

BUKTI SYARAT KHUSUS, ATAU PENGUSUL SEBAGAI PENULIS KORESPONDENSI

JURNAL E-BIS

JUDUL ARTIKEL: STRUKTUR KEPEMILIKAN KELUARGA TERHADAP DIVIDEN STUDI DI INDONESIA

Bukti Artikel di Submit 26 Maret 2021

jurnal.politeknik-kebumen.ac.id/E-Bis/authorDashboard/submission/532

EnglishView Siteaningf

Tasks2

Struktur Kepemilikan Keluarga Terhadap Dividen Studi Perusahaan di Indonesia
Aning Fitriana, Shella Rizqi Amelia

SubmissionReviewCopyeditingProduction

Submission Files

1898-1

aningf, Struktur kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap kebijakan dividen studi di Indoensia_EBIS_ANING.docx

March 26, 2021

Article Text

2274-1

blandina, 9. ANING FITRIA 3.docx

May 24, 2021

Article Text

2275-1

blandina, 9. ANING FITRIANA SETELAH REVISI2.pdf

May 24, 2021

Transcripts

2276-1

blandina, REVIEW FORM.doc

May 24, 2021

Article Text

Download All Files

Pre-Review Discussions

Add discussion

Name	From	Last Reply	Replies	Closed
------	------	------------	---------	--------

Bukