An interesting phenomenon in terms of share ownership in Asia in the context of business competition is the domination of family ownership, namely 60% of companies whose business processes are controlled by families. The presence of the family as a controlling shareholder and shareholders is thought to influence the company's decision to distribute dividends, There are four family variables that are considered in the dividend distribution decision, namely family ownership, family generation, level of education and international graduates. This research is in the form of quantitative descriptive using secondary data and in the form of Panel Data, time series used in the 2015-2020 period, with observation (cross section) of 10 family companies at LQ 45 listed on the Indonesia Stock Exchange, the method used used is Ordinary Least Square (OLS). The results of the study explain and identify that at the significance level $\alpha=5\%$ Family ownership (FO) has a negative and significant effect on dividend policy, family generation (FG) has no effect on dividend policy, level of education (FD) has a positive and significant effect on dividend policy and international graduates (FIE) have a positive and significant effect on dividend policy.

Keywords: Dividend Policy, Family Ownership, Family Generation, LQ45

**PENGARUH FAMILY CONTROL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
(STUDI PADA PERUSAHAAN LQ 45 PADA BURSA EFEK INDONESIA)**

Oleh

Rudi Setiawan

Tesis

Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Mencapai Gelar
MAGISTER MANAJEMEN

Pada

Program Pascasarjana Magister Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung



**MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2023**

Judul Tesis : **PENGARUH FAMILY CONTROL TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN (STUDI PADA PERUSAHAAN
LQ 45 PADA BURSA EFEK INDONESIA)**

Nama Mahasiswa : **Rudi Setiawan**

No. Induk Mahasiswa : **1921011007**

Konsentrasi : **Keuangan**

Program Studi : **Magister Manajemen**

Fakultas : **Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**

MENYETUJUI

Komisi Pembimbing I

Komisi Pembimbing II



Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E
NIP. 19630831 198903 2 002



Dr. Ernie Hendrawati, S.E., M.Si.
NIP. 19691128 200012 2 001

MENGETAHUI

Ketua Program Studi Magister Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Lampung



Prof. Dr. Mahrinasari, S.E., M.Sc.
NIP. 19661027199003 2 002

MENGESAHKAN

1. Komisi Penguji:

Ketua Penguji : **Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E**
(Pembimbing I)



.....

Penguji I : **Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc**



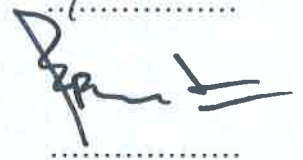
.....

Penguji II : **Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si**



.....

Sekretaris Penguji : **Dr. Ernie Hendrawati, S.E., M.Si.**
(Pembimbing II)



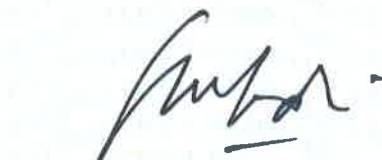
.....

2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung



Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.
NIP. 19660621 199003 1003

3. Direktur Program Pascasarjana Universitas Lampung



Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si.
NIP. 19640326 198902 1001



4. Tanggal Lulus Ujian Skripsi : 9 Mei 2023

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Rudi Setiawan

NPM : 1921011007

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Jurusan : Magister Manajemen

Judul Tesis : Pengaruh Family Control Terhadap Kebijakan Dividen

(Studi Pada Perusahaan LQ 45 Pada Bursa Efek Indonesia)

Dengan ini menyatakan bahwa penelitian ini adalah hasil karya saya sendiri, dan dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan dari orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat pemikiran dari peneliti lain tanpa pengakuan peneliti aslinya.

Demikianlah pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya, untuk dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Bandar Lampung, 25 Mei 2023
Yang membuat pernyataan



Rudi Setiawan
NPM 1921011007

RIWAYAT HIDUP

Nama lengkap penulis adalah Rudi Setiawan, penulis dilahirkan pada tanggal 02 Januari 1980 di Palembang. Penulis merupakan anak keenam dari pasangan Alm Bapak Sukarjo dan Alm Ibu Sumini.

Pendidikan yang telah ditempuh penulis yaitu Sekolah Dasar (SD) di SDN 2 Teluk Betung dan lulus pada tahun 1992. Sekolah Menengah Pertama (SMP) diselesaikan pada tahun 1995 dari SMPN 5 Tanjung Karang. Kemudian penulis melanjutkan ke tingkat Sekolah Menengah Atas SMAN 10 Bandar Lampung dan lulus pada tahun 1998. Pada tahun yang sama, penulis terdaftar sebagai mahasiswa Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung dan menyelesaikan pendidikan sarjana nya pada tahun 2003.

Pada tahun 2019 penulis melanjutkan pendidikan tingkat magister pada program studi Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

PERSEMBAHAN

Puji syukur bagi Sang Triratna, Para Buddha dan Bodhisattva, ku persembahkan karya Tesis ini untuk :

Almarhum kedua orang tua saya yang telah tiada Alm Bpk Sukarjo dan Alm Ibu Sumini, terima kasih atas berkah serta kasih sayang yang tak terhingga.

Istriku tercinta Eli Meilianti yang telah mendukung saya untuk menyelesaikan Tesis ini, terima kasih atas semua cinta dan dukunganmu. Segala perjuangan saya hingga titik ini saya persembahkan padamu yang berharga dalam hidupku. Terima kasih telah menjadi pasangan yang saling menyempurnakan.

Kedua putraku Marcello Setiawan dan Vincent Setiawan yang telah memberi semangat dalam menyelesaikan segala tugas tugas yang ada sehingga Tesis ini dapat selesai dengan baik.

Keluarga besar, sahabat, serta teman-teman
Terima kasih telah membantu dan menemani hari-hariku.

Dosen-dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Jurusan Magister Ilmu Ekonomi yang telah memberikan motivasi, arahan, pelajaran, dan nasihat yang sangat membantu dan membangun. Serta almamater tercinta Jurusan Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

MOTTO

“Sabbe Sattā Bhavantu Sukhitattā”

Semoga semua makhluk hidup berbahagia.

"Janganlah memperhatikan kesalahan dan hal-hal lain yang telah dikerjakan atau belum dikerjakan oleh orang lain.

Tetapi, perhatikanlah apa yang telah dikerjakan dan apa yang belum dikerjakan oleh diri sendiri"

(Puppha Vagga 7).

“Belajarlh dari masa lalu, lakukanlah hari ini, dan berharaplah untuk hari esok.

Yang penting jangan pernah berhenti mempertanyakan sesuatu”

(Albert Einstein)

SANWACANA

Puji syukur bagi Sang Triratna, Para Buddha dan Bodhisattva sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “*Pengaruh Family Control Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan LQ 45 Pada Bursa Efek Indonesia)*” sebagai syarat untuk memperoleh gelar Magister Management di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Dalam menyelesaikan tesis ini penulis banyak dibantu dan didukung oleh berbagai pihak. Untuk itu, dalam kesempatan ini dengan ketulusan hati penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Ir. Lusmeilia Afriani, D.E.A. J.P.M selaku Rektor Universitas Lampung
2. Bapak Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si. selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Lampung
3. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si., Selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
4. Ibu Prof. Dr. Mahrinasari MS, S.E., M.Sc. Selaku Ketua Jurusan Magister Management Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
5. Ibu Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E. Selaku Dosen Pembimbing 1 yang telah meluangkan waktu untuk membimbing dengan penuh kesabaran, memberikan perhatian, motivasi, dukungan, semangat serta memberikan arahan, ilmu dan saran kepada penulis sehingga tesis ini terselesaikan.
6. Ibu Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si. Selaku Dosen Pembimbing 2 yang juga telah meluangkan waktu untuk membimbing dengan penuh kesabaran, memberikan perhatian, motivasi, dukungan, semangat serta memberikan arahan, ilmu dan saran kepada penulis sehingga tesis ini terselesaikan.
7. Bapak Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc selaku Dosen Penguji Utama pada ujian Tesis, terima kasih atas kritik dan saran, serta pengetahuannya untuk peneliti dalam proses penyelesaian tesis ini

8. Bapak Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si selaku Dosen Penguji Kedua pada ujian Tesis, yang telah memberikan saran, arahan, tambahan ilmu sehingga tesis ini dapat selesai dengan hasil yang baik.
9. Bapak dan Ibu dosen Jurusan Magister Manajemen dan Staf Akademik Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, yang telah memberikan ilmu dan pelajaran yang sangat bermanfaat selama menuntut ilmu di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
10. Teman-teman Magister Manajemen angkatan 2019 Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung telah berbagi ilmu dan mau saling membantu dalam perkuliahan.
11. Semua pihak yang telah membantu dan memberikan kontribusi dalam penulisan tesis ini yang tidak bisa disebutkan satu persatu,

Akhir kata, penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari kesempurnaan, akan tetapi penulis berharap semoga karya sederhana ini dapat berguna dan bermanfaat bagi penulis khususnya dan bagi para pembaca pada umumnya.

Bandar Lampung, 25 Mei 2023
Penulis,

Rudi Setiawan
NPM 1921011007

DAFTAR ISI

	Halaman
DAFTAR ISI.....	i
DAFTAR TABEL.....	ii
DAFTAR GAMBAR.....	iii
DAFTAR LAMPIRAN.....	iv
I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	16
C. Tujuan Penelitian.....	16
D. Manfaat Penelitian.....	16
II. TINJAUAN PUSTAKA	
A. Tinjauan Teori Dividen	18
1. Teori dan pengertian Kebijakan Dividen	18
2. Jenis-jenis Kebijakan Dividen.....	22
B. Teori Keagenan (Agency Theory).....	23
1. Teori Agensi	23
2. Masalah Agensi Perusahaan	26
3. Pendekatan Pengembangan Teori Agensi	26
4. Masalah Agensi dan Asymmetric Information	28
C. Struktur Kepemilikan Family Control	31
1. Teori Pengelolaan Perusahaan	31
2. <i>Family Ownership</i> dan Kebijakan Dividen.....	32
D. Struktur Kepemilikan Berdasarkan Karakteristik Demografi.....	33
1. Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen.....	33
2. Family Generation dan Kebijakan Dividen	35
3. Tingkatan pendidikan dan Kebijakan Dividen.....	36
4. Lulusan Internasional dan Kebijakan Dividen.....	37
E. Penelitian Terdahulu	38
F. Kerangka Pemikiran.....	46
G. Hipotesis Penelitian.....	48

III. METODE PENELITIAN	
A. Jenis dan Sumber Data	53
B. Definisi Operasional Variabel.....	56
C. Model Penelitian	61
D. Pemilihan Model Data Panel.....	61
1. Common Effect Model (CEM)	62
2. Uji Chow /Fixed Effect	62
3. Uji Hausman / Random Effect	64
E. Uji Lagrange Multiplier (LM).....	65
F. Pengujian Asumsi Klasik	66
1. Uji Normalitas	66
2. Deteksi Multikolinearitas	66
3. Uji Heterokedastisitas.....	67
4. Uji Autokorelasi	67
G. Uji Hipotesis t dan F statistik	68
1. Uji t (<i>t-test</i>)	68
2. Uji F-Statistik	68
H. Koefisien Determinasi (R^2).....	68
IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	
A. Statistik Deskriptif	69
B. Pemilihan Teknik Regresi Data Panel.....	74
1. Uji Chow	74
2. Uji Hausman	75
C. Pengujian Asumsi Klasik	76
1. Uji Normalitas	76
2. Deteksi Multikolinearitas	77
3. Uji Heterokedastisitas.....	77
4. Uji Autokorelasi	78
D. Hasil Estimasi Ordinary Least Square (OLS) Data Panel dengan Fixed Effect Model.....	79
E. Pengujian Hipotesis.....	81
1. Uji t (<i>t-test</i>)	81
2. Uji F-Statistik	83
F. Hasil Koefisien Determinasi (R^2).....	84
G. Hasil dan Pembahasan.....	84

V. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan	105
B. Saran.....	106

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Daftar 10 Perusahaan dan pemegang saham keluarga pada LQ 45 di Bursa Efek Indonesia Per 31 Desember Tahun 2015-2020.....	4
2. Penelitian Terdahulu.....	38
3. Nama Variabel, Simbol, Satuan, dan Sumber Data.....	53
4. Kriteria Pemilihan Sample.....	54
5. Kode, Nama Perusahaan, Pemegang saham, Persentase dan CEO perusahaan 10 perusahaan keluarga	55
6. Statistik Deskriptif.....	69
7. Hasil Uji Chow/Fixed Effect	75
8. Hasil Uji Husman/Random Effect.....	75
9. Hasil Pengujian Multikolinieritas	77
10. Hasil Deteksi Masalah Heterokedastisitas.....	78
11. Hasil Deteksi Masalah Autokorelasi	79
12. Hasil Ordinary Least Square (OLS) Pada Model <i>Fixed Effect</i>	80
13. Hasil Uji t pada tingkat signifikansi 95% dan $df = 52$	81
14. Hasil Uji F pada tingkat kepercayaan 95 persen	83
15. Perusahaan, Generasi dan Dividen Payout Ratio	89
16. Perusahaan, CEO/Pemilik, Tingkatan Pendidikan dan DPR pada 10 Perusahaan Keluarga.....	91
17. Perusahaan, CEO/Pemilik, Lulusan dan DPR pada 10 Perusahaan Keluarga.....	94

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Rata-rata Profitabilitas/ROA pada 10 perusahaan keluarga yang selalu berada pada LQ 45 Per 31 Desember Tahun 2015-2020.	9
2. Rata-rata struktur modal/DER pada 10 perusahaan keluarga yang selalu berada pada LQ 45 Per 31 Desember Tahun 2015-2020.	11
3. Rata-rata Kesempatan Investasi pada 10 perusahaan keluarga yang selalu berada pada LQ 45 Per 31 Desember Tahun 2015-2020.	14
4. Kerangka Pemikiran.	47
5. Pemilihan Model Data Panel.	62
6. Perbandingan rata-rata Family Ownership terhadap Dividen Payout ratio 10 perusahaan keluarga sepanjang tahun 2015-2020..	86
7. Perbandingan rata-rata Profitabilitas (ROA) terhadap Dividen Payout ratio 10 perusahaan keluarga sepanjang tahun 2015-2020..	97
8. Perbandingan rata-rata Struktur Modal (DER) terhadap Dividen Payout ratio 10 perusahaan keluarga sepanjang tahun 2015-2020.	100
9. Perbandingan rata-rata Keputusan Investasi (MVB/BVE) terhadap Dividen Payout ratio 10 perusahaan keluarga sepanjang tahun 2015-2020.....	103

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Data Kebijakan Dividen/Dividen Payout Ratio (DPR) pada 10 Perusahaan Keluarga di Indonesia Tahun 2015-2020.....	L-1
2. Data Family Ownership (FO) pada 10 Perusahaan Keluarga di Indonesia Tahun 2015-2020.	L-2
3. Data Family Generation (FG), Family degree (FD) dan Family International Education (FIE) pada 10 Perusahaan Keluarga di Indonesia Tahun 2015-2020.	L-3
4. Data Profitabilitas (ROA) dan Struktur Modal (DER) pada 10 Perusahaan Keluarga di Indonesia Tahun 2015-2020.....	L-4
5. Data Keputusan Investasi (MVE/BE) pada 10 Perusahaan Keluarga di Indonesia Tahun 2015-2020.	L-5
6. Data Hasil Statistik Deskriptif.	L-6
7. Data Hasil Pengujian Fixed Effects Tests.....	L-7
8. Data Hasil Pengujian Random Effects - Hausman Test.	L-8
9. Data Hasil Pengujian Normalitas Data.	L-9
10. Data Hasil Pengujian Multikolinieritas Data.	L-10
11. Data Hasil Pengujian Heterokedastisitas Data.....	L-11
12. Data Hasil Pengujian Autokorelasi Data.	L-12
13. Data Hasil Akhir Ordinary Least Square dengan Fix Model.....	L-13
14. t-Tabel Titik Persentase Distribusi t (df = 41 – 80).	L-14
15. F statistik Tabel.....	L-15
16. Nilai Table Kritis Chi-Square.	L-16

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Kebijakan dividen dan berbagai faktor-faktor yang mempengaruhinya masih menjadi topik yang menarik menjadi sebuah kajian, khususnya kebijakan yang berlaku kepada berbagai perusahaan yang ada di Bursa Efek Indonesia. Dividen digunakan sebagai sinyal bagi prospek perusahaan dimasa yang akan datang, rasio pembagian dividen atau *dividend payout ratio* dinilai sangat penting bagi investor karena sangat erat kaitannya dengan kebijakan perolehan laba perusahaan. Pengukuran atau parameter besaran dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham menurut PSAK No. 23 tahun 2017, mengartikan dividen sebagai pendistribusian laba kepada pemegang saham sesuai dengan skala kepemilikan saham berdasarkan jenis modal tertentu. Pengaruh insider ownership, profitabilitas, size dan leverage terhadap kebijakan dividen, pembagian dividen perusahaan dilakukan menandakan bahwa laba yang diperoleh menunjukkan peningkatan yang signifikan, pada tahap ini semua investor yang menginvestasikan dananya wajib mendapatkan dividen sesuai jumlah kepemilikan modal di perusahaan tersebut. Dividen yang dibagikan oleh perusahaan sendiri dapat berupa dividen kas, dividen utang, dividen likuidasi dan dividen berupa saham (Kumalawati, 2020).

Menurut (Hery, 2016), dalam rangka membagi laba yang diperoleh sebagai dividen mengurangi jumlah laba ditahan yang mengurangi sumber dana yang digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Perusahaan yang tidak membagikan labanya sebagai dividen akan berdampak kepada investor, dimana dividen merupakan salah satu daya tarik yang membuat investor mau menginvestasikan uangnya ke

perusahaan. Menurut (Prasetyo dan Sampurno, 2013) dan (Sudana, 2015) aktivitas di pasar modal, investor memiliki harapan dari investasi yang dilakukannya, yaitu berupa capital gain dan dividen. Kebijakan dividen merupakan besaran persentase laba bersih setelah pajak yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Keputusan dividen merupakan bagian dari keputusan pembelanjaan perusahaan, khususnya berkaitan dengan pembelanjaan internal perusahaan. Rasio besar kecilnya dividen yang dibagikan akan mempengaruhi besar kecilnya laba yang ditahan.

Pembayaran dividen berupa dividen tunai sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia, *free cash flow* yang dimiliki perusahaan menunjukkan kas yang tersedia bagi investor. Pembayaran dividen mengurangi aliran kas bebas yang tersedia bagi manajer untuk melakukan investasi. Perusahaan dengan tingkat aliran kas yang tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi pula. *Free cash flow* inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil (Rosdini, 2009) dan (Prasetyo dan Suryono, 2016).

Kebijakan dividen keterlibatan dua pihak memainkan peran yaitu manajer dan pemegang saham, manajer mengambil suatu peran sebagai penanggungjawab moral untuk mengoptimalkan suatu keuntungan pemegang saham dan mengoptimalkan kesejahteraan, sehingga ada kemungkinan manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham. Konflik kepentingan inilah yang disebut dengan *agency problems* (Jensen and Meckling, 1976). Struktur kepemilikan saham dominan adalah kepemilikan yang terkonsentrasi atau kepemilikan mayoritas oleh suatu pihak atas suatu perusahaan. Kepemilikan yang dominan dan dalam jumlah yang besar menjadikan pihak tersebut memiliki kontrol yang besar atas perusahaan sehingga pemegang saham mayoritas dapat disebut juga dengan pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) disini sebagai contoh spesifik adalah keluarga yang memainkan peran jenis *controlling shareholder* yang paling banyak ditemui.

(Claessens *et al.*, 2000) mengatakan bahwa kebijakan dividen sangat penting dalam keputusan keuangan perusahaan, di beberapa negara struktur kepemilikan terkonsentrasi seperti kepemilikan keluarga atau individu, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing memiliki pembayaran dividen yang rendah (Muharramah *et al.*, 2020).

Fenomena menarik dalam hal kepemilikan saham di ASIA dalam rangka persaingan bisnis adalah dominasi kepemilikan keluarga yaitu 60% perusahaan proses bisnisnya dikendalikan oleh keluarga. Data Indonesian *Institute For Corporation and Directorship* menunjukkan bahwa lebih dari 95% perusahaan yang kepemilikannya dikendalikan oleh keluarga (IIDC, 2010). Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan LQ 45 yang terdaftar pada bursa efek Indonesia, melihat di Indonesia rata-rata saham perusahaan dikuasai oleh keluarga. Menurut (Sciascia and Mazzola, 2008) perusahaan keluarga adalah perusahaan di mana sebuah keluarga mengendalikan perusahaan melalui kepemilikan maupun keterlibatan dalam manajemen. Keterlibatan keluarga pada kepemilikan biasanya diukur berdasarkan prosentase kepemilikan pada saham, Menurut (Andres, 2008) untuk perusahaan terbuka atau public dikatakan perusahaan keluarga jika pendiri atau anggota keluarganya memiliki 25% hak suara atas perusahaan melalui penanaman modal dan ada setidaknya satu orang anggota keluarga dalam manajemen. Kepemilikan perusahaan oleh orang atau entitas dibuktikan dengan kepemilikan saham yang ada di perusahaan tersebut.

Perusahaan keluarga merupakan bentuk perusahaan yang umum terdapat di Indonesia, jenis perusahaan ini dimiliki, dikelola dan dikontrol oleh beberapa anggota keluarga. Perusahaan keluarga dicirikan salah satunya dengan kepemilikan mayoritas saham oleh pendiri atau keluarga pendiri atau institusi lain yang direksinya adalah keluarga dari pendiri perusahaan tersebut, yang dikenal sebagai struktur kepemilikan piramida. Kepemilikan mayoritas saham oleh keluarga inilah yang memunculkan nuansa konflik keagenan yang berbeda pada perusahaan keluarga (Madyan, 2019). Pemegang saham keluarga sebagai pendiri umumnya tetap memegang porsi

mayoritas saham perusahaan dan memiliki hak kontrol mengendalikan kebijakan perusahaan. Pemegang saham mayoritas dengan kendali substansial mereka seringkali bertindak untuk kepentingan pemegang saham mayoritas bukan pemegang saham secara keseluruhan, sehingga dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas khususnya dalam jangka panjang (Young, 2008).

Kriteria saham yang didominasi oleh kepemilikan keluarga menurut beberapa temuan menjelaskan seperti (Prabowo and Simpson, 2011) hasil penelitian di Indonesia menggunakan kriteria kepemilikan saham diatas 20% untuk menyatakan struktur kepemilikan keluarga, sedangkan (Bambang dan Hermawan, 2012) menggunakan kriteria kepemilikan saham keluarga diatas 5%. Penelitian yang dilakukan oleh (Wiranata dan Nugrahanti, 2013) menggunakan kriteria memiliki lebih 20% hak suara. Perusahaan-perusahaan di Indonesia yang terdaftar pada bursa efek Indonesia tidak dapat dipungkiri lagi bahwa *controlling* yang dilakukan oleh keluarga tentu terjadi dalam bisnis keluarga dan memiliki kepentingan baik positif maupun negatif dalam pergerakan saham dan kinerja perusahaan, ini merupakan bagian yang dapat disimpulkan tentang *family ownership* yang telah lama ada di Indonesia dan memang merupakan bagian dari perusahaan.

Berikut perusahaan-perusahaan keluarga yang selalu berada pada saham LQ 45 dengan saham keluarga diatas 20% di Indonesia :

Tabel 1. Daftar 10 Perusahaan dan pemegang saham keluarga pada LQ 45 di Bursa Efek Indonesia Per 31 Desember Tahun 2015-2020

No	Kode	Nama Perusahaan	Pemegang Saham	Persentase
1	BBCA	PT Bank Central Asia Tbk.	PT Dwimuria Investama Andalan, Direksi dan Komisaris.	54,94 %
2	GGRM	Gudang Garam Tbk	PT. Suryaduta Investama, komisaris dan direksi	69,29 %
3	HMSP	HM Sampoerna Tbk	Philip Morris Indonesia, PT , direksi dan komisaris	92,5 %
4	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	PT Indofood Sukses Makmur Tbk, Direksi Dan Komisaris	80,53 %
5	INDF	Indofood Sukses	First Pacific Investment	50,07 %

No	Kode	Nama Perusahaan	Pemegang Saham	Persentase
		Makmur Tbk	Management Ltd, direksi dan komisaris	
6	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	PT Global Mediacom Tbk, direksi dan komisaris	52,67 %
7	INTP	Indocement Tunggal Perkasa Tbk	Birchwood Omnia Ltd., direksi dan Komisaris	51%
8	SRIL	Sri Rejeki Isman Tbk	PT Huddleston Indonesia, direksi dan Komisaris	59%
9	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	PT Paraga Arta Mida, PT Ekacentra Usahamaju, direksi dan komisaris	58,49
10	PWON	Pakuwon Jati Tbk	Pakuwon Arthaniaga, direksi dan komisaris	68,68%

Sumber: Bursa efek Indoneisa, <https://www.idx.co.id/perusahaan>

Pada Tabel 1, memberikan suatu gambaran pemegang saham dan dominan pada perusahaan yang berdiri karena memiliki campur tangan keluarga atau adanya *family ownership*. Berdasarkan sampel pada 10 perusahaan keluarga yang selalu ada pada saham LQ 45 di bursa efek Indonesia, pada 3 perusahaan teratas sebagai contoh HM Sampoerna Tbk sebesar 92,5 % saham dimiliki oleh Philip Morris Indonesia PT, direksi dan komisaris, Indofood CBP Sukses Makmur Tbk sebesar 80,53 % saham dimiliki oleh Pt Indofood Sukses Makmur Tbk, direksi dan komisaris dan PT. Gudang Garam Tbk sebesar 69,29 % saham dimiliki oleh PT. Suryaduta Investama, komisaris dan direksi. Pada 7 Perusahaan lain juga angka campur tangan kepemilikan keluarga pada saham cukup tinggi memiliki angka 50% keatas, hal ini menandakan bahwa peran *family ownership* cukup meluas pada perusahaan-perusahaan LQ 45 di Indonesia dan mencirikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut masuk kedalam perusahaan keluarga.

Kehadiran keluarga sebagai *controlling shareholder* dapat mempengaruhi perusahaan dalam beberapa aspek, hal ini dikarenakan *controlling shareholder* memiliki kekuatan untuk memaksakan pendapatnya pada direksi, manajemen, dan pemegang saham minoritas. Salah satu hal yang dapat dipengaruhi kepemilikan keluarga adalah keputusan finansial perusahaan, dalam hasil survei yang dilakukan (De Angelo *et al.*,

2009) keluarga bermain peran sebagai pemegang saham dan pengendalian mempunyai beragam motif, kesempatan untuk memanfaatkan, menguasai sumber daya dan kekayaan perusahaan untuk kepentingan keluarga sendiri yang dibebankan pada pemegang saham minoritas (La Porta *et al.*, 1998) dan (Villalonga and Amit., 2006). Keluarga cenderung mengendalikan laba bersih bagi kepentingan mereka dengan struktur piramida dan penempatan anggota keluarga pada jabatan direksi (La Porta *et al.*, 1999).

Beberapa temuan penting yang mencakup perusahaan-perusahaan di Indonesia antara lain, (Lukas S, 2017) perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2009 di Indonesia mengatakan bahwa kontrol keluarga memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap pembayaran dividen, karena berpotensi mempengaruhi pembayaran dividen seperti kesempatan pertumbuhan, utang, profitabilitas, ukuran perusahaan dan usia. Perusahaan dengan pemegang saham pengendali keluarga lebih memilih dividen yang lebih rendah, untuk menjaga arus kas yang berpotensi mereka kuasai. Menurut (Ambarwati, 2021), pada periode 2010 sampai tahun 2020 perusahaan manufaktur di Indonesia, Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap divestasi aset, tetapi kepemilikan keluarga, likuiditas dan inflasi sebagai variabel kontrol berpengaruh negatif terhadap restrukturisasi aset yaitu dinvestasi aset, dan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Kepemilikan keluarga berpengaruh positif signifikan terhadap restrukturisasi keuangan melalui pemotongan dividen, namun kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap restrukturisasi pemotongan dividen.

Menurut (Linda et al., 2022) perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015 –2019, kepemilikan keluarga berpengaruh positif signifikan. Profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan, sedangkan rasio utang terhadap modal dan komisaris independen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen dengan *Dividen payout ratio* yang tinggi bisa jadi merupakan bentuk tunneling bagi pemegang saham mayoritas yang

relatif tidak menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Melalui dividen yang tinggi terjadi transfer arus kas perusahaan ke pemegang saham keluarga yang merupakan mayoritas dan dinilai positif oleh pemegang saham minoritas. Kondisi semacam ini sering tidak dipahami pemegang saham minoritas yang tidak memiliki cukup pengetahuan dan informasi terkait kebijakan strategis perusahaan. Sebuah teori agency problem penyalahgunaan free cash flow oleh manajer menjelaskan *Free cash flow* atau arus kas bebas merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen tanpa harus menjual atau mengeluarkan surat-surat berharga lainnya, dan merupakan sisa aliran kas dari pendanaan seluruh proyek perusahaan. Pada perusahaan keluarga, agency problems antara pemegang saham dan manajer lebih jarang terjadi karena adanya pengawasan dan partisipasi keluarga dalam manajemen atau dewan direksi perusahaan sehingga perusahaan tidak perlu membagikan dividen dalam jumlah besar sebagai pengawasan penggunaan *free cash flow*, (Isakov and Weisskopf, 2015).

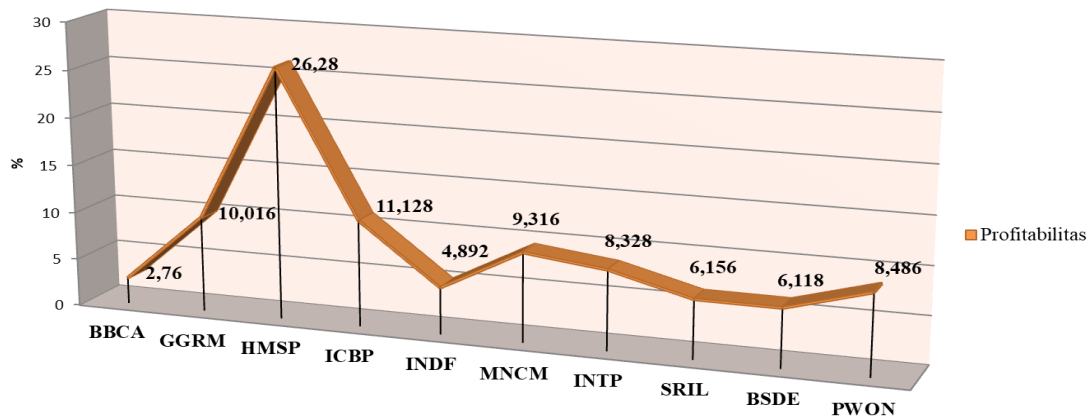
Menurut teori *income needs*, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai sumber pendapatan. Pada perusahaan yang sudah besar dan telah dikelola oleh beberapa generasi, akan semakin banyak anggota keluarga yang menggantungkan pendapatan dari dividen. Oleh karena itu, semakin jauh generasi pengelola dari pendiri maka akan semakin banyak *family member*, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut karena semakin banyak anggota keluarga yang harus ditanggung (Isakov and Weisskopf., 2015). Perusahaan keluarga pada generasi pertama ada pada tahap awal perusahaan dalam memperkenalkan produknya kepada konsumen. Sementara itu, perusahaan keluarga pada generasi penerus memasuki perkembangan yaitu perusahaan masih dalam taraf membangun dengan melakukan investasi. Perusahaan yang melakukan ekspansi dan investasi membutuhkan dana yang besar sehingga dapat berdampak pada rendahnya tingkat pembayaran dividen. Dengan demikian, semakin tinggi generasi maka semakin rendah tingkat pembayaran dividen.

Faktor karakteristik perusahaan keluarga lainnya ditandai dengan latar belakang pendidikan dibahas dalam beberapa kajian yang menyatakan bahwa kecocokan dan tingkatan pendidikan sangat mempengaruhi keputusan dan manajemen risiko, Menurut Custodio dan Metzger (2014) CEO ahli keuangan memiliki latar belakang pendidikan dan pengalaman kerja yang berbeda dengan CEO yang bukan ahli keuangan. CEO ahli non finansial lebih cenderung memiliki gelar sains atau gelar hukum, sedangkan CEO pakar keuangan lebih cenderung lulus dari sekolah *Ivy League* dan memiliki gelar MBA atau gelar terkait ekonomi (dengan memperhitungkan semua tingkat pendidikan: sarjana, master, atau doktor) (Custodio dan Metzger, 2014). He *et al.* (2016) dalam penelitiannya mengukur latar belakang pendidikan ketua dewan dengan menggunakan variabel *dummy*, bernilai satu jika latar belakang pendidikan ketua dewan adalah akuntansi, manajemen keuangan, manajemen dan perdagangan luar negeri, dan bernilai nol jika tidak. He *et al.* (2016) juga mengukur latar belakang pendidikan dari eksekutif manajer dengan menggunakan rasio, yaitu dengan jumlah eksekutif manajer yang memiliki latar belakang pendidikan bisnis dibagi jumlah eksekutif manajer.

Sisi berbeda dikaji masih membahas tentang keluarga dalam perusahaan melalui *Family generation* dengan melihat gender memainkan peran dalam perusahaan, (McGuinness, 2015) Peran aktif perempuan di dewan direksi memberikan rasa perlindungan bagi pemegang saham kecenderungan yang lebih baik dalam hal menyelaraskan manfaat ekonomi manajer dan pemegang saham. Jika peran perempuan efektif di dewan direksi, mereka dapat mempengaruhi keuangan keputusan perusahaan khususnya kebijakan dividen (Adams and Ferreira, 2009; Chen, 2017). Pengaruh kepemilikan keluarga terhadap hubungan perbedaan gender dewan direksi dan kebijakan dividen bisa dijelaskan oleh dua faktor perspektif yakni penyelarasan kepentingan dan pemegang saham minoritas. Sumber daya untuk keuntungan pribadi (Gyapong, 2019). (Adjaoud and Ben-Amar, 2010), (Byoun, 2016) menjelaskan hubungan yang positif antara struktur dewan direksi dan pembayaran dividen, begitu juga dilaporkan hasil yang sama dari hubungan yang positif direktur

wanita pada kebijakan dividen, menghasilkan dampak positif dari keragaman gender dewan direksi pada kebijakan dividen.

Peran keluarga dalam perusahaan merupakan hal yang memang berpengaruh dalam berbagai perusahaan di dunia, selain itu faktor penting Perusahaan-perusahaan yang ada harus mempertimbangkan sudut pandang lain dalam menanggapi kebijakan Dividen dengan melihat *Return On Asset (ROA)* atau sering disebut dengan *Return On Investment (ROI)*. *Return On Asset* digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. *Smoothing Theory* yang dikembangkan oleh (Lintner, 1956), jumlah dividen bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya. Perusahaan yang memiliki tingkatan yang semakin tinggi dalam profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula arus kas dalam perusahaan dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi (Jensen, 1992). *Return On Asset* juga dikaitkan dengan kebijakan dividen yang ada di Indonesia, Berikut adalah *Return On Asset (ROA)*/rasio profitabilitas dalam perusahaan keluarga pada LQ 45 pada bursa efek Indonesia :



Gambar 1. Rata-rata Profitabilitas/ROA pada 10 perusahaan keluarga yang selalu berada pada LQ 45 Per 31 Desember Tahun 2015-2020

Sumber: Bursa Efek Indonesia, Tahun 2015-2020

Pada Gambar 1, menunjukkan profitabilitas rata-rata, dimana ketika perusahaan memiliki efektivitas laba dan profitabilitas yang semakin tinggi akan menyebabkan hubungan yang positif pada dividen payout ratio atau kebijakan dividen di Indonesia.

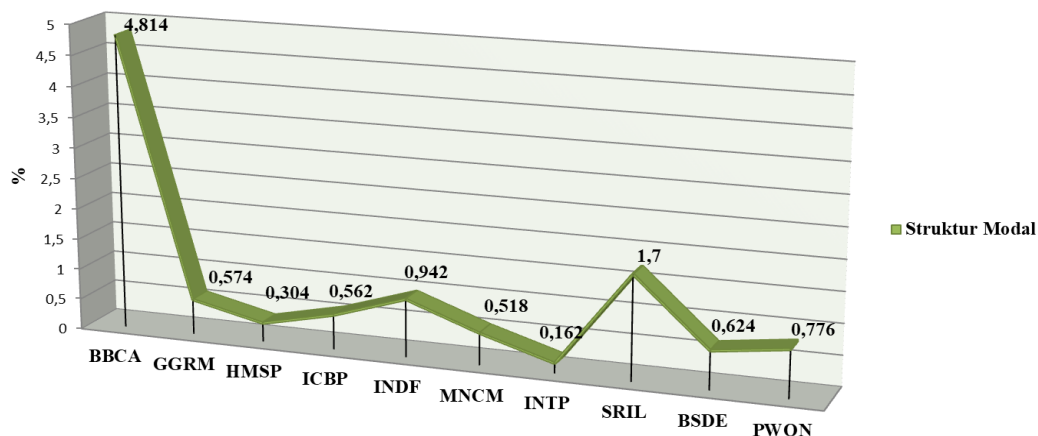
Terdapat 10 Perusahaan keluarga yang selalu masuk pada saham LQ 45 per desember tahun 2015-2019, dalam gambar terdapat 3 perusahaan keluarga teratas dalam profitabilitas dan menyentuh angka diatas 10% adalah (HMSP) PT. HM Sampoerna Tbk memiliki profit sebesar 26,28%, (ICBP) PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk sebesar 11,12% dan (GGRM) PT. Gudang Garam Tbk 10,16%. Perusahaan dengan profitabilitas diatas 5% terdapat 5 Perusahaan yaitu (MNCN) PT. Media Nusantara Citra Tbk sebesar 9,31%, (PWON) PT. Pakuwon Jati Tbk sebesar 8,48%, (INTP) PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk sebesar 8,32%, (SRIL) PT. Sri Rejeki Isman Tbk sebesar 6,15% dan (BSDE) PT. Bumi Serpong Damai Tbk sebesar 6,11%. Perusahaan keluarga dengan profit paling rendah diantara 10 perusahaan dan profitabilitas dibawah 5% yaitu (INDF) PT. Indofood Sukses Makmur sebesar 4,89% dan (BBCA) PT. Bank Central Asia Tbk sebesar 2,76%.

Beberapa kajian yang dilakukan menurut (Zufahni, 2016) dan (Lanawati dan Amilin, 2015) yang menyatakan bahwa terbukti Return On Asset (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Dividend Payout Ratio. Return On Asset (ROA) yang positif menunjukkan bahwa dari total aktiva yang dipergunakan untuk operasi perusahaan mampu memberikan laba bagi perusahaan. Sebaliknya Return On Asset (ROA) negatif menunjukkan total aktiva yang dipergunakan untuk memberikan keuntungan. (Wijyantini, 2019) Pada perusahaan Pembiayaan yang listed di BEI. Dari hasil analisis data regresi dapat disimpulkan bahwa return on asset (ROA) berpengaruh positif terhadap dividen payout ratio (DPR). Hal ini berarti semakin tinggi Return On Asset yang dimiliki perusahaan pembiayaan maka akan semakin tinggi laba yang diterima perusahaan akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen.

Hal ini menyimpulkan bahwa rasio profitabilitas memiliki peran yang positif dan penting dalam hal menanggapi kebijakan dividen yang ada di perusahaan LQ 45 di Indonesia. Perusahaan mendapatkan efektivitas dan laba tetapi perusahaan juga harus menyalurkan keuangan mereka untuk memenuhi pembayaran utang. Hal ini dicerminkan dari rasio hutang modal kemampuan perusahaan dalam memenuhi

seluruh kewajibannya, semakin rendah *Debt Equity Ratio (DER)* maka semakin tinggi kemampuan perusahaan membayar seluruh kewajiban (Sutrisno, 2001). Perusahaan-perusahaan yang *profitable* memiliki lebih banyak *earnings* yang tersedia untuk retensi atau investasi maka cenderung membangun ekuitas mereka relatif terhadap hutang.

Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Hartono, 2012). ROA yang baik akan mencerminkan semakin baik perusahaan akan membagikan dividennya sisi lain adalah masalah kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya. Berikut adalah *Debt to Equity Ratio (DER)*/Struktur Modal dalam perusahaan keluarga keluarga pada LQ 45 pada bursa efek Indonesia :



Gambar 2. Rata-rata struktur modal/DER pada 10 perusahaan keluarga yang selalu berada pada LQ 45 Per 31 Desember Tahun 2015-2020
 Sumber: Bursa Efek Indonesia, Tahun 2015-2020.

Pada Gambar 2, menunjukkan Debt to Equity Ratio/struktur modal, dimana ketika struktur modal atau pengembalian hutang yang baik dan positif kecenderungan perusahaan memiliki hubungan yang positif terhadap dividen payout ratio atau kebijakan dividen di Indonesia. Terdapat 10 Perusahaan keluarga yang selalu masuk pada saham LQ 45 per desember tahun 2015-2019, dalam gambar terdapat 2 perusahaan keluarga teratas dalam profitabilitas dan menyentuh angka diatas 1%

adalah (BBCA) PT. Bank Central Asia Tbk sebesar 4,81% dan (SRIL) PT. Sri Rejeki Isman Tbk sebesar 1,7% sedangkan 8 Perusahaan keluarga lainnya cenderung struktur modal dibawah 1%.

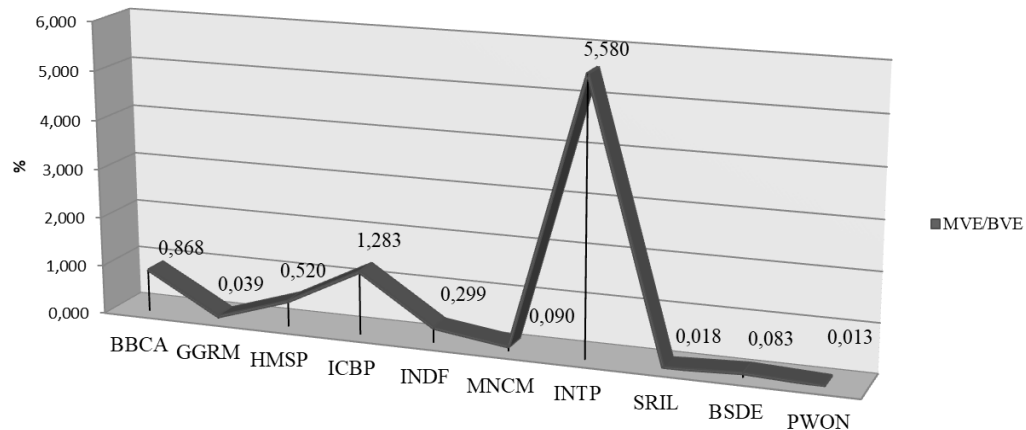
Data Struktur modal menunjukkan gambaran tentang terdapat 2 perusahaan dengan Ratio yang tinggi, ketika perusahaan memiliki tingkat ROA yang tinggi perusahaan harus mampu juga memiliki tingkat *Debt to Equity Ratio* yang tinggi sebagai bentuk kemampuan perusahaan terhadap pembayaran hutang. Peranan *Debt to Equity Ratio* yang telah dipenuhi oleh perusahaan-perusahaan otomatis akan mampu menyanggupi pembagian dividen. Pengaruh negatif kebijakan utang terhadap kebijakan dividen menunjukkan teori *trade-off*, menurut (Modigliani and Miller, 1963), perusahaan-perusahaan yang memberikan dividen yang dianggap konsisten dan paling tinggi di Indonesia, dimana utang yang melebihi batas optimal menunjukkan utang yang terlalu tinggi dan menyebabkan perusahaan memiliki risiko gagal bayar yang lebih tinggi sehingga semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan. DER yang tinggi maka semakin besar beban utang yang harus dibayar perusahaan sehingga akan menurunkan profit perusahaan sedangkan profit lebih dahulu digunakan untuk melunasi utang daripada membayarkan dividen.

Menurut temuan (Nerviana, 2015) pada 29 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 - 2013. Variabel DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR, semakin menurunnya jumlah hutang atau tuntasnya kewajiban dalam membayar hutang semakin mudah perusahaan untuk menyisihkan pembagian dividen. Temuan (Casriningrum, 2019), Pada 27 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2017. *debt to equity ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, *debt to equity ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak dapat memperkuat atau memediasi pengaruh *current ratio*, *debt to equity ratio*, *return on assets* terhadap nilai perusahaan. Hasil kajian (Nursiami, 2021), perusahaan BUMN sub sektor konstruksi yang terdaftar di Indeks IDX BUMN 20 Periode 2013 - 2020, *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh secara parsial terhadap *Dividend*

Payout Ratio, hasil menunjukkan sisi negatif yang menjelaskan bahwa semakin menurun hutang atau kewajiban yang telah dibayar maka perusahaan semakin mampu untuk menyisihkan keuangan untuk memenuhi kebijakan dividen.

Kebijakan Dividen juga adalah suatu keputusan penting tentang laba perolehan perusahaan pada akhir tahun, apakah akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk Dividen atau ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Kebijakan dividen sangat dipengaruhi oleh peluang investasi dan ketersediaan dana guna membiayai investasi baru. Hal ini menyebabkan adanya kebijakan residual (Brigham and Houston, 2012) atau *residual theory of dividend*, yaitu dividen dibayarkan jika ada pendapatan sisa setelah melakukan investasi baru.

Dividen juga digunakan oleh para investor sebagai alat prediksi untuk prestasi perusahaan di masa yang akan datang, terutama pada perusahaan *go public*. Rasio pembagian dividen dipengaruhi oleh kesempatan investasi, menurut (Myers, 1977), kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan NPV positif. Ketika peluang investasi perusahaan naik, rasio pembayaran dividen harus turun, dengan kata lain ada hubungan terbalik antara besarnya investasi dengan tingkat pengembalian yang diharapkan. Kesempatan investasi terdapat 3 klasifikasi IOS salah satu proksinya adalah MVE/BVE yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan, selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan. Berikut adalah gambaran peluang investasi melalui hasil perhitungan MVE/BE pada 10 Perusahaan keluarga yang berada pada saham LQ 45 di Indonesia:



Gambar 3. Rata-rata Kesempatan Investasi pada 10 perusahaan keluarga yang selalu berada pada LQ 45 Per 31 Desember Tahun 2015-2020

Sumber: Bursa Efek Indonesia, Tahun 2015-2020.

Kesempatan investasi pada 10 perusahaan keluarga pada tingkatan paling tinggi adalah perusahaan (INTP) PT. Indocement Tunggal Perkasa Tbk sebesar 5,580% dan ICBP) PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk sebesar 1,283%, kedua perusahaan ini memiliki kesempatan investasi yang tertinggi, Indocement Tunggal bergerak pada bidang Industri semen. Industri mortar atau beton siap pakai, Industri kemasan, kotak dari kertas dan karton sedangkan Indofood bergerak pada bidang pembuatan mie dan bahan makanan, produk makanan kuliner, biskuit, makanan ringan, nutrisi dan makanan khusus, kemasan, perdagangan, transportasi, pergudangan dan cold storage, jasa manajemen dan penelitian dan pengembangan. Perusahaan keluarga lain 8 perusahaan kesempatan investasi masih diangka dibawah 1%, hasil keputusan investasi ini bila dilihat dari sisi IOS dengan proksi MVE/BE dimana merupakan rasio pasar untuk mengukur pertumbuhan perusahaan melalui perbandingan nilai pasar saham dengan nilai buku saham.

Beberapa penelitian menyimpulkan beberapa hasil dari bagaimana pengaruh suatu kesempatan investasi terhadap kebijakan Dividen di Indonesia, (Astuti dan Efn, 2015) menemukan bahwa peluang investasi memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, tetapi peluang investasi melalui kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Leverage tidak berpengaruh langsung

terhadap nilai perusahaan, tetapi leverage melalui kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. (Yusril dan Khairunnisa, 2020), pada perusahaan sektor aneka industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014 - 2018, terdapat 12 perusahaan variabel kesempatan investasi dan profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Rata-rata nilai kesempatan nilai investasi pada perusahaan sektor aneka industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014 - 2018 adalah sebesar 0,0313, hal ini masih tergolong rendah oleh karena itu tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan Dividen.

Kesempatan Investasi memiliki tujuan penting dalam peningkatan pertumbuhan perusahaan, karena perusahaan lebih cenderung menggunakan dana yang berasal dari sumber dana internal disebabkan sumber dana internal lebih disukai untuk membiayai kegiatan reinvestasi karena dana tersebut memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah. Peluang atau kesempatan investasi perusahaan dapat memengaruhi dividen yang diterima oleh para pemegang saham. Kebijakan dividen menuai beberapa hasil yang positif maupun negatif pada faktor-faktor yang mempengaruhinya pada faktor keluarga antara lain Kepemilikan keluarga, Generasi Keluarga, Tingkatan pendidikan dan Lulusan internasional yang merupakan suatu bagian yang penting dalam perusahaan keluarga khususnya pada beberapa perusahaan yang terdaftar pada perusahaan LQ 45 di Indonesia.

Perusahaan yang sahamnya di kuasai oleh keluarga tidak semata-mata akan menyebabkan kualitas yang buruk baik dalam pembentukan rasio profitabilitas, struktur modal dan keputusan investasi. Secara keseluruhan variabel-variabel yang telah di jabarkan pada latar belakang akan menguji pengaruh terhadap kebijakan dividen yang ada di Indonesia, sehingga penulis membentuk sebuah hipotesis dan judul kajian yaitu **“Pengaruh Family Control Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan LQ 45 Pada Bursa Efek Indonesia)”**

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan sebelumnya, rumusan masalah yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah Kepemilikan Keluarga berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020?
2. Apakah Generasi keluarga berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020?
3. Apakah Tingkatan pendidikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020?
4. Apakah Lulusan internasional berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui membuktikan secara empiris:

1. Untuk menganalisis Kepemilikan Keluarga terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020.
2. Untuk menganalisis Generasi keluarga terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020.
3. Untuk menganalisis Tingkatan pendidikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020.
4. Untuk menganalisis Lulusan internasional terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020.

D. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

2. Penelitian ini sangat bermanfaat bagi penulis sebagai wadah untuk mengaplikasikan ilmu yang telah diperoleh penulis selama proses perkuliahan.
3. Menambah wawasan bagi penulis serta digunakan pihak lain untuk referensi dan untuk melengkapi penelitian.
4. Sebagai bahan masukan dan informasi bagi pemerintah khususnya pihak perbankan maupun pihak-pihak yang terkait untuk mengevaluasi dan analisis kebijakan Dividen pada berbagai perusahaan di Indonesia.

II. TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Teori Dividend

1. Teori dan Pengertian Kebijakan Dividend

Dividen dapat didefinisikan sebagai pembagian laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Situmorang, 2008), Salah satu kebijakan yang harus diambil manajemen adalah memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagikan dalam bentuk laba ditahan. Manajemen mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak perusahaan : 1) dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen, dan 2) diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*). Sehingga dapat disimpulkan pengertian kebijakan dividen yaitu keputusan pihak manajemen untuk menentukan perlakuan terhadap *Earning After Tax* (EAT) yang dibagikan sebagai dividen. (Hendy dan Fakhruddin, 2005) Ada beberapa faktor yang menjadi pertimbangan dalam kebijakan dividen (Atmaja, 2008) antara lain : posisi likuiditas perusahaan, kebutuhan dana untuk membayar utang, rencana perluasan usaha, pengawasan terhadap perusahaan.

Kebijakan dividen adalah salah satu ketentuan perusahaan dalam memutuskan porsi pembagian laba seperti pembagian dividen. Dividen adalah bentuk pembayaran yang ditujukan ke pemilik perusahaan, dimana pembayaran tersebut diperoleh dari keuntungan perusahaan, dalam bentuk tunai ataupun saham, Menurut (Li, 2016) pembayaran dividen merupakan rasio yang jumlah besar pemasukan perusahaan

didistribusikan kepada para investor berupa dividen. Oleh karena itu dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi menyebabkan besarnya jumlah pendapatan dalam hal ini dividen yang didistribusikan kepada investor sedangkan jumlah pendapatan yang tidak besar dapat digunakan oleh perusahaan untuk keputusan peluang kegiatan investasi di masa yang akan datang. Peluang investasi di masa yang akan datang nantinya dapat berdampak pada arus kas dan risiko asset perusahaan di masa yang akan datang.

Menurut (Kolb dan Hidayati, 2006), kebijakan dividen penting karena dua alasan yaitu: 1. Pembayaran dividen akan memengaruhi harga saham. 2. Pendapatan yang ditahan (*retained earning*) biasanya merupakan sumber modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan. Kedua alasan tersebut merupakan dua sisi kepentingan yang agak kontroversial. Kedua kepentingan tersebut bisa terpenuhi, secara optimal manajemen perusahaan seharusnya memutuskan secara hati hati dan teliti terhadap kebijakan dividen yang akan dipilih. Beberapa teori yang digunakan sebagai landasan dalam menentukan kebijakan dividen untuk perusahaan, sehingga dapat dijadikan pemahaman mengapa suatu perusahaan mengambil kebijakan dividen tertentu. Terdapat beberapa teori tentang kebijakan dividen menurut Hery (2013) antara lain:

a. Dividend Irrelevance Theory

1. Penentuan nilai perusahaan adalah dari risiko bisnis serta mampu atau tidaknya untuk memperoleh laba, tidak bergantung pada nilai pembagian dividen. Asumsi pernyataan ini berdasar pada : a) Pasar modal bersifat sempurna (*perfect capital market*), dimana setiap investor memiliki akses yang sama terhadap informasi dan harga saham dengan cepat atau segera mencerminkan seluruh informasi yang ada tentang perusahaan (tidak hanya sekedar informasi mengenai dividen saja), serta tidak ada pembeli atau penjual sekuritas yang melakukan transaksi dalam jumlah yang cukup besar yang dapat berdampak pada penguasaan harga pasar saham.

2. Semua investor adalah rasional (*rational behavior*) dimana investor pada dasarnya (kurang lebih) menginginkan adanya peningkatan kemakmuran tidak peduli apakah penambahan kekayaan tersebut diberikan dalam bentuk pembayaran tunai atau kenaikan nilai pasar atas saham yang mereka miliki.
3. Tidak ada biaya broker, pajak, atau biaya transaksi lainnya yang terjadi ketika sekuritas dibeli, dijual, atau diterbitkan, dan tidak ada perbedaan pajak antara mendistribusikan dan tidak mendistribusikan keuntungan atau antara dividend dan capital gains.
4. Adanya “kepastian yang sempurna” (*perfect certainty*), dimana setiap investor mendapatkan jaminan secara utuh mengenai program investasi di masa yang akan datang serta jaminan keuntungan yang akan diraihinya di masa mendatang. Dalam hal ini, kebijakan investasi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen.

b. The Bird in the Hand Theory

Konsep ini mengatakan bila seribu burung di udara tidak berarti dibanding seekor burung ditangan. Dividen disukai investor karena hal itu adalah hal pasti untuk diraih, tidak seperti capital gains yang tidak pasti ketika harga pasar saham naik di masa depan. Konsep ini mengemukakan dividen yang meningkat menyebabkan harga saham meningkat sehingga tercipta nilai perusahaan yang turut meningkat.

c. Tax Preference Theory

Perusahaan yang melakukan pembayaran dividen rendah lebih disenangi investor karena urusan pajak. Dividen memiliki nilai pajak yang tinggi daripada capital gains, jadi penahanan laba dilakukan investor agar terhindar dari tingginya pajak. Selain itu, kewajiban pajak dapat ditimbulkan oleh dividen dengan segera untuk para investor. Melakukan pembayaran dividen rendah harus dipertahankan apabila perusahaan ingin menciptakan nilai maksimal bagi pemegang saham.

d. Residual Dividend Theory

Dalam hal ini, dividen yang dibayarkan adalah sama dengan laba bersih dikurangi dengan laba yang ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Dividen akan dibayar oleh perusahaan pada saat keuntungan tidak dipakai untuk investasi. Cara untuk menentukan Dividen residual, antara lain : 1. Memperhitungkan peluang atau kebutuhan investasi sehingga memberikan keuntungan bagi perusahaan. 2. Memperhitungkan tujuan struktur modal untuk penentuan nilai kebutuhan modal sendiri yang dipakai untuk investasi. 3. Memaksimalkan pemanfaatan laba ditahan dalam upaya pemenuhan kebutuhan modal sendiri. Melakukan pembayaran dividen pada saat terdapat kelebihan laba. Model ini berkembang karena perusahaan lebih senang menggunakan laba ditahan daripada menerbitkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan modal sendiri, dengan alasan : menerbitkan saham akan menimbulkan biaya emisi saham, penerbitan saham baru sering salah diartikan oleh investor bahwa perusahaan sedang berada dalam kesulitan keuangan sehingga menyebabkan menurunnya harga saham.

e. Signalling Hypothesis Theory

Perubahan dividen mengandung informasi mengenai perubahan prospek perusahaan masa mendatang. Dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dapat digunakan oleh investor untuk memprediksi kondisi perusahaan di masa mendatang, termasuk harga saham perusahaan. Dividen yang meningkat menciptakan pasar dengan reaksi yang positif sehingga signaling theory menjadi terdukung. Dividen yang meningkat lebih mengarah kepada interpretasi pasar terhadap perusahaan sebagai prospek yang positif, sedangkan dividen yang menurun akan menerima reaksi negatif dari pasar karena diduga perusahaan tersebut prospeknya kurang bagus kedepannya. Peningkatan pembayaran dividen yang diumumkan perusahaan bisa menjadi indikator prospek yang baik bagi perusahaan kedepannya.

f. Clientle Effect Theory

Konsep ini menyatakan perbedaan kelompok (clientle) pemegang saham akan mempunyai preferensi kebijakan dividen perusahaan yang berbeda pula. Kebutuhan penghasilan kelompok pemegang saham saat ini seperti dividen, sebagai contoh individu yang telah pensiun, dimana individu menginginkan tingginya penetapan dividen payout ratio oleh perusahaan. Sedangkan, kondisi belum dibutuhkannya uang saat ini oleh kelompok pemegang saham, lebih menyukai penahanan laba bersih yang besar karena untuk mereka pembayaran pajak akan dibayar semakin besar apabila pembagian dividen juga besar.

2. Jenis-jenis Kebijakan Dividen

Dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham terdiri dari beberapa jenis dividen yang berbeda-beda. Menurut (Wibowo dan Arif, 2008) ada sejumlah cara untuk membedakan dividen, yaitu dividen dapat dibayarkan dengan bentuk tunai (cash dividen) atau dalam bentuk saham (stock dividen). Pembagian dividen umumnya didasarkan atas akumulasi laba (laba ditahan) atau atas beberapa pos modal lainnya seperti tambahan modal disetor. Sedangkan menurut dividen dapat dibedakan menjadi lima jenis, yaitu:

1. Dividen Tunai (*Cash Dividend*) merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham yang berbentuk tunai atau kas.
2. Dividen Properti (*Property Dividend*) merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham bukan dalam bentuk kas melainkan property (merchandise, real estate atau investment, dll). Besarnya dividen dicatat sebesar nilai pasar wajar dari property pada saat pengumuman dividen, dan selisih antara nilai pasar wajar dengan biaya perolehan diakui sebagai laba atau rugi dari apresiasi terhadap properti tersebut.
3. Dividen Surat Wesel (*Scrip Dividend*) merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan dengan cara menerbitkan surat wesel khusus kepada para pemegang saham yang akan dibayarkan pada waktu yang akan datang ditambah dengan bunga tertentu.

4. Dividen Likuidasi (*Liquidating Dividend*) merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham yang didasarkan kepada modal disetor (*paid in capital*) bukan didasarkan kepada laba ditahan. Oleh karena itu, dividen ini lebih tepat disebut sebagai pengembalian investasi kepada para pemegang saham.
5. Dividen Saham (*Stock Dividend*) merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham dalam bentuk saham atau stock bukan aktiva.

B. Teori Agensi (Agency Theory)

1. Teori Agensi

Banyak sekali teori keagenan yang dapat dibahas, antara lain (Jensen and Meckling, 1976), menjelaskan hubungan keagenan di dalam teori agensi (*agency theory*) bahwa perusahaan merupakan kumpulan kontrak antara pemilik sumber daya ekonomis (*principal*) dan manajer (*agent*) yang mengurus penggunaan dan pengendalian sumber daya tersebut. Principal merupakan pihak yang memberikan arahan kepada agen untuk bertindak atas nama pemilik, sedangkan agen merupakan pihak yang diberi amanat oleh pemilik untuk menjalankan perusahaan. Agen berkewajiban untuk mempertanggungjawabkan apa yang telah diamanahkan oleh principal kepadanya. Agen sebagai pihak yang bertugas untuk mengelola perusahaan memiliki lebih banyak informasi mengenai kapasitas perusahaan, lingkungan kerja, dan perusahaan secara keseluruhan. Di sisi lain, principal tidak memiliki informasi yang cukup tentang kinerja agen.

Hal inilah yang mengakibatkan adanya ketidakseimbangan informasi antara principal dan agen. Ketidakseimbangan informasi inilah yang disebut dengan asimetri informasi (*asymmetric information*). Adanya pihak manajemen yang dapat melakukan kecurangan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi membuat para pemilik perusahaan atau pemegang saham menjadi tidak percaya dengan setiap tindakan yang dilakukan oleh pihak manajemen. Dengan timbulnya berbagai masalah maka akan menambah konflik antara pemegang saham dengan tim manajemen yang membawa dampak buruk terhadap perusahaan. Konflik ini dikenal dengan nama

agency problem. Agency problem dapat berupa adanya tindakan individualisme antara kedua pihak, untuk saling menguntungkan dirinya sendiri dan menomorduakan kepentingan perusahaan. Dalam hal informasi yang berkaitan dengan perusahaan, pihak manajemen lebih unggul daripada pemilik perusahaan. Pemilik perusahaan sebagai principal akan lebih fokus pada peningkatan nilai saham perusahaan sedangkan manajemen akan lebih fokus pada kepentingan mereka sendiri yang cenderung akan mengambil kebijakan secara sepihak yang dapat merugikan perusahaan. Adanya perbedaan kepentingan dan ketidakseimbangan pengetahuan mengenai informasi ini dapat membuat pihak manajemen dapat melakukan praktek manajemen laba. Praktek manajemen laba dapat memanipulasi laporan keuangan dan memanfaatkan kebijakan - kebijakan finansial untuk memaksimalkan keuntungan pribadi manajer tersebut. Masalah keagenan dalam perusahaan tidak selalu sama tingkatannya, perbandingan tingkat finansial perusahaan keluarga dengan perusahaan non keluarga tergantung dari seberapa besar efek manfaat atau biaya yang timbul dari keputusan finansial yang diambil oleh para pengelola tersebut terhadap pemilik perusahaan yang berasal dari keluarga pendiri (family owners), atau efek yang diterima manajer dalam perusahaan non-keluarga.

Arifin (2003) melakukan pengujian efektifitas beberapa mekanisme untuk mengurangi masalah agensi dalam konteks konflik agensi di Indonesia dan menemukan bahwa hanya mekanisme pembayaran dividen yang tinggi yang efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Mekanisme porsi hutang tinggi dan kontrol oleh pemegang saham mayoritas/dominan tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Mengapa mekanisme pengurang agensi yang terbukti efektif untuk mengurangi masalah agensi di Amerika Serikat, seperti peningkatan porsi hutang, tidak efektif jika diaplikasikan di Indonesia. Salah satu kemungkinan jawabannya adalah karena adanya perbedaan tingkat asymmetric information antara perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dan perusahaan-perusahaan go public di Indonesia.

Asymmetric information adalah suatu kondisi dimana ada satu pihak memiliki informasi yang lebih baik dari pada pihak yang lain. Dalam konteks perusahaan, manajer memiliki informasi yang lebih baik tentang kondisi perusahaan dibandingkan dengan investor yang tidak terlibat dalam manajemen. Asymmetric information akan memunculkan masalah salah pilih (*adverse selection*) karena investor tidak mengetahui dengan pasti mana perusahaan baik dan mana yang buruk. Asymmetric information juga akan memunculkan perilaku moral hazard yaitu tindakantindakan manajer yang bertentangan dengan upaya meningkatkan nilai perusahaan. Dari uraian di atas nampak bahwa masalah agensi bisa muncul sebagai dampak buruk asymmetric information sehingga jika dampak buruk tersebut dikurangi maka masalah agensi juga mestinya akan berkurang.

Melihat keterkaitan antara masalah agensi dan asymmetric information seperti dikemukakan di atas, nampaknya efektifitas mekanisme pengurang agensi akan dipengaruhi oleh seberapa besar asymmetric information yang terjadi di masing-masing perusahaan. Penelitian ini berupaya untuk menguji dugaan tersebut dalam konteks permasalahan agensi di perusahaan go public di Indonesia. Penelitian ini dilakukan sebagai upaya untuk mencari mekanisme pengurang masalah agensi yang ketika tidak dikaitkan dengan asymmetric information nampaknya belum sepenuhnya efektif, seperti ditemukan oleh Arifin (2003). Pencarian mekanisme pengurang masalah agensi dalam konteks pasar modal di Indonesia sangat penting dilakukan karena jika mekanisme yang efektif tersebut ditemukan, beserta kondisi yang mensyaratkannya, maka kepercayaan investor terhadap pasar modal akan meningkat dan pada akhirnya akan berdampak positif bagi pertumbuhan perekonomian Indonesia. Pengkaitan asymmetric information dengan masalah agensi sebetulnya bukan sesuatu yang baru karena teori agensi yang memakai pendekatan principal-agent (pendekatan modeling), seperti dipelopori oleh Ross (1973), menganalisis masalah agensi dengan pendekatan asymmetric information.

2. Masalah Agensi di Perusahaan

Reichelstein (1992), berpendapat bahwa masalah agensi akan muncul ketika ada seorang prinsipal menyewa seorang agen untuk mengerjakan suatu pekerjaan namun si agen tidak ikut memperoleh bagian dari apa yang dia hasilkan. Sedangkan Stiglitz (1992) mengemukakan bahwa masalah antara prinsipal dan agen akan muncul ketika dalam hubungan antara prinsipal dan agen tersebut terdapat imperfect information. Dalam konteks sebuah perusahaan, salah satu masalah agensi yang muncul adalah pada hubungan antara pemilik perusahaan dan manajer. Sebagai prinsipal, pemilik perusahaan memberi tugas kepada agen (manajer) untuk mengelola perusahaan agar nilai investasi yang ditanamkan oleh pemilik dapat tumbuh seoptimal mungkin. Namun karena manajer tidak ikut menikmati meningkatnya nilai investasi dan ditambah adanya imperfect information dalam hubungan pemilik dan manajer maka munculah masalah agensi tersebut.

Masalah agensi dapat muncul dalam berbagai bentuk. Dalam konteks hubungan antara pemilik perusahaan dan manajer, masalah agensi dapat berupa penggunaan dana perusahaan untuk pembelian fasilitas manajer yang berlebihan, penahanan laba perusahaan untuk investasi yang kurang menguntungkan, dan berbagai kecurangan yang dapat mengurangi laba atau aset perusahaan seperti menjual produk perusahaan dengan harga murah ke perusahaan lain yang ternyata milik manajer. Fenomena munculnya masalah agensi inilah yang kemudian mendorong munculnya teori agensi (agency theory).

3. Pendekatan Pengembangan Teori Agensi

Jensen (1983), mengidentifikasi adanya dua pendekatan dalam pengembangan teori agensi yang dia namakan “positive theory of agency” dan “*principal-agent literatures*”. Kedua pendekatan sama-sama menelaah kontrak diantara self-interested individuals dan sama-sama berpostulat bahwa biaya agensi (*agency cost*) dapat diminimumkan dengan melalui proses kontrak serta sama-sama bertujuan mendesain kontrak yang *Pareto-efficient*. Meskipun demikian, keduanya memiliki perbedaan

dalam beberapa hal. Principal-agent literature pada umumnya berorientasi matematis dan non empiris serta berkonsentrasi pada efek dari preferensi dan asymmetric information. Model game theory banyak dipakai pada pendekatan ini. Sementara itu Positive agency literature pada umumnya berfokus pada uji empiris dan non-matematis serta berkonsentrasi pada efek dari teknologi sistem kontrak dan human atau physical capital yang spesifik. Model ekonometri banyak dipakai untuk menguji teori ini secara empiris.

a. Principal-Agent Literature

Istilah principal-agent problem dikemukakan pertama kali oleh Ross (1973), Masalah ini muncul ketika terdapat asymmetric information baik berkaitan dengan kegiatan maupun informasi yang dimiliki oleh seorang agen. Masalah yang pertama biasa dinamakan hidden action sedangkan yang kedua dinamakan hidden information. Hidden action akan memunculkan moral hazard dan hidden information akan memunculkan adverse selection.

b. Positive Agency Literature

Pendekatan positive agency banyak mengacu pada artikel Jensen dan Meckling (1976) tentang adanya masalah agensi dalam perusahaan yang terpisah antara kepemilikan dan manajemennya. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan a sebagai bagian saham yang dimiliki oleh manajer. Jika $a=1$ berarti perusahaan dimiliki sepenuhnya oleh manajer dan dia menanggung semua risiko jika nilai perusahaan tidak optimal sebagai akibat penggunaan sumber daya perusahaan yang tidak efektif atau bahkan mengarah pada pemborosan. Jika $a < 1$, berarti tindakan tidak optimal yang dilakukan manajer ditanggung tidak hanya oleh manajer tetapi juga oleh pemodal luar (*outside investors*). Setiap rupiah penggunaan dana akan ditanggung oleh manajer sebesar a dan oleh investor lain sebesar (1-a). Keadaan ini membuat manajer akan cenderung meningkatkan pengeluarannya jika semakin kecil.

Untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan investor luar, Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua cara yaitu

investor luar melakukan pengawasan (*monitoring*) dan manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*). Pada satu sisi, kedua kegiatan tersebut akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat sedangkan pada sisi yang lain keduanya akan memunculkan biaya sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa calon investor akan mengantisipasi adanya kedua biaya tersebut ditambah dengan kerugian yang masih muncul meskipun sudah ada *monitoring* dan *bonding*, yang disebut *residual loss*. Antisipasi atas ketiga biaya yang didefinisikan sebagai biaya agensi ini nampak pada harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya.

4. Masalah Agensi dan Asymmetric Information

Penelitian masalah agensi yang terkait dengan *asymmetric information* pada umumnya memakai pendekatan modeling. Modeling tersebut dikelompokkan dalam model untuk mengurangi *hidden action* dan model untuk mengurangi *hidden information*. Kajian tentang masalah *moral hazard* dalam *hidden action* ini awalnya muncul dalam literatur asuransi. Dalam literatur tersebut dinyatakan bahwa ketika seseorang mengasuransikan suatu asset, maka dia tidak lagi memelihara asset tersebut dengan baik karena jika asset tersebut rusak atau hilang toh akan diganti oleh perusahaan asuransi. Biasanya tabiat buruk seperti itu sulit dibuktikan (*unobservable*) oleh perusahaan asuransi. Perusahaan asuransi memang dapat memasukkan klausul-klausul tentang hal-hal yang tidak boleh dilakukan oleh seseorang yang mengasuransikan terhadap asset yang mereka asuransikan namun sangat sulit membuat sebuah kontrak yang memasukkan secara rinci semua kemungkinan perilaku (buruk) ini. Oleh karena itu perlu dibuat sebuah kontrak yang dapat mengurangi *moral hazard* ini. Misalnya, perusahaan asuransi memberi klausul dalam kontraknya bahwa k rupiah pertama dari kerusakan asset ditanggung sendiri oleh peminta asuransi. Dengan klausul seperti ini maka pengasuransi akan ikut menanggung kerugian jika asset yang diasuransikan mengalami kerusakan sehingga

mereka akan menghindari dengan sengaja berperilaku buruk terhadap asset yang diasuransikan.

Dalam model dasar (awal) hidden action, seperti digambarkan oleh Grossman dan Hart (1983), hanya terdapat satu prinsipal dan satu agen. Prinsipal (pemilik) tidak dapat memonitor aktifitas agen (manajer), sehingga aktifitasnya menjadi unobservable, namun pemilik dapat mengetahui hasil dari aktifitas tersebut (misal dari laba), berarti hasilnya verifiable. Laba perusahaan tergantung pada aktifitas manajer dan faktor-faktor lain yang di luar kendali manajer. Jadi ketika kondisi perusahaan bagus, pemilik tidak dapat menafsirkan dengan pasti apakah hasil tersebut sebagai akibat manajer telah bekerja dengan baik atau hanya karena keberuntungan saja. Pada model dasar ini, kontrak yang optimal bagi prinsipal diperoleh dengan memaksimalkan laba dengan kendala “*incentive compatibility*” dan “*individual rationality*” (*participation constraint*).

Holmstrom dan Milgrom (1987) memodifikasi model dasar dengan mengasumsikan bahwa agen memiliki progressive information tentang kejadian suatu outcome sehingga dia dapat secara kontinyu menyesuaikan tindakannya. Model juga dikembangkan dengan mengubah asumsi one period game dengan large-number-period game. serta hubungan antara seorang prinsipal dengan beberapa agen. Dengan banyak agen maka kontrak tidak lagi independen. Kompensasi terhadap seorang agen tidak lagi hanya berdasarkan kinerjanya sendiri tetapi juga perbandingannya dengan kinerja agen yang lain. Upaya perbandingan kinerja antar agen ini sering disebut tournament. Lazear dan Rosen (1981) membuat model untuk dua agen, Holmstrom (1982) membuat model untuk banyak agen, sedangkan Ishiguro dan Itoh (2001) membuat model dengan banyak agen disertai adanya renegotiasi.

Sementara itu hidden information dapat dicontohkan dengan permainan (game) antara seorang penjual yang mengetahui berapa biaya untuk membuat barang yang sedang dia jual, dengan pembeli yang tidak tahu ongkos produksi dari barang yang akan dibeli. Penjual yang memiliki private information akan memiliki potensi keunggulan

strategik dalam bertransaksi dengan pembeli. Dengan berperilaku seolah barangnya membutuhkan biaya yang mahal, penjual dapat membujuk pembeli untuk membayar lebih tinggi dibandingkan dengan jika pembeli mengetahui ongkos produksi yang sebenarnya. Kelebihan harga jual dari yang semestinya ini dinamakan *information rent*. Pembeli tentu saja menyadari kemungkinan adanya perilaku yang demikian, oleh karena itu jika dia mengajukan kontrak dengan penjual maka dia akan membuat kontrak yang dapat mengurangi *information rent* tersebut.

Model dasar *hidden information* adalah sebagai berikut. Ada dua pemain yang terlibat dalam hubungan strategik, artinya langkah yang dimainkan seorang pemain tergantung pada langkah dari pemain yang lain. Pemain pertama memiliki *private information* sehingga disebut *informed player* sedang pemain yang lain tidak memiliki *private information* dan disebut *uninformed player*. Pemain yang mengajukan kontrak adalah prinsipal sedangkan yang menerimanya disebut agen. Jika *uninformed player* yang mengajukan kontrak maka modelnya disebut *screening models* sedangkan jika *informed player* yang mengajukan disebut *signaling models* (lihat Caillaud dan Hermalin, 2000).

Dalam konteks hubungan agensi di perusahaan, penulis merasa bahwa model untuk mengurangi *hidden information* lebih sering dikaji, dimana manajer/pemegang saham mayoritas merupakan *informed player* sementara investor luar sebagai *uninformed player*. Mekanisme *bonding* untuk mengurangi masalah agensi dengan meningkatkan dividen atau hutang seperti dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) maupun Jensen (1986), misalnya, adalah model praktis untuk model *signaling*. Sementara itu, strategi investor untuk memilih likuiditas saham serta ukuran perusahaan merupakan bentuk praktis dari model *screening*. Terkait dengan hipotesis pasar modal yang efisien, ukuran perusahaan merupakan sebuah anomali karena perusahaan yang ukurannya kecil cenderung memiliki return yang tinggi dari pada yang ukurannya besar. Salah satu penjelasan mengapa terjadi anomali ini disampaikan oleh Arbel dan Strebel (1983), yang menyatakan bahwa ada masalah *neglected firm effect* pada anomali ukuran perusahaan. Perusahaan kecil cenderung tidak banyak dianalisis oleh

analisis keuangan sehingga asymmetric informationnya lebih besar. Ini berarti risiko perusahaan kecil lebih besar sehingga investor meminta return yang lebih besar. Sementara itu, Amihud dan Mendelson (1991) menambahkan bahwa karena perusahaan kecil tidak banyak dianalisis maka mereka cenderung kurang likuid. Diamond dan Verrechia (1991) juga menyatakan bahwa berkurangnya asymmetric information akan meningkatkan likuiditas saham.

C. Struktur Kepemilikan Family Control

1. Teori Pengelolaan Perusahaan

Teori pengelolaan perusahaan yang semakin dipisahkan dari kepemilikan perusahaan merupakan salah satu ciri perekonomian modern, hal ini sesuai dengan *agency theory* yang menginginkan pemilik perusahaan (*principal*) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada tenaga profesional (*agent*) yang lebih mengerti dalam menjalankan bisnis. Tujuan dipisahkannya pengelolaan dan kepemilikan perusahaan yaitu agar pemilik memperoleh keuntungan maksimal dengan biaya yang efisien. (Wicaksono, 2000) menjelaskan bahwa keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen utang sehingga melalui struktur tersebut dapat dilihat kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi, ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan antara lain:

1. Kepemilikan sebagian kecil perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata.
2. Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan.
3. Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

Suatu perusahaan dapat dikatakan dimiliki oleh keluarga (*family owned*) jika keluarga tersebut merupakan *controlling shareholders*, atau mempunyai saham setidaknya 20%

dari *voting rights* dan merupakan pemilik saham tertinggi dibandingkan dengan shareholders lainnya (Kamaliah, 2013). Perusahaan publik di Indonesia memiliki karakteristik yang tidak berbeda dengan perusahaan di Asia pada umumnya. Meskipun perusahaan-perusahaan tersebut tumbuh dan menjadi perusahaan publik, namun kontrol tetap dipegang oleh keluarga dan masih begitu signifikan. Keluarga sebagai pemegang saham mayoritas dapat menggunakan tingkat pengendalian yang dimiliki untuk memperoleh keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh saham minoritas. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga, kerap terjadi sengketa kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Sengketa kepentingan pada perusahaan ini disebabkan karena pemegang saham mayoritas umumnya memiliki kontrol yang sangat besar terhadap perusahaan tersebut.

2. *Family Ownership* dan Kebijakan Dividen

Berdasarkan teori keagenan masalah keagenan terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dengan kontrol. Salah satu masalah yang timbul adalah penyalahgunaan *free cash flow* oleh manager. (Jensen, 1986) menjelaskan bahwa manager memiliki kewenangan untuk menahan kas, yang mana dapat mereka gunakan untuk kegiatan yang memberikan keuntungan pribadi bagi mereka sendiri, Bukan untuk kepentingan terbaik pemegang saham. Hal ini menyebabkan pemegang Saham perlu mengawasi manager. Dalam konteks ini, pembayaran dividen yang tinggi dapat mengurangi *free cash flow* dan dianggap sebagai cara yang efektif untuk mengatasi masalah keagenan.

Dalam perusahaan yang kepemilikan keluarga (*family ownership*) tinggi, keluarga sebagai pemegang saham pengendali memiliki kontrol yang kuat terhadap perusahaan termasuk manager. Sehingga, masalah keagenan akan semakin minimum terjadi. Semakin rendah *family ownership*, semakin tinggi tingkat dividen untuk mengatasi masalah keagenan. keadaan semakin tinggi *family ownership* maka semakin rendah dividen karena adanya kontrol dan kepercayaan

bahwa manajer akan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. menurut (Claessens et al., 2002), teori keagenan menjelaskan bahwa kepemilikan keluarga selain memiliki dampak secara positif terhadap masalah keagenan, juga berpotensi menimbulkan dampak *entrenchment*. Seperti yang telah dijelaskan bahwa kepemilikan keluarga akan mengurangi masalah keagenan dengan menunjuk pengelola yang masih sesuai dengan kepentingan pemilik (Bhaumik et al., 2010) tetapi kontrol yang terlalu besar yang dimiliki keluarga akan mendorong mereka untuk hanya mementingkan kepentingan mereka sendiri dan mengeksploitasi pemegang saham minoritas (Morck et al., 2005).

Hubungan antara *family ownership* dengan kebijakan dividen juga dapat dijelaskan dengan *income needs hypothesis* dalam penelitian (Isakov and Weisskopf, 2015). Anggota keluarga memiliki dana dalam jumlah yang signifikan yang diinvestasikan dalam perusahaan dan mereka tidak dapat menjual saham untuk mendiversifikasi kekayaannya karena keluarga ingin memiliki kendali perusahaan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, semakin tinggi kepemilikan keluarga, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut untuk memenuhi kebutuhan pendapatan (*income needs*) keluarga (Isakov and Weisskopf, 2015).

D. Struktur Kepemilikan Berdasarkan Karakteristik Demografi

1. Struktur Kepemilikan dan kebijakan dividen

Di negara berkembang ada keyakinan kuat bahwa perempuan dapat memainkan peran penting dalam pengurangan masalah dalam bisnis keluarga (Evans, 2005). Upaya wanita dalam bisnis dan keluarga tidak terkenal karena peran tradisional mereka yang didefinisikan (Lyman et al., 1985). Banyak peneliti menjelaskan bahwa perempuan pada posisi yang lebih tinggi dalam bisnis keluarga hampir tidak dianggap serius (Dumas, 1998). Menyelidiki penyebab dasar (Clark, 2000) menjelaskan bahwa perempuan dalam keluarga tradisional menghadapi beberapa hal yang serius hambatan dari orang tua dan saudara kandung terutama ketika mereka pindah untuk menjalankan peran senior di perusahaan keluarga. Berdasarkan argumen ini, penelitian telah menjelaskan bahwa ayah menciptakan lebih banyak

hambatan bagi anak perempuan, terutama ketika mereka berada dalam posisi untuk mengambil alih bisnis keluarga. Karena itu, anak perempuan biasanya diabaikan dalam hal melakukan pekerjaan posisi tingkat atas dan diberi tekanan untuk melakukan a peran pendukung untuk saudara mereka. Secara khusus, preferensi untuk kandidat pria tinggi dalam kasus orang Asia ekonomi berkembang (Deng, 2016).

Ramachandran and Bhatnagar, (2012) menjelaskan dominasi itu laki-laki dalam bisnis keluarga adalah normal, dan bahwa anak sulung menganggap itu haknya untuk mengambil alih bisnis dari ayahnya. Signifikansi nilai sosial terlihat jelas dalam praktik manajerial di negara berkembang Asia. Ini berisi proses keputusan terpusat, kepemimpinan protektif gaya, rasa hormat terhadap teman tertua dan keinginan mereka, dan pengawasan keluarga yang solid (Prasad *et al.*, 2013).

Demikian pula, bisnis keluarga di Cina sangat bergantung pada nilai-nilai sosial, menuntut konsistensi peran gender (Yan and Sorenson, 2004). Sistem filosofi sosial dan etika menjelaskan hal itu kepentingan keluarga dalam bisnis keluarga harus menjadi prioritas pertama di atas kepentingan individu, dan itu piramida sosial harus diikuti. Ini menunjukkan bahwa seorang wanita dalam keluarga tidak boleh focus pada karirnya sendiri tetapi bekerja untuk kepentingan keluarga dan memberikan dukungan kepada anggota laki-laki keluarga. Demikian pula, bisnis keluarga India juga didominasi oleh laki-laki, dan anggota tertua keluarga diperlakukan sebagai pengelola (disebut Karta), dan anggota laki-laki diharapkan untuk memegang posisi tertinggi dalam hal manajemen, sedangkan peran perempuan hanya sebatas bekerja sebagai pembantu (Ramachandran and Bhatnagar, 2012). Secara keseluruhan, perusahaan keluarga di Asia bermunculan pasar dominan laki-laki, dan tugas perempuan hanya bekerja sebagai penyelenggara atau pendukung. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa wanita dapat bertindak lebih dari sekadar stempel (McGuinness *et al.*, 2015) perusahaan keluarga. Peran aktif perempuan di dewan memberikan rasa perlindungan bagi pemegang saham (McGuinness *et al.*, 2015) dan memiliki kecenderungan yang lebih baik dalam hal menyelaraskan manfaat ekonomi

manajer dan pemegang saham. Jika peran perempuan efektif di dewan, mereka dapat mempengaruhi keuangan keputusan perusahaan, khususnya, kebijakan dividen (Adams and Ferreira., 2009) serta (Chen *et al.*, 2017).

Pengaruh kepemilikan keluarga terhadap hubungan keragaman gender dewan dan kebijakan dividen bisa jadi dijelaskan oleh dua faktor perspektif: penyalarsan kepentingan dan ekspor pemegang saham minoritas sumber daya untuk keuntungan pribadi (Gyapong *et al.*, 2019). Profesionalisme dalam manajemen dan penggunaan modal manusia yang positif di perusahaan keluarga dapat mempengaruhi secara positif kebijakannya, yang dapat dicapai dengan menciptakan keragaman gender di dewan. Atas dasar diatas argumen, kita dapat mengandaikan bahwa kepemilikan keluarga di negara berkembang Asia memiliki negatif (merugikan) berdampak pada keragaman gender dewan perusahaan dan pengumuman dividen.

2. Family Generation dan Kebijakan Dividen

Generasi keluarga yang memimpin perusahaan, pada generasi pertama bisa disebut dengan *founder-controlled* yaitu jika pendiri perusahaan masih menjabat sebagai CEO. Generasi penerus atau *descendant-controlled* adalah ketika pendiri perusahaan sudah tidak aktif dalam direksi atau sudah meninggal atau ketika keturunannya menjabat sebagai CEO (Anderson and Reeb, 2003). Sesuai dengan penelitian (Isakov and Weisskopf, 2015), pada penelitian ini *family generation* diukur dengan variabel dummy bernilai 1 untuk generasi penerus dan bernilai 0 untuk generasi pertama. Menurut teori *income needs*, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai sumber pendapatan pada perusahaan yang sudah besar dan telah dikelola oleh beberapa generasi, akan semakin banyak anggota keluarga yang menggantungkan pendapatan dari dividen. Oleh karena itu, semakin jauh generasi pengelola dari pendiri maka akan semakin banyak *family member*, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut karena semakin banyak anggota keluarga yang harus ditanggung (Isakov and Weisskopf., 2015).

Perusahaan keluarga pada generasi pertama ada pada tahap awal perusahaan dalam memperkenalkan produknya kepada konsumen. Sementara itu, perusahaan keluarga pada generasi penerus memasuki perkembangan yaitu perusahaan masih dalam taraf membangun dengan melakukan investasi. Perusahaan yang melakukan ekspansi dan investasi membutuhkan dana yang besar sehingga dapat berdampak pada rendahnya tingkat pembayaran dividen. Dengan demikian, semakin tinggi generasi maka semakin rendah tingkat pembayaran dividen.

3. Tingkatan pendidikan dan Kebijakan Dividen

Tingkatan pendidikan menjadi bahasan penting dalam kinerja di berbagai perusahaan, beberapa kajian menjelaskan point-point penting hubungan yang muncul antara tingkatan pendidikan manager dengan berbagai kinerja keuangan perusahaan dan berbagai kinerja lainnya. (DeTienne dan Cardon, 2012), Pada perusahaan keluarga pengusaha dengan pendidikan perguruan tinggi secara konsisten memiliki ambang kinerja yang lebih tinggi, sedangkan perusahaan dengan pendapatan yang lebih tinggi memiliki ambang kinerja yang lebih rendah. Bhagat et al. (2010) menyatakan bahwa pendidikan tinggi dapat menjadi sinyal kecerdasan dan kemampuan CEO untuk bertahan dalam aktivitas intelektual yang menantang. Xiaowei dan Zhang (2010) menemukan bahwa tingkat pendidikan manager berpengaruh positif terhadap operasi perusahaan dan kinerja pasar. Direksi yang memiliki tingkat pendidikan yang baik dapat menangani masalah dan situasi yang muncul di perusahaan (Amran & Ahmad 2011).

Tingkatan pendidikan seorang CEO sangat mempengaruhi bagaimana pengambilan akan keputusan dalam perusahaan yang dibuat, karena lingkungan pendidikan yang lebih tinggi dan baik menandakan pengambilan keputusan yang baik. Tingkatan pendidikan terhadap pembagian dividen juga termasuk dalam langkah CEO dalam berfikir dan bijak dalam masalah pembagian dividen, Tingkat pendidikan dapat meningkatkan kemampuan individu untuk meningkatkan keterampilan manajerial. Tingkat pendidikan yang baik juga akan memudahkan dalam memahami permasalahan yang kompleks, Perspektif ini berkait dengan pencapaian tiga

pandangan sebelumnya, yaitu menghasilkan pertumbuhan perusahaan, kinerja dan operasional. CEO harus memiliki tingkatan pembelajaran pada tingkat pendidikan yang baik sehingga segala keputusan akan meminimalkan risiko buruk untuk perusahaan, kecerdasan individu manager dalam mengambil keputusan akan berhubungan dengan bagaimana manager mengelola dividen perusahaan tersebut. Tingkatan pendidikan menandakan pembelajaran sumber daya manusia, sistem, dan operasi perusahaan itu sendiri (Sariwulan & Aryati, 2020).

4. Lulusan Internasional dan Kebijakan Dividen

Tingkatan lulusan dalam penelitian ini membandingkan bagaimana kinerja lulusan lokal dan internasional dalam keputusan membagikan dividen, (Gennaro Bernile, 2018), latar belakang pendidikan dan usia, *Diversity of directors board* yaitu gender dalam literatur memberikan hasil yang tidak konsisten mempengaruhi kinerja keuangan secara positif yaitu dalam penelitian yang telah menunjukkan diversitas gender pada anggota dewan dapat meningkatkan kinerja keuangan, sedangkan latar belakang memiliki pengaruh yang positif terhadap berbagai kinerja perusahaan dan keuangan dalam pengambilan keputusan dan kebijakan untuk perusahaan. (Stachowicz Stanusch, 2011) menunjukkan bahwa pendidikan sekolah bisnis bagi pembuat kebijakan haruslah baik, bila salah dan gagal dalam hal pengetahuan ketua dewan akan memengaruhi keputusan manager dan dewan, mungkin tidak dapat mencerminkan pemikiran dan kebutuhan pemegang saham yang sebenarnya bila memiliki tingkat pendidikan yang kurang dibutuhkan.

Menurut Linck, (2008) mengemukakan bahwa dampak latar belakang profesional ketua dewan terhadap keputusan jarang dibahas, Untuk ketua dewan dengan pendidikan sekolah bisnis internasional, meskipun mereka lebih menghindari risiko dan lebih menyukai strategi bisnis yang sehat, mereka mungkin menerima perilaku investasi manager yang berlebihan demi pertumbuhan harga saham jangka pendek, atau bahkan manager membuat keputusan yang merugikan bagi pemegang saham, Hasilnya menunjukkan bahwa ketua dewan dengan pendidikan sekolah bisnis internasional dapat mempengaruhi kebijakan dividen. (Ravichandran K.

Subramaniam, 2022), tata kelola dewan menunjukkan bahwa Bumiputera, CEO-pendidikan, dan direktur non-eksekutif berhubungan positif dengan pembayaran dividen dan interaksi antara kompensasi pengurus dan keberadaan Bumiputera memiliki hubungan negatif dengan pembayaran dividen. (Dragoni, 2011) mengandaikan bahwa CEO yang berpendidikan lebih baik dan tinggi serta lulusan international dari berbagai negara memungkinkan memiliki pelatihan yang lebih baik, pertumbuhan kognitif yang substansial, basis pengetahuan yang kaya, dan mungkin mengintensifkan kinerja perusahaan di masa depan dengan mengembangkan pengambilan keputusan dan mendorong tindakan strategis yang lebih relevan, sebaliknya menurut (Serra, 2016), berpendapat bahwa kompetensi CEO menunjukkan bahwa tidak ada peningkatan kinerja di perusahaan di mana CEO memiliki kualifikasi pendidikan yang lebih baik.

E. Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian yang telah dilakukan berkaitan dengan kebijakan Dividend, baik di dalam maupun luar negeri. Berikut ini merupakan penelitian terdahulu :

Tabel 2. Penelitian Terdahulu

No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
1	Pengaruh Prudence Dan Family Ownership Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Zulfa Rosharlianti Tahun 2018	Metode: Statistik Path Analysis Variabel: 1. Kebijakan Dividend 2. Family Ownership	Hasil penelitian menunjukkan: (1) prudence dan family ownership secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (2) prudence tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (3) family ownership berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (4) prudence dan family ownership secara

No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
			<p>simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (5) prudence berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (6) family ownership tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (7) kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (8) kebijakan dividen merupakan variabel intervening. Temuan penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen adalah variabel intervening antara prudence dan family ownership secara simultan terhadap nilai perusahaan dengan nilai pengaruh tidak langsung sama dengan nilai pengaruh langsung</p>
2	<p>Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Board Of Independence Sebagai Variabel Moderasi</p> <p>Poniman, Sutrisno T, dan Abdul Ghofar Tahun 2018</p>	<p>Metode: Ordinary Least Square, Data Panel</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. FO = Kepemilikan Keluarga 3. DAR = Debt to Assets Ratio 4. ROA = Return on Assets TA = Total Aset 	<p>Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen, namun dengan adanya board of independence justru kepemilikan keluarga menjadi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel FO, DAR dan ROA memiliki pengaruh yang</p>

No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
			negative Signifikan.
3	<p>Pengaruh <i>Cash Ratio (CR)</i> dan <i>Return on Asset (ROA)</i> Terhadap Kebijakan Dividen</p> <p>Laila Mughira Al-Qori , Mohamad Apip , Dendy Syaiful Akbar Tahun 2019</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS)</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. ROA = Return on Assets 3. CR= Cash Ratio 	<p><i>Cash Ratio (CR)</i> tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Sementara itu <i>Return on Asset (ROA)</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Sedangkan secara simultan <i>Cash Ratio (CR)</i> dan <i>Return on Asset(ROA)</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen yang di proksi menggunakan <i>Dividen Payout Ratio (DPR)</i> pada Perusahaan Otomotif dan Komponen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.</p>
4	<p>Pengaruh Cash Ratio, Roa, Der, Pertumbuhan Perusahaan Dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)</p> <p>Ihwandi, Lalu Rizal Tahun 2019</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS)</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Cash Ratio (CR), 2. Return On Asset (ROA) 3. Debt To Equity Ratio (DER) 4. Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH) 5. Investment Opportunity Set (IOS) 	<p>Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa cash ratio (CR), dan debt-to-equity ratio (DER) berpengaruh positif signifikan terhadap dividend payout ratio (DPR). Sedangkan return on assets (ROA) dan investment opportunity set (IOS) berpengaruh positif tidak signifikan terhadap dividend payout ratio (DPR)</p>

No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
			serta pertumbuhan perusahaan (growth) berpengaruh negatif signifikan terhadap dividend payout ratio (DPR). Penentuan nilai koefisien sebesar 17%.
5	<p>Determinan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Telekomunikasi di Indonesia</p> <p>Linna Ismawati Tahun 2017</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS)</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. Cash Ratio (CR), 3. Return On Asset (ROE) 4. Debt To Equity Ratio (DER) 	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial tingkat pengembalian modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen, tetapi rasio lancar dan rasio hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Secara simultan tingkat pengembalian modal, rasio lancar, dan rasio hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.</p>
6	<p>Pengaruh Cash Ratio, Net Profit Margin, Debt To Equity Ratio, Dan Firm Size Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode 2013-2017)</p> <p>Albertus Karjono Tahun 2019</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS)</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. CR= Cash Ratio 3. NPM= Net Profit Margin, 4. DER= Debt to Equity Ratio, 5. FS= Firm Size 	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa net profit margin, DER, dan firm size secara signifikan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan Cash ratio tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode 2013-2017</p>
7	Firm Age Memoderasi	Metode: Moderate	Hasil analisis dapat

No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
	<p>Roe Dan Der Terhadap Kebijakan Dividen Berdasarkan Indeks Idx High Dividend 20</p> <p>Andri Helmi Munawar Tahun 2019</p>	<p>Regression Analysis ,</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. Return On Asset (ROE) 3. Debt To Equity Ratio (DER) 	<p>disimpulkan bahwa ROE berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terindeks <i>IDX High Dividend</i> tahun 2018; DER berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terindeks <i>IDX High Dividend 20</i> tahun 2018; Umur perusahaan tidak memoderasi pengaruh ROE maupun DER terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terindeks <i>IDX High Dividend 20</i> tahun 2018.</p>
8	<p>Pengaruh Board Independence Terhadap Kebijakan Dividen Dan Utang Pada Perusahaan Keluarga Di Sektor Jasa Yang Go Public Di Bei Periode 2011-2013</p> <p>Linda Retno Lestari Tahun 2016</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS)</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. FC= Family control, 3. BI= board independence 	<p>Temuan penelitian menunjukkan bahwa dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Artinya, semakin banyak dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga malah cenderung mengurangi <i>dividend</i></p>

No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
			<p><i>payout</i> perusahaan, atau dapat dikatakan jumlah komisaris yang besar justru kebijakan dividennya kecil. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>debt</i> perusahaan yang berarti semakin tinggi proporsi dewan komisaris independen pada perusahaan keluarga, maka semakin tinggi tingkat utang yang digunakan perusahaan.</p>
9	<p>The Effect of Family Ownership and Control on Dividend Policy of Publicly Listed Firms in Indonesia and Malaysia</p> <p>Laras Ayu and Viverita</p> <p>Tahun 2020</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS)</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. Family Ownership 3. Size Firms 4. ROA 5. CR 6. Asset 	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan persentase kepemilikan keluarga yang lebih tinggi membayar lebih banyak dividen dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga. Efek yang sama berlaku untuk persentase keluarga kontrol. Sebaliknya, kami menemukan bahwa tingkat utang yang lebih tinggi akan mengurangi pembayaran dividen. Temuan ini</p>

No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
			menunjukkan bahwa distribusi dividen dapat digunakan sebagai kebijakan untuk mengurangi masalah keagenan perusahaan yang terdaftar.
10	<p>Does Ownership Structure Affect Dividend Decisions? Evidence from Indonesia's Banking Industry</p> <p>Doddy Setiawana , Y Anni Aryanib , Sari Yuniartic Rayenda Khresna Brahmanad</p> <p>Tahun 2019</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS)</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. Kepemilikan terkonsentrasi 3. Kepemilikan Keluarga 4. Kepemilikan Pemerintah 5. Kepemilikan Asing 	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengendalian kepemilikan berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Mengontrol kepemilikan di industri perbankan Indonesia lebih memilih untuk membayar lebih sedikit dividen kepada pemegang saham. Bank milik pemerintah dan bank milik asing memiliki efek negatif pada dividen. Namun, kepemilikan keluarga secara positif mempengaruhi pembayaran dividen. Bank milik keluarga membayar lebih banyak dividen kepada pemegang saham. Hasilnya menunjukkan bahwa bank milik keluarga menyelaraskan kepentingan dengan para pemegang saham.</p>

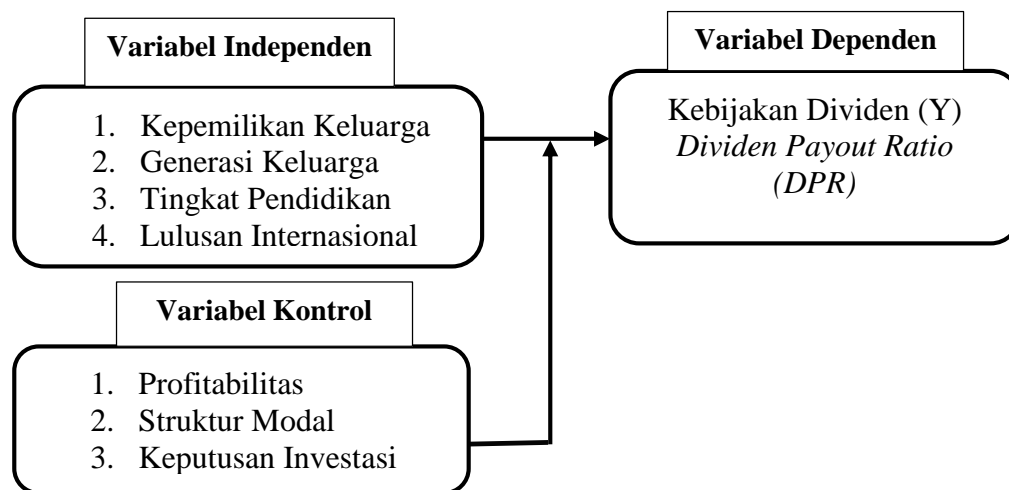
No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
11	<p>Effect of family control on corporate dividend policy of firms in Pakistan</p> <p>Imran Yousaf, Shoaib Ali and Arshad Hassan</p> <p>Tahun 2019</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS), Panel Data</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. DPR = Dividend Payout Ratio 2. Family ownership 3. Ukuran Perusahaan 4. Rasio Profitabilitas 5. Pertumbuhan Perusahaan 6. Tangibility 7. Manfaat Perusahaan 	<p>Analisis multivariat menunjukkan bahwa perusahaan keluarga membayar dividen lebih rendah daripada perusahaan non-keluarga. Selain itu, ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan kebijakan dividen, sedangkan tangibility berpengaruh positif. Selain itu, kontrol keluarga tidak memoderasi dampak dari semua faktor spesifik perusahaan pada kebijakan dividen. Secara keseluruhan, kontrol keluarga, ukuran, dan berwujud ditemukan menjadi penentu utama dari kebijakan dividen di Pakistan.</p>
12	<p>The impact of family-CEOs and their demographic characteristics on dividend payouts: Evidence from Latin America</p> <p>Guadalupe D.C. Briano-Turrent, Mingsheng Li, Hongfeng Peng</p> <p>Tahun 2020</p>	<p>Metode: Regresi Berganda Dengan, Ordinary Least Square (OLS), Panel Data</p> <p>Variabel:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Dividend payout 2. Demografi CEO 3. Umur CEO 4. CEO Keluarga 5. Lulusan Pascasarjana 6. Lulusan Internasional 7. pihak asing 	<p>pembayaran dividen perusahaan keluarga di empat negara Amerika Latin menunjukkan bahwa perusahaan keluarga-CEO membayar lebih sedikit dividen daripada perusahaan non-CEO keluarga dan bahwa kepemilikan langsung pemegang saham keluarga memiliki</p>

No	Judul Penelitian dan Penulis	Metode dan Variabel	Hasil Penelitian
		8. EPS 9. ROA 10. Ukuran Perusahaan 11. Indeks perusahaan	efek negatif tambahan pada dividen. Variabel kontrol keseluruhan memiliki hubungan positif karena secara umum meningkatnya komponen kontrol yang baik akan membantu perhitungan kebijakan dividen. Karakteristik demografi latar belakang pendidikan dan lulusan berpengaruh positif, menjadi bahan penting karena semakin baik pendidikan pada manajemen risiko perusahaan akan membantu kebijakan dividen.

F. Kerangka Pemikiran

Penelitian yang dilakukan (Setia-Atmaja *et al.*, 2009) di Australia, (Yoshikawa and Rasheed, 2010) di Jepang, (Pindado, 2010) di sembilan negara kawasan Eurozone, dan (Schmid *et al.*, 2010) di Jerman menemukan bahwa perusahaan keluarga membayar dividen lebih tinggi daripada perusahaan non-keluarga. Sementara itu, penelitian (Attig *et al.*, 2015) yang dilakukan Sembilan negara Asia Timur menemukan hasil bahwa perusahaan keluarga membagikan lebih sedikit dividen daripada perusahaan non-keluarga. Berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini menggunakan variabel generasi keluarga (*family generation*) dan juga peran aktif generasi keluarga dalam dewan komisaris dan direksi (*family Generation*), tingkatan pendidikan (*Family Degree*) pada pimpinan perusahaan dan status lulusan pimpinan (*Family International Education*) perusahaan untuk menelusuri lebih lanjut

pengaruh karakteristik perusahaan keluarga terhadap kebijakan dividen. *Return On Asset* (ROA) juga merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva tetap yang digunakan untuk operasional. *Return On Asset* (ROA) yang semakin besar menunjukkan kinerja keuangan semakin baik, karena tingkat pengembalian investasi semakin besar, sehingga dapat dikatakan bahwa *Return On Asset* (ROA) memiliki pengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Perusahaan pasti mengharapkan mampu untuk membayar kewajibannya di setiap menjalankan operasional perusahaannya. *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh hutang. Semakin besar *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan semakin tinggi kewajibannya dan semakin rendah *Debt to Equity Ratio* (DER) akan menunjukkan semakin tinggi perusahaan dalam memenuhi hutangnya. Semakin besar hutang sebuah perusahaan akan mempengaruhi tingkat pendapatan yang tersedia bagi pemegang saham, artinya, semakin tinggi kewajiban perusahaan akan menurunkan tingkat kemampuan untuk membayar dividen. Keputusan investasi sangat penting dalam peningkatan pertumbuhan perusahaan yang akan membuka peluang atau kesempatan investasi perusahaan, hal ini dapat memengaruhi dividen yang diterima oleh para pemegang saham. Dalam ringkasan diatas maka terbentuk sebuah kerangka pikir dalam penelitian ini dengan melihat beberapa variabel penting pada perusahaan yang ada pada perusahaan LQ 45 di Indonesia tahun 2015-2020:



Gambar 4. Kerangka Pemikiran

Skema di atas adalah hasil penggambaran hubungan antar variabel dalam penelitian. Terdapat satu variabel dependen yaitu kebijakan dividend yang di implementasikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai variabel terikat dalam model, sedangkan Variabel bebas atau independen variabel mencakup Kepemilikan Keluarga, Generasi Keluarga, profitabilitas, struktur modal dan keputusan Investasi . Dengan menggunakan regresi linier berganda pada data panel akan dilakukan pengaruh baik secara parsial maupun secara bersama-sama terhadap kebijakan dividend yang ada pada perusahaan keluarga di saham LQ 45 Per Desember di tahun 2015-2020.

G. Hipotesis Penelitian

Adapun dalam penelitian ini penulis membuat hipotesis yaitu :

1. **H₁**: Diduga Kepemilikan Keluarga mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020.

Kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan negatif, beberapa kajian berikut melandasi dirumuskannya dugaan penelitian. Perusahaan pada tahap matang, tetapi tidak di perusahaan pada tahap awal siklus hidup sesuai dengan bauran modal kontribusi yang diperoleh yang diukur dengan proporsi laba ditahan terhadap total aset (RETA), perusahaan dengan nilai RETA negatif bukan kandidat yang masuk akal untuk membayar dividen. Selanjutnya, perusahaan dengan RETA antara 0 dan nilai median diklasifikasikan sebagai pada tahap awal siklus hidup keuangan, sedangkan perusahaan dengan RETA lebih besar dari nilai median diklasifikasikan sebagai tahap matang dari siklus hidup keuangan. Perusahaan pada tahap dewasa lebih cenderung memiliki sumber daya perusahaan yang melimpah yang berada di bawah kendali kebijaksanaan keluarga, terdapat hubungan negatif sesuai siklus keuangan terhadap pembagian dividen di perusahaan-perusahaan keluarga (Denis dan Osobov, 2008).

Pembuat kebijakan bisnis keluarga mempertimbangkan kepemilikan keluarga ketika menyelidiki kebijakan pembayaran dividen perusahaan keluarga di negara yang

dipengaruhi Konfusianisme karena mengendalikan kepemilikan keluarga dapat berhubungan positif atau negatif dengan dividen, kecenderungan ketika konsentrasi tinggi kepemilikan memiliki efek negatif, hal ini juga menjelaskan tentang pembayaran pada berbagai tingkat konsentrasi kepemilikan keluarga (Chang dan Wei (2011). Bebchuk dkk, (2000) dan Shleifer dan Vishny (1997) mengemukakan bahwa ketika kontrol keluarga lebih besar dari kepemilikan saham, potensi pengambilalihan dari perusahaan dan pemegang saham kecil adalah yang tertinggi, terdapat hubungan positif atau negatif antara hak arus kas keluarga pengendali dan pembayaran dividen dan efek gabungan dari hak arus kas keluarga pengendali dan siklus hidup perusahaan.

2. **H₂**: Diduga Generasi Keluarga mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020.

Generasi keluarga terhadap kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan negatif, beberapa kajian berikut melandasi dirumuskannya dugaan penelitian, menurut (Le Breton-Miller, 2006) menunjukkan bahwa tenor panjang dan keahlian bisnis mendorong pemilik bisnis keluarga untuk berinvestasi dalam cakrawala waktu jangka panjang. Kondisi ini diperkuat dengan kecenderungan pemilik keluarga untuk menyerahkan perusahaannya kepada generasi berikutnya agar berhasil tetapi keberhasilan tidak tergantung kepada generasi, sehingga hubungan dengan pembagian payout terkadang terabaikan rata-rata mengacu kepada jumlah profitabilitas, (Yoshikawa dan Rasheed,2010) Sebaliknya, manajer yang dipekerjakan, jika mereka tidak diawasi secara ketat oleh pemilik keluarga, mungkin menggunakan cakrawala waktu jangka pendek dalam pengambilan keputusan investasi mereka. Manajer hanya bertanggung jawab atas arus kas selama masa jabatannya. Hal ini dapat mengarahkan manajer pada manipulasi sistem akuntansi proyek jangka pendek. Proyek yang secara pribadi menguntungkan manajer dengan mengorbankan investasi jangka panjang, yang memiliki NPV lebih tinggi, hal ini bisa menyebabkan pengaruh negatif terhadap pembagian payout ratio perusahaan.

Potensi perbedaan generasi dalam pengaruh posisi CEO dan kekuasaan dewan keluarga terhadap pembayaran dividen. Penelitian yang meneliti variasi tujuan dalam perusahaan keluarga menunjukkan bahwa pentingnya tujuan nonfinansial berkembang dengan generasi yang bertanggung jawab, dengan keinginan yang lebih kuat untuk mempertahankan kendali dan kekayaan sosioemosional pada tahap awal generasi CEO cenderung tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan, tetapi seiring berjalannya waktu generasi akan memberikan dampak yang nyata terhadap pembagian dividen,(Gómez-Mejía et al. 2010).

3. **H₃**: Diduga Tingkatan pendidikan mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020.

Tingkatan pendidikan pada seorang manager memiliki peranan penting dalam hal cara berfikir dan keilmuannya dalam mengatur perusahaan khususnya mengatur masalah pembagian dividen. Menurut Miller dkk. (2013), identitas CEO (yaitu, CEO keluarga vs. CEO nonkeluarga) merupakan pembeda utama dalam kepemimpinan perusahaan, yang memengaruhi strategi dan kinerja perusahaan di antara perusahaan milik keluarga. Studi juga menunjukkan bahwa manajer sering dianggap memiliki "gaya" mereka sendiri ketika membuat keputusan keuangan dan menanamkan tanda pribadi mereka pada perusahaan yang mereka kelola (Bertrand dan Schoar, 2003). Minichilli et al. (2010) berpendapat bahwa karakteristik kelompok kurang penting daripada karakteristik pemimpinnya (CEO) dalam tim manajemen puncak, dan ini khususnya terjadi di perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga. Studi lain menunjukkan bahwa latar belakang pendidikan CEO juga memengaruhi pengambilan keputusan mereka di perusahaan menunjukkan bahwa latar belakang sekolah yang kuat dapat memaksakan kebijakan pembayaran pilihan mereka, (Pascal et al., 2017).

Pendidikan sekolah bisnis memiliki dampak yang mendalam bagi siswa untuk menjadi pengambil keputusan di masa depan untuk membuat pertimbangan dan keputusan dan mengemukakan bahwa latar belakang profesional akan memengaruhi pilihan mereka atas nilai dan sikap dasar kepada keputusan-keputusan kinerja

perusahaan, (Hoitash, 2011). Pendidikan sarjana bisnis dan manajemen akan menarik siswa yang konservatif dan menolak risiko selama proses pelatihan, tentu saja memiliki banyak teknik statistik untuk menghindari kesalahan atau kerugian. Akibatnya, di bawah latar belakang pendidikan manajemen bisnis, mereka cenderung menghindari risiko dan akan mengambil strategi bisnis yang sehat (Finkelstein dan Hambrick, 1996).

4. **H4:** Diduga Lulusan internasional mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan keluarga pada saham LQ 45 di Indonesia Tahun 2015-2020.

Karakteristik lulusan dipertimbangkan pada penelitian ini, khususnya antara lulusan lokal dan internasional. Dugaan yang dibentuk bahwa cenderung lulusan international memiliki keputusan yang lebih baik dalam membagikan dividen . (Roach & Slater, 2016), Karakteristik pribadi CEO menguraikan pengambilan keputusan perusahaan Serangkaian pengetahuan dan keterampilan CEO berdampak pada kinerja keuangan perusahaan dan keterampilan dan pengetahuan ini berada di luar Kurikulum universitas. Studi berdasarkan penelitian Australia menemukan bahwa pendidikan sekolah bisnis mungkin tidak secara signifikan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan sehingga dapat menentukan pengambilan keputusan apapun dalam kinerja perusahaan secara baik, (Linford, 2013), universitas harus mengalihkan kurikulumnya ke pengetahuan berbasis secara international sehingga keterampilan untuk keberlanjutan bisnis sangat luas. (Hughes, Upadhyaya, & Houston, 2018), Pendidikan tinggi di manajemen puncak meningkatkan globalisasi perusahaan karena beragam pengetahuan, keahlian, dan keterampilan pemecahan masalah Sesuai Teori Ketergantungan Sumber Daya, beragam keterampilan dan pengetahuan di dewan direksi mempromosikan bisnis untuk globalisasi dan keberlanjutan. Keahlian akuntansi direksi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen Dewan dengan pendidikan international yang meningkatkan kinerja perusahaan melalui efisiensi perusahaan, yang pada akhirnya meningkatkan kepercayaan pemegang saham (Tan et al., 2020). Ooi dkk. (2017) menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara keragaman pendidikan dan kebijakan dividen mendukung hasil, Oleh karena itu

menyimpulkan bahwa efisiensi investasi positif dan secara signifikan meningkatkan hubungan antara keragaman etnis terhadap pembayaran dividen dan keragaman pendidikan terhadap pembayaran dividen.

III. METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian dan Sumber Data

Jenis penelitian ini adalah penelitian deskriptif kuantitatif dan sumber data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder merupakan penelitian yang diperoleh secara tidak langsung. Keseluruhan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data runtut waktu (*time series*) pada periode 2015-2020 dan data silang (*cross section*) yaitu Perusahaan keluarga saham LQ 45 pada bursa efek Indonesia (IDX) di Indonesia dengan mengambil sample 10 Perusahaan keluarga. Dalam penelitian ini, data sekunder diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange (IDX)* <https://www.idx.co.id/produk/layanan-data-bei/> Bursa Efek Indonesia (BEI) dan hasil publikasi lainnya, Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

Tabel 3. Nama Variabel, Simbol, Satuan, dan Sumber Data

No	Variabel	Simbol	Skala	Sumber Data
1	Kebijakan Deviden (Deviden Payout Ratio)	DPR	Rasio	Terbitan buku Tahunan Per Desember 2015-2020 IDX LQ 45 pada Bursa efek Indonesia https://www.idx.co.id/produk/layanan-data-bei/
2	Kepemilikan Keluarga	FO	Persen	
3	Generasi Keluarga	FG	Dummy 1/0	
4	Family Degree	FD	Dummy 1/0	
5	Family Internasional Education	FIE	Dummy 1/0	
6	Profitabilitas	ROA	Persen	
7	Struktur Modal	DER	Persen	
8	Keputusan Investasi	MVB/BVE	Persen	

1. Populasi Penelitian

Populasi menurut (Sugiyono, 2019), adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas: objek/subjek yang mempunyai kuantitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini terdiri dari 10 perusahaan keluarga, pada saham LQ 45 per Desember Tahun 2015-2020, pada bursa efek Indonesia.

2. Sampel Penelitian

Sample menurut Sugiyono (2019), adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut. Bila populasi besar, dan peneliti tidak mungkin mempelajari semua yang ada pada populasi, misalnya karena keterbatasan dana, tenaga dan waktu, maka peneliti dapat menggunakan sampel yang diambil dari populasi. Metode pengambilan sample dalam penelitian ini dengan *purposive sampling*, teknik pengambilan ini menggunakan pengambilan sample dengan kriteria-kriteria tertentu guna menjawab pertanyaan penelitian dan juga menyesuaikan dengan tujuan penelitian yang akan dicapai. Maka teknik *purposive sampling* dibentuklah kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan keluarga yang terdaftar di bursa efek Indonesia, dan selalu berada pada saham LQ 45 Per Desember Tahun 2015-2020.
- b. Perusahaan perusahaan dengan kepemilikan saham keluarga diatas 20% dari total saham perusahaan.

Tabel 4. Kriteria Pemilihan Sample

Karakteristik Sample	Jumlah Perusahaan
Perusahaan dengan saham keluarga yang terdaftar Di BEI dan selalu berada pada saham LQ 45 Per Desember Tahun 2015-2020	45
Perusahaan dengan kepemilikan saham keluarga dibawah 20% dari total saham perusahaan	(35)
Total Sample Penelitian	10

Sumber: <https://www.idx.co.id/produk/layanan-data-bei/>

Berdasarkan kriteria diatas dalam penelitian ini total sample yang diperoleh sebanyak 10 Perusahaan dengan masa pengamatan 5 tahun penelitian pada saham LQ 45 Per Desember. Perusahaan keluarga yang dipakai bersumber dari bursa efek Indonesia (BEI), berikut adalah gambaran umum perusahaan :

Tabel 5. Kode, Nama Perusahaan, Pemegang saham, Persentase dan CEO perusahaan 10 perusahaan keluarga

No	Kode	Nama Perusahaan	Pemegang Saham	Persentase Saham Keluarga	CEO Perusahaan
1	BBCA	PT Bank Central Asia Tbk.	PT Dwimuria Investama Andalan, Direksi dan Komisaris.	54,94 %	Sdr. Robert Budi Hartono dan Sdr. Bambang Hartono
2	GGRM	Gudang Garam Tbk	PT. Suryaduta Investama, komisaris dan direksi	69,29 %	Juni Setiawati Wonowidjojo, Tn. Susilo Wonowidjojo dan Lukas Mulya Suhardja
3	HMSP	HM Sampoerna Tbk	Philip Morris Indonesia, PT , direksi dan komisaris	92,5 %	Putera Sampoerna
4	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	PT Indofood Sukses Makmur Tbk, Direksi Dan Komisaris	80,53 %	Anthoni Salim
5	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	First Pacific Investment Management Ltd, direksi dan komisaris	50,07 %	Anthoni Salim ,Taufik Wiraatmaja dan Franciscus Welirang
6	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	PT Global Mediacom Tbk, direksi dan komisaris	52,67 %	Hary Tanoesoedibjo
7	INTP	Indocement Tungal	Birchwood Omnia Ltd.,	51%	Anthoni Salim dan Cristian

		Perkasa Tbk	direksi dan Komisaris		Kartwijaya
8	SRIL	Sri Rejeki Isman Tbk	PT Huddleston Indonesia, direksi dan Komisaris	59%	Hj. Susyana Lukminto dan Iwan Setiawan Lukminto
9	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	PT Paraga Arta Mida, PT Ekacentra Usahamaju, direksi dan komisaris	58,49%	Muktar Widjaja
10	PWON	Pakuwon Jati Tbk	Pakuwon Arthaniaga, direksi dan komisaris	68,68%	Alexander Tedja , Richard Adisastra

B. Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan 1 dependen variabel yang merupakan kebijakan deviden dengan menggunakan *Deviden Payout Ratio* variabel ini yang dipengaruhi oleh variabel Independen dan 4 variabel independen dengan karakteristik keluarga yaitu kepemilikan keluarga dan generasi keluarga variabel ini menjelaskan serta mempengaruhi variabel dependen. Variabel kontrol menggunakan 3 variabel yaitu rasio profitabilitas, rasio hutang modal dan kesempatan investasi, variabel ini dibuat konstan sehingga variabel independen terhadap dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang diteliti.

1. Variabel Dependen

a. Kebijakan Dividen, *Deviden Payout Ratio (DPR)*

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham atau akan ditahan sebagai modal pada periode berikutnya, Dalam penelitian ini, menggunakan proksi *dividen payout* yang merupakan perbandingan antara *dividen pershare* dengan *earning pershare* 10 perusahaan keluarga pada LQ 45 di tahun 2015-2020. Diukur dengan menggunakan rumus menurut (Zulfa Rosharlianti; Poniman sutrisno dan

Abdul ghofar, 2018) dan (Linna Ismawati, 2017) Berikut adalah perhitungan *dividend policy*:

$$\text{Dividen Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividen Per Share (DPS)}}{\text{Earning Per Share (EPS)}} \times 100\%$$

Dividen per shares rumusan ini diperoleh dengan membagi jumlah dividen sebagai keuntungan yang dibagikan pada pemegang saham pada satu periode dengan jumlah saham yang beredar. Berikutnya rumusan *earning per share* hasil pembagian antar laba bersih setelah pajak (EAT) dengan jumlah saham yang beredar. Laba bersih merupakan pendapatan operasi perusahaan setelah dikurangi dengan biaya pajak dan bunga (Harmono, 2009) serta dapat dijadikan sebagai pendapatan yang diperoleh pemegang saham atas laba yang diperoleh perusahaan dan bagaimana tingkat keuntungan tersebut.

2. Variabel Independen

a. Kepemilikan Keluarga (FO)

Kepemilikan Keluarga (*Family Ownership*) adalah perusahaan yang kepemilikannya dimiliki oleh keluarga. Perusahaan dikatakan memiliki kepemilikan keluarga apabila pimpinan atau keluarga memiliki lebih dari 20% hak suara (Anderson and Reeb, 2003); (Classens, 2000); (La Porta, 1999). Jika kepemilikan tersebut adalah nama perusahaan maka perusahaan tersebut ditelusuri tentang kepemilikannya, melalui beberapa cara yakni dengan kepemilikan piramida, kepemilikan tanpa mekanisme dan struktur lintas kepemilikan. Ini dapat dilihat dan disamakan dengan informasi kepemilikan saham perusahaan tersebut. Setelah ditelusuri maka dapat dianalisa jika saham pengendali perusahaan pemegang saham tersebut adalah terdapat individu atau nama orang maka bisa dikategorikan sebagai kepemilikan keluarga. Bisa juga ditelusuri dari website perusahaan tersebut dan annual report pada bagian catatan atas laporan keuangan akan ditunjukkan mengenai pemegang saham dari perusahaan tersebut. Kendali keluarga (*family control*) diukur dengan menggunakan rumus yang mengacu pada (Wiranata, 2013), yaitu :

$$\text{Family Ownership (FO)} = \frac{\Sigma \text{Jumlah Kepemilikan Saham Keluarga}}{\Sigma \text{Total Saham Yang beredar}}$$

b. Generasi Keluarga (FG)

Generasi keluarga (Family Generation) generasi keluarga yang memimpin perusahaan, Generasi pertama bisa disebut dengan *founder-controlled* yaitu jika pendiri perusahaan masih menjabat sebagai CEO. Generasi penerus atau *descendant-controlled* adalah ketika pendiri perusahaan sudah tidak aktif dalam direksi atau sudah meninggal atau ketika keturunannya menjabat sebagai CEO (Anderson and Reeb, 2003). Pada variabel ini menggunakan dummy variabel yang menjelaskan nilai pada angka 1 diberikan untuk perusahaan keluarga yang dipimpin oleh generasi penerus (*Descendant Controlled*), dan pada angka 0 diberikan pada perusahaan keluarga yang dipimpin oleh generasi pertama (*Founder Controlled*). rumus yang digunakan diambil dari beberapa kajian yaitu (Isakov dan Weisskopf, 2015) dan (Yoshikawa dan Rasheed, 2010). Data ini diambil dari karakteristik pemimpin pada 10 perusahaan keluarga pada LQ 45 di tahun 2015-2020 di Indonesia.

c. Tingkatan Pendidikan (FD)

Family Degree/tingkatan pendidikan, variabel ini mengacu pada kajian (Guadalupe D.C. Briano-Turrent, Mingsheng Li, Hongfeng Peng, 2020), pada penelitiannya meneliti tentang tingkatan pendidikan pascasarjana dengan sarjana apakah mempengaruhi tingkatan pengembalian dividen dengan menggunakan dummy variabel. Pada penelitian ini variabel dummy menjelaskan nilai pada angka 1 diberikan untuk pemimpin perusahaan keluarga yang memiliki gelar magister (*Posgraduate*), dan pada angka 0 diberikan untuk pemimpin perusahaan keluarga yang tidak memiliki gelar magister (*Posgraduate*). Data ini diambil dari karakteristik pemimpin pada 10 perusahaan keluarga pada LQ 45 di tahun 2015-2020 di Indonesia.

d. Lulusan Internasional (FIE)

Family International Education/Lulusan internasional menurut (Roach & Slater, 2016) dan (Linford, 2013), memiliki kelebihan bila seorang CEO memiliki gelar MBA atau gelar internasional lainnya, karena mendapatkan lingkungan bisnis atau internasional yang lebih baik. Mengacu kepada penelitian tersebut maka menggunakan variabel dummy menjelaskan nilai pada angka 1 diberikan untuk pemimpin perusahaan keluarga yang menempuh pendidikan di luar negeri, dan pada angka 0 diberikan untuk pemimpin perusahaan keluarga yang tidak menempuh pendidikan di luar negeri. Data ini diambil dari karakteristik pemimpin pada 10 perusahaan keluarga pada LQ 45 di tahun 2015-2020 di Indonesia.

3. Variabel Kontrol

a. Profitabilitas

Profitabilitas/*Return On Asset* (ROA) adalah efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. ROA merupakan rasio yang menunjukkan hasil (return) atas penggunaan aseperusahaan dalam menciptakan laba bersih. Dengan kata lain, rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besajumlah laba bersih yang akan dihasilkan dari set iap rupiah dana yang tertanam dalam total aset. *Return on asset* juga rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan”. *Return on Asset* digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Semakin besar *Return on Asset* menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, karena tingkat pengembalian semakin besar. Menurut kajian (Imran Yousaf, 2019) dan (Laras Ayu, 2019), Berikut adalah cara perhitungan rumus mencari ROA :

$$\text{Return On Asset (ROA)} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

b. Struktur Modal

Struktur modal *Modal/Debt to Equity Ratio (DER)* adalah rasio hutang yang menggambarkan sejauh mana modal pemilik dapat menutupi hutang-hutang kepada pihak luar dan merupakan rasio yang mengukur hingga sejauh manaperusahaan dibiayai dari hutang, Jadi dapat disimpulkan bahwa Debt ratio merupakan perbandingan antara total hutang (hutang lancar, dan hutang jangka panjang) dan modal yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dengan menggunakan modal yang ada. modal menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban dengan menggunakan modal yang ada. Menurut (Albertus Karjono, 2019) dan (Andri Helmi Munawar, 2019) Berikut adalah cara perhitungan rumus mencari DER :

$$\text{Debt to Equity Ratio(DER)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

c. Kesempatan Investasi

Menurut (Myers, 1977) kesempatan investasi memberikan petunjuk yang lengkap tentang tujuan perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai perusahaan, tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Kesempatan investasi akan diproksikan dengan Market to Book Value of Equity. Menurut (Tarjo dan Hartono, 2003) dalam (Mulyono, 2010) menyatakan rasio *Market to Book Value* mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Adapun rumus Market to Book Value of Equity (MVE/BVE) sebagai berikut (Hanafi, 2004):

$$\text{MVE/BVE} = \frac{\text{Jumlah saham beredar x harga penutupan saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

C. Model Penelitian

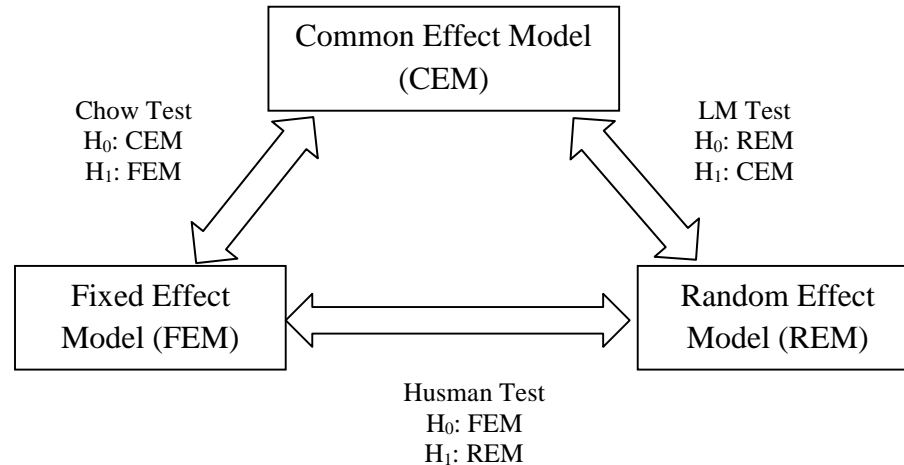
Model ekonometrika yang akan digunakan untuk menganalisis pengaruh Model dan Alat Analisis Regresi Linier berganda (OLS) dengan panel data digunakan. Metode analisis yang dilakukan menggunakan data runtut waktu (*time series*) dari Tahun 2015-2020 dan data observasi (*Cross section*) yang terdiri dari 10 perusahaan keluarga LQ 45 pada bursa efek Indonesia. Untuk mengetahui pengaruh variabel dependen terhadap variabel independen, maka digunakan model regresi data panel dengan persamaan sebagai berikut :

$$\text{DPR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FO}_{it} + \beta_2 \text{DFG}_{it} + \beta_3 \text{DFD}_{it} + \beta_4 \text{DFEI}_{it} \\ + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{DER}_{it} + \beta_7 \text{MVB/BVE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

DPR	=	Deviden Payout Ratio
FO	=	Family Ownership
FG	=	Family Generation
FD	=	Family Degree
FEI	=	Family International Education
ROA	=	Profitabilitas
DER	=	Struktur Modal
MVB/BVE	=	Keputusan Investasi
<i>D</i>	=	Dummy variabel
<i>i</i>	=	Observasi perusahaan Keluarga pada LQ 45 (<i>Cross section</i>)
<i>t</i>	=	Periode penelitian Tahun 2015-2020 (<i>time Series</i>)
β_0	=	Koefisien Konstanta intersep yang merupakan skalar
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	=	Koefisien regresi atau slop kemiringan dari masing-masing variabel
$\beta_5, \beta_6, \beta_7$	=	
<i>et</i>	=	Standar error pada model matematis, (<i>Error Term</i>)

D. Pemilihan Model Data Panel

Pada dasarnya terdapat empat model yang digunakan dalam analisis data panel, yaitu *pooled least square*, *pooling independent cross sections over times*, *least square dummy variable (fixed effects)*, dan *random effects*. Ketiga model tersebut dapat dijelaskan dengan gambar sebagai berikut :



Gambar 5. Pemilihan Model Data Panel

1. Common Effect Model (CEM)

Pada model ini diasumsikan bahwa semua koefisien konstan untuk semua silang tempat dan titik-titik waktu, bentuk model umumnya adalah sebagai berikut :

$$y_{it} = a + X_{it}\beta + U_{it} \quad i=1,\dots,N \quad t=1,\dots,T,$$

dimana i adalah negara, perusahaan, dan lain-lain dan t adalah waktu. Asumsi dari model di atas adalah intersep semuanya sama dan slope koefisien variabel X identik untuk semua tempat.

a. Pooling Cross Sections over Time

Model ini merupakan model *Common Effect Model* dengan menambah variabel dummy, bentuk modelnya adalah sebagai berikut :

$$y_{it} = a + X_{it}\beta + D_{time}U_{it} \quad i=1,\dots,N \quad t=1,\dots,T,$$

D_{time} menunjukkan variabel dummy waktu yang biasanya dimulai dari urutan waktu yang kedua misalnya tahun kedua dan tahun pertama sebagai dasar (α).

2. Uji Chow /Fixed Effect

Uji chow digunakan untuk mengetahui apakah teknik regresi data panel dengan *fixed effect* (FE) lebih baik daripada model regresi data panel *common effect* (CE) dengan

melihat *residual sum squares*. Pendekatan ini digunakan untuk memperbaiki LSDV dimana unit cross section yang besar tidak akan mengurangi derajat kebebasan. Pendekatan *Fixed effect* ini mengizinkan adanya intersep yang berbeda antar individu namun intersep setiap individu tidak bervariasi sepanjang waktu. Pendekatan ini ditulis dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \mu_{it}$$

Dimana β_{0i} merupakan *intersep* dan β_1, β_2 merupakan *slope*. Adanya perbedaan intersep pada setiap unit cross section dilakukan dengan penambahan *subscript i*. Meskipun intersep berbeda antar negara namun intersep masing-masing negara tidak berbeda antar waktu, yang disebut *time invariant*. Untuk menentukan pendekatan yang lebih baik antara *Pooled Least Squared/PLS* dan *Fixed Effect Model (FEM)* digunakan Uji Chow dengan hipotesis sebagai berikut:

- 1) H_0 : *Pooled Least Square (PLS)*
- 2) H_1 : *Fixed Effect Model (FEM)*

Dasar penolakan terhadap hipotesis diatas adalah dengan membandingkan perhitungan F-statistik dengan F-tabel. Perbandingan dipakai apabila hasil F hitung lebih besar ($>$) dari F tabel maka H_0 ditolak yang berarti model yang paling tepat digunakan adalah *Fixed Effect Model*. Begitupun sebaliknya jika F hitung lebih kecil ($<$) dari F tabel maka H_0 diterima dengan model yang digunakan adalah *Pooled Least Square* (Widarjono, 2009) Perhitungan F Statistik didapat dari Uji Chow dengan rumus (Baltagi, 2005):

$$F_{hitung} = \frac{\frac{SSE_1 - SSE_2}{(n-1)}}{\frac{SSE_2}{(nt-n-k)}} \sim F_{\alpha (N-1, NT - N - K)}$$

Dimana SSE_1 merupakan *Sum Square Error* dari model *Pooled Least Squared*, SSE_2 merupakan *Sum Square Error* dari model *Fixed Effect Model*, n merupakan jumlah

cross section negara), nt merupakan jumlah *cross section* dikalikan jumlah *time series*, k jumlah variabel bebas. Sedangkan F tabel didapat dari:

$$F\text{-tabel} = \{ : df(n-1, nt-n-k) \}$$

Dimana α merupakan tingkat signifikansi yang dipakai (alfa), n merupakan jumlah negara (*cross section*), nt merupakan jumlah *cross section* dikali jumlah *time series*, k merupakan jumlah variabel bebas

3. Uji Hausman / Random Effect

Untuk menentukan metode apa yang sebaiknya dipakai antara *fixed effect* atau *random effect*, digunakan metode yang dikembangkan oleh Hausman. Uji Hausman ini didasarkan bahwa penggunaan variabel *dummy* dalam metode *fixed effect* dan *GLS* adalah efisien sedangkan *OLS* tidak efisien, di lain pihak alternatifnya adalah metode *OLS* efisien dan metode *GLS* tidak efisien. Karena uji hipotesis nolnya adalah hasil estimasi keduanya tidak berbeda sehingga Uji Hausman bisa dilakukan berdasarkan perbedaan estimasi tersebut. Statistik uji Hausman mengikuti distribusi statistik *chi-square* dengan df sebesar k dimana k adalah jumlah variabel independen. Jika nilai statistik Hausman lebih besar daripada nilai kritisnya maka model yang tepat adalah model *fixed effect* dan sebaliknya. Secara matematis, uji ini dapat ditulis sebagai berikut:

$$W = (\beta_{fe} - \beta_{re})^1 [V(\beta_{fe}) - V(\beta_{re})]^{-1} (\beta_{fe} - \beta_{re}) \sim \chi^2(k) W$$

Estimasi dari matriks kovarian sebenarnya β_{fe} = estimator dari FEM β_{re} = estimator dari REM. Statistik uji Hausman mengikuti distribusi statistik *chi-square* dengan *degree of freedom* (df) sebesar k di mana k adalah jumlah variabel independen perbandingan tersebut dilakukan dalam kerangka hipotesis sebagai berikut:

- 1) $H_0 : E(\tau_{x_{it}}) = 0$; maka *Random Effect Model* (REM) adalah model yang tepat
- 2) $H_1 : E(\tau_{x_{it}}) \neq 0$; maka *Fixed Effect Model* (FEM) adalah model yang tepat

Pendekatan spesifikasi Hausman mengikuti distribusi Chi-Squared. Dalam Chi-Squared_{hitung} > Chi-Squared_{tabel} dan p-value signifikan maka H₀ ditolak sehingga pendekatan FEM lebih tepat digunakan

E. Uji Lagrange Multiplier (LM)

Untuk mengetahui apakah model *random effect* lebih baik daripada metode *common effect* maka digunakan uji *Lagrange Multiplier* (LM) yang dikembangkan oleh Breusch-Pagan. Hipotesis dari LM Test adalah:

Ho: *Common effect*

Ha: *Random Effect*

Untuk melakukannya diperlukan formulasi sebagai berikut:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n [\sum_{t=1}^n e_{it}]^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^n e^2_{it}} - 1 \right]^2$$

Jumlah dari kuadrat jumlah residual

$$\sum_{i=1}^n [\sum_{t=1}^n e_{it}]^2$$

$$\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^n e^2_{it} \quad \text{Sum Squared of Residual dari random effect}$$

n= Jumlah individu data

t= Jumlah tahun data

Nilai LM kemudian dibandingkan dengan nilai *chi-squares* pada *degree of freedom* (df) sebanyak jumlah variabel independen dan $\alpha = 1\%$ dan $\alpha = 5\%$. Perbandingan tersebut dilakukan dalam kerangka hipotesis sebagai berikut:

- 1) Ho= menggunakan model PLS, jika nilai LM < nilai *chi-squares*
- 2) Hi= menggunakan REM, jika nilai LM > nilai *chi-squares*

F. Pengujian Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Uji asumsi normalitas untuk melihat apakah *error term* terdistribusi secara normal atau tidak. Jika asumsi normalitas tidak dipenuhi maka prosedur pengujian dengan uji *t-statistic* menjadi tidak sah. Pengujian asumsi normalitas dapat dilakukan dengan uji *Jarque-Bera* atau dengan melihat plot dari sisaan. Hipotesis dalam pengujian normalitas adalah:

H_0 : Residual terdistribusi normal

H_1 : Residual tidak terdistribusi normal

Penolakan H_0 dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas *Jarque-Bera* dengan taraf nyata α sebesar 0.05. Jika probabilitas *Jarque-Bera* $> \alpha$ maka dapat dikatakan tidak cukup bukti untuk menolak H_0 yang artinya residual terdistribusi normal.

2. Deteksi Multikolinearitas

Adanya dua asumsi penting tentang variabel gangguan yang akan memengaruhi sifat estimator yang BLUE. Pertama, varian dari variabel gangguan adalah tetap atau konstan (homokedastisitas). Kedua, tidak adanya korelasi atau hubungan antara variabel gangguan satu observasi dengan variabel gangguan observasi yang lain atau sering disebut tidak ada masalah autokorelasi (Widarjono, 2013). Pendeteksian terhadap multikolinieritas dapat dilakukan dengan melihat nilai *Variance – Inflating Factor* (VIF) dari hasil analisis regresi. Jika nilai $VIF > 10$ maka terdapat gejala multikolinieritas yang tinggi (Sanusi, 2014). Kecepatan dari meningkatnya varians atau kovarians dapat dilihat dengan *Variance Inflation Factor* (VIF), yang didefinisikan sebagai :

$$VIF = \frac{1}{(1 - R^2)}$$

Seiring dengan R^2 mendekati 1, VIF mendekati tidak terhingga. Hal tersebut menunjukkan sebagaimana jangkauan kolinieritas meningkat, varian dari sebuah

estimator juga meningkat, dan pada suatu nilai batas dapat menjadi tidak terhingga (Gujarati, 2010).

- 1) H_0 : $VIF > 10$, terdapat multikolinearitas antar variabel bebas
- 2) H_a : $VIF < 10$, tidak ada multikolinearitas antar variabel bebas

3. Uji Heterokedastisitas

Widarjono (2013) Suatu model yang terbebas dari heteroskedastisitas berarti variansi dari *error* bersifat konstan (tetap) atau dapat dikatakan homoskedastis. Cara untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas yaitu dengan uji *White*. Model dikatakan mengandung heteroskedastisitas jika statistik *white* ($n \times R^2$) lebih besar dari χ^2 tabel. Cara lainnya adalah dengan menggunakan metode *GLS Weight Cross-section* yang tersedia dalam estimasi output program *EViews*. Nilai *Sum Square Resid (SSR) Weighted* dibandingkan dengan *Sum Square Resid (SSR) Unweighted*. Jika $SSR\ weighted < SSR\ Unweighted$ maka dapat dikatakan bahwa model terbebas dari masalah heteroskedastisitas

4. Uji Autokorelasi

(Widarjono, 2013), salah satu asumsi penting dalam metode OLS berkaitan dengan variabel gangguan adalah tidak adanya hubungan antara variabel gangguan satu dengan variabel gangguan lain. Sedangkan autokorelasi merupakan adanya korelasi antara anggota observasi satu dengan observasi lain yang berlainan waktu. Dalam kaitannya dengan metode OLS, autokorelasi merupakan korelasi antar satu variabel gangguan dengan variabel gangguan yang lain. Jadi dengan adanya autokorelasi, estimator OLS tidak menghasilkan estimator yang *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) hanya *Linear Unbiased Estimator* (LUE). Terdapat beberapa metode yang digunakan untuk mendeteksi masalah autokorelasi yaitu melalui metode *Durbin-Watson*, Metode *Breusch-Godfrey*.

G. Uji Hipotesis t dan F statistik

1. Uji t (*t-test*)

Uji t-Statistik digunakan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara parsial Uji ini digunakan untuk melihat signifikansi dari pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individual. Digunakan uji 1 arah dengan tingkat kepercayaan 95% dengan hipotesis berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat pada tingkat $\alpha = 0,05$. Hipotesis pengujian sebagai berikut:

- 1) Jika nilai t-hitung $>$ nilai t-tabel maka H_0 ditolak atau menerima H_a , artinya variabel bebas berpengaruh positif terhadap variabel terikat.
- 2) Jika nilai t-hitung $<$ nilai t-tabel maka H_0 diterima atau menolak H_a , artinya variabel bebas tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

2. Uji F-Statistik

Uji F-Statistik digunakan untuk membuktikan apakah variabel bebas yang digunakan dalam penelitian secara bersama-sama signifikan mempengaruhi variabel terikat. Nilai F-Statistik yang besar lebih baik dibandingkan nilai F-Statistik yang kecil. Nilai *Probability* (F-Statistik) merupakan tingkat signifikansi marginal dari F-Statistik, dengan hipotesis pengujian sebagai berikut:

- 1) Jika F Hitung $>$ F-tabel, maka H_0 ditolak, dan H_a diterima
- 2) Jika F Hitung \leq F-tabel, maka H_0 diterima, dan H_a ditolak

Pada tingkat $\alpha = 0,05$ jika H_0 ditolak, berarti variabel bebas yang diuji berpengaruh nyata terhadap variabel terikat. Jika H_0 diterima berarti variabel bebas yang diuji tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat pada $\alpha = 0,05$.

H. Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai Koefisien determinasi R^2 digunakan untuk mengukur seberapa besar variabel bebas secara bersama-sama dapat menjelaskan variasi variabel terikat yang digunakan dalam penelitian. Nilai tersebut menunjukkan seberapa dekat garis regresi yang diestimasi dengan data yang sesungguhnya. Nilai R^2 terletak antara nol hingga satu. Semakin mendekati satu maka model akan semakin baik.

V. SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *family control* terhadap kebijakan deviden pada perusahaan LQ 45 pada Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2020. Berdasarkan rumusan masalah penelitian yang diajukan, dan berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan pada 10 Perusahaan keluarga di Indonesia tahun 2015-2020, serta pembahasan yang telah dikemukakan, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Hipotesis pertama Kepemilikan Keluarga (FO) mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan keluarga. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga (FO) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen / Dividen Payout Ratio (DPR), sehingga hipotesis pertama didukung. Artinya bahwa semakin besar kepemilikan keluarga dalam manajemen cenderung membagikan dividen lebih kecil.
2. Hipotesis kedua Generasi Keluarga (FG) mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan keluarga. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Generasi Keluarga (FG), tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen/Dividen Payout Ratio (DPR), sehingga hipotesis kedua tidak didukung.
3. Hipotesis ketiga Tingkatan Pendidikan (FD) mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan keluarga. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Tingkatan Pendidikan (FD), memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen/Dividen Payout Ratio (DPR), sehingga hipotesis ketiga didukung.

Artinya semakin tinggi Tingkatan Pendidikan dalam manajemen cenderung membagikan deviden lebih besar.

4. Hipotesis keempat Lulusan Internasional (FIE) mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan keluarga. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Lulusan Internasional (FIE), memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen/Dividen Payout Ratio (DPR), sehingga hipotesis keempat didukung. Artinya apabila manajemen berasal dari Lulusan Internasional (FIE) cenderung membagikan deviden lebih besar.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan diatas, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Karakteristik pimpinan CEO perusahaan seperti Kepemilikan keluarga (FO), Tingkatan Pendidikan (FD), dan Lulusan Internasional (FIE) harus menjadi pertimbangan penting perusahaan. Rekrutmen pergantian pemimpin dan perekrutan pemimpin baru perusahaan harus memperhatikan latar belakang yang jelas dan berkapasitas karena dapat mempengaruhi naik turunnya pembagian dividen.
2. Hasil penelitian dapat menjadi referensi peneliti selanjutnya yang hendak meneliti faktor-faktor pengaruh kebijakan dividen. Bagi perusahaan agar lebih memperhatikan posisi utang dan ketersediaan arus kas bebas perusahaan, karena hal tersebut merupakan faktor yang berpengaruh dalam penentuan kebijakan dividen perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Rehman Dan Haruto Takumi, (2012), Determinants Of Dividend Payout Ratio: Evidence From Karachi Stock Exchange (KSE). *Journal of Contemporary Issues in Business Research ISSN 2305-8277 (Online)*, 2012, Vol. 1, No. 1, 20-27. Copyright of the Academic Journals JCIBR All rights reserved.
- Ade Pendria Astuti Dan Yulia Efni,(2015) , Pengaruh Kesempatan Investasi, Leverage Terhadap Kebijakan Deviden Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *jurnal tepak manajemen bisnis, vol. vii no. 3 september 2015*.
- Adeel Mustafa, Abubakr Saeed, Muhammad Awais, and Shahab Aziz (2020). Journal of Risk and Financial Management : Board-Gender Diversity, Family Ownership, and Dividend Announcement: Evidence from Asian Emerging Economies
- Arif, Abubakar dan Wibowo.(2008), Akuntansi Keuangan Dasar 2. Jakarta : Pt. Grasindo. Atmaja, Lukas Setia.
- Arifin, Zainal (2005). Teori Keuangan & Pasar Modal
- Arbel, A, dan P.J. Strebel. (1983). Pay Attention to Neglected Firm, Journal of Portfolio Management, dalam Bodie, Kane, dan Marcus. (2002). Investment, Boston, USA: McGraw Hill.
- Arifin, Zaenal. (2003). Masalah Agensi dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga, Disertasi, Universitas Indonesia, Jakarta
- Anderson, Ronald C., dan Reeb, David M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 3.
- Andres, Christian. (2008). Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership.*Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 431-445.

- Aning Fitriana dan Shella Rizqi Amelia,(2021) Struktur Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Dividen Studi Perusahaan di Indonesia. *Jurnal E-Bis (Ekonomi-Bisnis) Vol. 5 No. 1 (2021) pp.202-217 Jurnal E-Bis (Ekonomi-Bisnis) 202* <https://jurnal.politeknik.kebumen.ac.id/index.php/E-Bisp-ISSN> : 2580-2062 e-ISSN : 2622-3368.
- Anderson, Ronald C., dan Reeb, David M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 3.
- Amran, N. A., & Ahmad, A. C., (2011), Board Mechanisms and Malaysian Family Companies' Performance. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 2, 15–26.
- Amihud, Y. dan H. Mandelson. (1991). Liquidity, Asset Prices, and Financial Policy, *Financial Analyst Journal*, 47, pp. 56-66.
- Attig, Najah. Boubakri, N. El Ghouli, S and Guedhami, O. (2015). The Global Financial Crisis, Family Control, and Dividend Policy. *Financial Management. Volume 45, Issue 2 291-313*.
- Atmaja, L. S., (2008), *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*, Penerbit CV. Yogyakarta, Yogyakarta.
- Atmaja, L.S. (2016). The Impact of Family Control on Dividend Policy: Evidence from Indonesia. *International Research Journal of Business Studies vol IX no 03.School of Business & Economics.Universitas Prasetya Mulya. Jakarta*.
- Ayman I. F. Issa, (2015). The Determinants of Dividend Policy: Evidence from Malaysian Firms. *Research Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.6, No.18, 2015.
- Ayaba, O. H. (2012). Executive Officer's (CEO's) Educational Background and Firm Performance: An empirical study on Manufacturing and IT listed firms in the Stockholm Stock Exchange. Umeå School of Business and Economics-MASTER.
- Caillaud, B dan B. E. Hermalin. (2000). Hidden-Information Agency, dalam <http://www.haas.berkeley.edu/~hermalin/econ206.html>
- Cucculelli, M., & Micucci, G. (2008). Family Succession and Firm Performance : Evidence from Italian Family Firm. *Journal of Corporate Finance*, 14, 17-31.
- Bambang Riyanto, (1997), *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi 4. BPFE,. Yogyakarta.

- Bambang, M., & Hermawan, M. S. (2012). Founding family ownership and firm performance: Empirical evidence from consumer goods industry in Indonesia. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 4(2), 112-131.
- Barle, A. dan G. Means. (1932). The Modern Corporation and private Property, dalam La Porta, et al (1999), *Corporate Ownership Around the World*, *Journal of Finance*, Vol.LIV, No. 2, April.
- Bayu Wijyantini, Alfi Arif , Maheni Ika Sari,(2019), Analisis ROA , Current Ratio Dan DER Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Pembiayaan Di BEI. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Indonesia*, Vol. 5 No.2 Desember 2019, Hal. 239 – 246.
- Bertrand, Marianne, dan Schoar, Antoinette. (2006). The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 2, pp. 73-96.
- Bertrand, M., Schoar, A., (2003), Managing with style: the effect of managers on firm policies. *Q. J. Econ.* 118, 1169–1208.
- Bebchuk, L., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000), Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency cost of separating control from cash-flow rights. In R. K. Morck (Ed.) *Concentrated corporate ownership: 295–315*. Chicago: University of Chicago Press
- Bhaumik, S. K., Driffield, N., & Pal, S. (2010). Does ownership structure of emerging market firms affect their outward FDI? The case of Indian automotive and pharmaceutical sectors. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 437–450.
- Bhagat, S., Bolton, B., & Subramanian, A., (2010), CEO Education, CEO Turnover, and Firm Performance. *Working Paper, University of Colorado at Boulder*, 3 August 2020.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (2012). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesebelas. Jakarta: Salemba Empat.
- Casriningrum, (2019), The Effect Of Current Ratio, Debt To Equity Ratio, And Return On Assets On Firm Values With Dividend Policy As An Intervening Variable (Study Of Manufacturing Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange In 2013- 2017), *International Conference on Business, Economics and Governance (ICBEG)*, Department of Management, Faculty of Economics and Business, UNTAG Semarang.
- Claessens, S., Djankov, S. dan Lang, L.H.P. (2000). The Separation of Ownership

- and Control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, S. S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Custodio, C., & Metzger, D. (2014). CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114, 125–1. He, Li-Jen., Hsiang-Tsai, Chiang., Cheng, Yu-Chen., Hong, H.-Y. (2016). The effect of the professional education background of the chairman of the board and executive management on dividend policy in Taiwanese listed companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(1), 8–2.
- Chang, R.-D., & Wei, J.-T. (2011), Effects of governance on investment decisions and perceptions of reporting credibility: Investment experience of Taiwanese individual investors. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(1): 139–155.
- De Angelo, H., DeAngelo, L, Skinner, D. (2009). Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 3, Nos. 2, 95–287.
- De Tienne, D. R., & Cardon, M. (2012), Impact of founder experience on exit intentions. *Small Business Economics*, 38(4), 351–374.
- Diamond, D.W. dan R.E. Verrechia. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, 46, pp. 1325-1359.
- Doddy Setiawana , Y Anni Aryanib , Sari Yuniartic Rayenda Khresna Brahmanad,(2019), Does Ownership Structure Affect Dividend Decisions? Evidence from Indonesia's Banking Industry, *International Journal Of Business*, 24(3), 2019 ISSN: 1083-4346 Faculty of Economics and Business, Universitas Sebelas Maret.
- Dragoni, L., Oh, I. S., Vankatwyk, P., & Tesluk, P. E. (2011), Developing executive leaders: The relative contribution of cognitive ability, personality, and the accumulation of work experience in predicting strategic thinking competency. *Book Personnel Psychology*, 64(4), 829-864.
- Eduardus Tandelilin. (2011). Portofolio dan investasi, Konisius, Yogyakarta.
- Elloumi, Fathi dan Jena-Pierre Gueyle. (2001). CEO Compensation, IOS, and The Role of Corporate Governance. *Corporate Governance Journal* Vol. 1,No.2, p.23-33.

- Finkelstein, S. and Hambrick, D.C. (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*, West Publishing: St. Paul, MN.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M.Gaver. (1993). Additional Evidence On The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal Of Accounting And Economics*, 16: 125-160.
- Gennaro Bernile. Vineet Bhagwat, Scott Yonker. (2018), Board diversity, firm risk, and corporate policies, *Journal of Financial Economics*. 127(3) 588–612. DOI: <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Ghozali, Imam. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS*
- Gomes, A., (2000). Going public without governance: managerial reputation effects. *J. Financ.* 55, 615–646.
- Gómez-Mejía, L. R., M. Makri, and M. L. Kintana (2010), “Diversification Decisions in Family Controlled Firms,” *Journal of Management Studies* 47(2), 223–252.
- Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2011). Does a Better Education Make For Better Managers? *An Empirical Examination of CEO Educational Quality and Firm Performance*. *SSRN Electronic Journal*.
- Grossman, J. S dan O. D. Hart. (1983). An Analysis of the Principal-Agent Problem, *Econometrica*, Vol. 51, No. 1, pp 7-45.
- Hamberg, M., Fagerland, E. A. and Nilsen, K. K. (2013) ‘Founding-family firms and the creation of value: Swedish evidence’, *Managerial Finance*, 39(10), pp. 963–978. doi: 10.1108/MF-11-2012-0228.
- Harris, Milton dan A. Raviv. (1991). The Theory of Capital Structure, the *Journal of Finance*, Vol XLVI, No. 1 , pp 297 – 355.
- Hartono, Jogyanto. (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE-UGM. Yogyakarta.
- Hanafi, Mamduh M. (2004). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hendy, M. Fakhrudin, (2005), *Aksi Korporasi : Strategi Untuk Meningkatkan Nilai Saham Melalui Tindakan Korporasi*, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Hery. (2013). *Rahasia Pembagian Dividen Dan Tata Kelola Perusahaan*. Gava Media. Yogyakarta.

- Hery, (2016), Akuntansi: Aktiva, Utang, dan Modal, Yogyakarta: Gava Media.
- He, Li-Jen., Hsiang-Tsai, Chiang., Cheng, Yu-Chen., Hong, H.-Y. (2016). The effect of the professional education background of the chairman of the board and executive management on dividend policy in Taiwanese listed companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(1), 8–2.
- Hidayati, Nur. (2006). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas Di Bursa Efek Jakarta, Jurnal Akuntansi. Yogyakarta : Universitas Islam.
- Hughes, M. Ü., Upadhyaya, S., & Houston, R. (2018), Educating future corporate managers for a sustainable world: recommendations for a paradigm shift in business education. *On the Horizon*. doi:10.1108/OTH-01-2018-0007
- Husnan dan Pudjiastuti. (1993). Dasar – Dasar Manajemen Keuangan. UPP STIM YKPN: Yogyakarta.
- Holmstrom, Bengt. (1982). Moral Hazard in Teams, the Bell Journal of Economics, No. 13, pp324- 340.
- Holmstrom, B dan P. Milgrom. (1987). Hidden Action, Moral hazard and Contract Theory, dalam The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Vol. Pp 304 – 309.
- Hoitash. (2011), Should Independent Board Members with Social Ties to Management Disqualify Themselves from Serving on the Board? *Journal of Business Ethics* Volume, 99 (3), pp. 399-423.
- Indri Kumalawati , Niken Savitri Primasari,(2020). Pengaruh Insider Ownership, Profitabilitas, Size dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen, *Universitas Nahdlatul Ulama Surabaya, National Conference ummah, NCU*.
- Iturriaga, F. J. L. dan Sanz, J. A. R. 2001. Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies. *Journal of Management and Governance* 5: 179-204.
- Imran Yousaf , Shoaib Ali dan Arshad Hassan, (2019) Effect of family control on corporate dividend policy of firms in Pakistan. *Journal International financial Innovation* (2019) 5:42 <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0158-9>, Springer Open access.
- Indrayati, Basuki Rachmat dan Slamet, (2021) Assets Growth, Earnings Persistence, Investment Opportunity Set and Earnings Management On Dividend Policy And Firm Value (Study At Bank Companies In Indonesia). *Journal Of Southwest Jiaotong University* Vol. 56 No. 2 Apr. 2021. ISSN: 0258-2724,

DOI:10.35741/issn.0258-2724.56.2.18.

Isakov, Dusan, dan Weisskopf, Jean-Philippe. (2015). Pay-out policies in founding family firms. Jakarta: Salemba Empat. Jakarta:Gramedia Pustaka.

Ishiguro, S dan H. Itoh. (2001). Moral Hazard and Renegotiation with Multiple Agents, *Review of Economic Studies*, 68, pp 1-20.

Ismiyanti, Fitri dan Mamduh Hanafi. (2004). Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol.19, No.2.

Jensen, Michael C., dan Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V.3, No. 4, pp. 305-360.

Jensen, C. Michael. (1983). Organization Theory and Methodology, *Accounting Review*, 58, pp319-339.

Jensen, C M dan W. H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* No.3

James C. Van Horne & John M. Wachowicz jr. (2009). Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan. Jakarta : Salemba Empat. Kasmir. 2013. Analisis Laporan Keuangan

J. Keown, dkk, (2010). Manajemen Keuangan, edisi sepuluh jilid 2, Indeks, Jakarta.

Jie Chen, Wei Song dan , Marc Goergen,(2019). Passing the dividend baton: The impact of dividend policy on new CEOs' initial compensation. *Journal of Corporate Finance* 56 (2019) 458–481, journal homepage: www.elsevier.com/locate/jcorpfin.

Kamaliah, et. al., (2013). Pengaruh Gaya Kepemimpinan, Budaya Organisasi, dan Motivasi Terhadap Kinerja Akuntan Pemerintah (Studi Empiris Pada Akuntan BPKP). *Jurnal Akuntansi dan Manajemen Fakultas Ekonomi*.

Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : PT RajaGrafindo Persada.

Kallapur, S. & Trombley, M. A. (1999). The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Relized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (3) & (4), 505-519 .

Kurniawan, M Dudi dan Nur Indriantoro. (2000). the Role of Disclosure in Strengthening Corporate Governance and Accountability, The Second Asian Roundtable on Corporate Governance, Hong Kong 31 May – 2 June 2000.

- Marlina, Lisa dan Clara Danica. (2009). *Analisis Pengaruh Cash Position, Debt To Equity Ratio, Dan Return on Assets Terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Manajemen Bisnis. Volume 2. Nomor 1. p. 1-6.
- Mahadwartha, P. A. dan Jogiyanto. (2002). Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen. Makalah Seminar Simposium Nasional Akuntansi V. *Ikatan Akuntansi Indonesia 635-647. Jakarta.*
- Muharramah, U., Kufepaksi, M., & Hendrawaty, E. (2020). Dividend policy of agency cost models in companies listed on the Indonesia Stock Exchange. In *The Future Opportunities and Challenges of Business in Digital Era 4.0* (pp. 280-283). Routledge.
- Miller, D., Minichilli, A., Corbetta, G. (2013), Is family leadership always beneficial? *Strategy Manage. J.* 34, 553–571.
- Minichilli, A., Corbetta, G., MacMillan, I. (2010), Top management teams in family-controlled companies: 'familiness', 'faultlines', and their impact on financial performance. *J. Manag. Stud.* 47 (2), 205–222.
- Modigliani, F. & M. H. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3. Juni 1958. 17 Juli 2012.
- Modigliani, Franco (1963), and Merton H. Miller. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *The American Economic Review*, 1963: 433-443.
- Modigliani, Franco , and Merton H. Miller. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review*, 1958: 261- 297.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655–720.
- Morck, R. and Yeung, B. (2003). 'Agency problems in large family business groups', *Entrepreneurship Theory & Practice*, 27(4), pp. 367–382. doi: 10.1111/1540-8520.t01-100015.
- Muhammad Madyan , Harlina Meidiaswati, Nugroho Sasikirono, Muhammad Hadyan Herlambang, (2019). Family Control, Institutional Ownership, Dan Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Reviu Akuntansi dan Keuangan*, vol 9 no 1, p. 97-106, P-ISSN: 2615-2223 E-ISSN: 2088-0685.

- Muh. Yusril Ihza Mahendra Sudarmono dan Khairunnisa, (2020), Pengaruh Kesempatan Investasi, Profitabilitas, Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *JAWARA: Jurnal Wawasan dan Riset Akuntansi* Vol. 7, No. 2, Maret 2020 hal. 78-91.
- Myers, Stewart C. (1977). Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*.
- Nadhiroh, U. (2013). Studi Empiris Keputusan-Keputusan Dividen, Investasi, dan Pendanaan Eksternal pada Perusahaan-Perusahaan Indonesia yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Otonomi*, 13(1) : h: 91-104.
- Nursiami,(2021), Pengaruh Return On Equity, Current Ratio Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Sub Sektor Konstruksi, *JIMEN Jurnal Inovatif Mahasiswa Manajemen VOL. 2, NO. 1, November 2021*.
- Nuringsih, K. (2005). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Deviden Studi 1995–1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*2(2).
- Lanawati, Amilin. 2015. *Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, Return on Asset, Firm Size, Growth dan Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia*. Jurnal Riset Akuntansi dan Perpajakan JRAP Vol. 2, No. 1, Juni 2015, hal 55- 64.
- Laras Ayu and Viverita, (2020) The Effect of Family Ownership and Control on Dividend Policy of Publicly Listed Firms in Indonesia and Malaysia, *Journal Indonesian Capital Market Review* 12 (2020) 1-11.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *J. Financ.* 55, 1–33.
- Lazear, E dan S. Rosen. (1992). dalam Guesnerie, Roger. (1992). Hidden Action, Moral hazard and Contract Theory, dalam *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. Pp 304 – 309.
- Le Breton-Miller, I. and Miller, D. (2006), Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 30, 731–46.
- Linford, J. (2013), The Institutional Progress Clause. *Vand. J. Ent. & Tech. L.*, 16, 533.

- Linck, J.S., J.M. Netter, and T. Yang . (2008), The Determinants of Board Structure, *Journal of Financial Economics*, 87, pp. 308-328.
- Li, D., Lin, H. and Yang, Y. (2016), “Does the stakeholders – corporate social responsibility (CSR) relationship exist in emerging countries? Evidence from China”, *Social Responsibility Journal*, Vol. 12 No. 1, pp. 147-166.
- Lindeman, T. (2019). CEO Characteristics and Firm Performance. *Indo American Journal of Pharmaceutical Sciences*, 23(3), 6.
- Li Jen He, Hsi ang-Tsai Chi ang and He-You Hong (2016). The effect of the professional education background of the chairman of the board and executive management on dividend policy in Taiwanese listed companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(1), 8-23. doi :10.21511/imfi.13(1).2016.0
- Linda, Hamdy Hady, Febria Nalurita,(2022), Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuanganvol 4spesial Issue 32022p-Issn 2622-2191, E-Issn 2622-2205*.
- Lukas Setia Atmaja,(2017), The Impact of Family Control on Dividend Policy: Evidence from Indonesia. *International Research Journal of Business Studies* vol. IX no. 03 (2016 - 2017), ISSN: 2089-6271 | e-ISSN: 2338-4565
- Pindado, J., Requejo, I., de la Torre, C. (2012). Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance International Review*, Vol. 20(5), 413-431.
- Prabowo, M., & Simpson, J. (2011). Independent directors and firm performance in family controlled firms: evidence from Indonesia. *Asian- Pacific Economic Literature*, 25(1), 121-132.
- Prasetyo, F. N., & Sampurno, R. D. (2013). Analisis Pengaruh Net Profit Margin, Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Company's Growth, Firm Size, dan Collateralizable Assets terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007. *Diponegoro Journal of Management*, 2(2), 152-163
- Prisilia Karauan, Sri Murni, Joy Tulung .(2017), Effect Of Financial Performance Against Dividend Policy On The Go Public State-Owned Bank In Indonesia Stock Exchange Year 2011-2015. *Jurnal EMBA Vol.5 No.2 Juni 2017, Hal. 935 – 944*.
- Rakhimsyah, L. A., & Gunawan, B. (2011). Pengaruh keputusan investasi,

keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan tingkat suku bunga terhadap nilai perusahaan InFestasi,7(1), 31-45.

Ravichandran K. Subramaniam. (2022), board Governance, Dividend Payout and Executive Compensation in Malaysian Firms, *International Journal Capital Markets Review Vol. 30, No. 1, pp. 17-35 (2022)*

Riri Nerviana, (2015), The effect of financial ratios and company size on dividend policy, *The Indonesian Accounting Review Vol. 5, No. 1, January – June 2015, pages 23 – 32.*

Riyanto, Bambang, (2011), Dasar-dasar pembelanjaan perusahaan. Edisi 4, BPFE, Yogyakarta

Reichelstein, Stefan. (1992). Agency, dalam *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Vol. 2, pp 23 – 26.*

Roach, C. P., & Slater, D. J. (2016), To make us truly human: humanities education and corporate social responsibility. *Journal of Global Responsibility. doi:10.1108/JGR-052016-0014*

Ross, A Stephen. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *American Economics Review, Vol. 63 No. 2 pp 134 – 139.*

Salim, U., dan Moeljadi. (2001). Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Malang Lembaga Manajemen Fakultas Ekonomi Unibraw.

Sariwulan, T., & Aryati, T. (2020), The effect of non-financial measures, independent board of commissioners, and audit quality against firm value, with the cost of equity as a moderating variable. *European Journal of Business and Innovation Research, 8(5), 1–22.*

Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., Achleitner, A.-K., (2010). Controlling shareholders and payout policy: do founding families have a special taste for dividends? *CEFS Working Paper No. 2010-1.*

Sciascia, S., & Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review, 21, 331-345.*

Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., Skully, M. (2009). The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting, 36(7) & (8), 863–898.*

Sugiyono. (2014) Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D. Bandung :

Alfabeta

- Sudana. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktis*. Jakarta : Erlangga.
- Situmorang, A., (2008), *Pengantar Pasar Modal*, Penerbit Mitra Wacana Media, Jakarta.
- Serra, F. R., Tres, G., & Ferreira, M. P. (2016), The 'CEO'effect on the performance of Brazilian companies: an empirical study using measurable characteristics. *European Management Review*, 13(3), 193-205.
- Sri Dwi Ari Ambarwati dan ST Haryono, (2021), Ownership Structure And Corporate Restructuring: Does It Have An Impact?, *International Journal of Economics, Bussiness and Accounting Research (IJEBAR)*, Vol 5,issue 4, E-ISSN: 2614-1280 P-ISSN 2622-4771.
- Siswati Andaswari, Hadi Pitono dan Rusdiah Iskandar, (2017) Analysis of Investment Opportunity Set to Construction Companies Registered in IDX. *International Journal Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)*, volume 35 Mulawarman International Conference on Economics and Business (MICEB 2017).
- Sugiyono (2019). *Statistika untuk Penelitian*. Bandung : CV Alfabeta.
- Syamsudin, Lukman (2007). *Manajemen Keuangan Perusahaan: Konsep Aplikasi Dalam Perencanaan, Pengawasan, Dan Pengambilan Keputusan*, edisi ke-9, Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Stiglitz, E. Joseph. (1992). Principal and Agent, dalam *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. 2, pp 185 – 190.
- Tahani Hmood Al-Qahtani, (2017). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy the Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB) An Online International Research Journal (ISSN: 2306-367X) 2017 Vol: 6 Issue: 1*.
- Tan, K. M., Kamarudin, F., Bany-Arifin, A. N., & Rahim, N. A. (2020), Moderation of directors' education on board busyness-firm efficiency. *Management decision*. doi:10.1108/MD-09-2017-0905
- Tarjo dan Hartono, Jogyanto. (2003). Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi VI*, Ikatan Akuntansi Indonesia, p.278-293

- Tita Deitiana, Steven Yap, Ersania, (2020) Dividend Payout Ratio Dan Faktor Yang Mempengaruhinya Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal MEDIA BISNIS P-ISSN: 2085 – 3106 Vol. 12, No. 2, September 2020, Hlm. 119-126* <http://jurnaltsm.id/index.php/MB>.
- Ong Chun Lin, Hassanudin Mohd Thas Thaker, Ahmad Khaliq dan Mohamed Asmy Mohd Thas Thaker, (2018) The Determinants of Dividend Payout: Evidence from the Malaysian Property Market. *IQTISHADIA, Jurnal kajian Ekonomi dan bisnis Islam Volume 11 Nomer 1 P-ISSN: 1979-0724 E-ISSN: 2502-3993 DOI: 10.21043/iqtishadia.v10i2.2863*.
- Ooi, C.-A., Hooy, C.-W., & Som, A. P. M. (2017), The influence of board diversity in human capital and social capital in crisis. *Managerial Finance. doi:10.1108/MF-08-20160226*
- Pascal, D., Mersland, R., Mori, N. (2017), The influence of the CEO's business education on the performance of hybrid organizations: the case of the global microfinance industry. *Small Bus. Econ. 49, 339–354*.
- Wankel, C. and Stachowicz-Stanusch, A. (2011), Management education for integrity; transcending a moral business curricula. *Management education for integrity: Ethically educating tomorrow's business leaders (3-14)*. Bingley, England: Emerald Group.
- Wartoyo Hadi dan Nuraeni Rahayu, (2019), The effect of own capital rentability, solvability, profitability and liquidity on dividend policy in food and beverage sub sector companies listed on Indonesia Stock Exchange (IDX). *The Management Journal of BINANIAGA Vol. 04, No. 01, June 2019 p-ISSN: 2527 – 4317, e-ISSN: 2580 – 149x 6th Accreditation Rating: April 04, 2019 – April 03, 2024*
- Wicaksono, Andhika. (2000). Struktur Kepemilikan, Pengungkapan dan Corporate Governance: Suatu Analisa. Skripsi. Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi, Depok.
- Wijayanti, Lulud. (2014). Pengaruh Kontrol Keluarga Dan Komisaris Independen Terhadap Kebijakan Dividen Dan Struktur Modal Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Vol.24, No.1, Halaman 81-89*.
- Wiranata, Yulius Ardi dan Nugrahanti Yeterina Widi, (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol.15, No.1, Mei 2013, 15-26*.
- Wu, S., Quan, X., & Xu, L. (2011). CEO power, disclosure quality and the variability of firm performance: Evidence from China. *Nankai Business Review*

International, 2(1), 79–97.

Xiaowei, V.K., & Zhang, J., (2010), The Effect Of Managerial Education And Firm-Ownership Structure. *Chinese Economy*, 43(6), 34-53.

Yudastio. (2016). Pengaruh Family Ownership terhadap Kinerja Perusahaan (Skripsi, Program Sarjana Universitas Lampung, Bandar Lampung, Indonesia). Didapat dari <http://digilib.unila.ac.id/23171/20/SKRIPSI%20>

Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.

Yoshikawa, T. and Rasheed, A. (2010), “Family Control and Ownership Monitoring in Family-controlled Firms in Japan”. *Journal of Management Studies* 47(2), 274-295, *Jurnal Manajemen/Volume XXII, No. 01, February 2018: 31-46*.

Zuhafni ST. (2016). Pengaruh “ROA” dan “DER” Terhadap Dividen Payout Ratio (DPR) pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Dasar dan Kimia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Apresiasi Ekonomi Volume 4, Nomor 3, September 2016: 205 - 211*.

Website :

<https://www.idx.co.id>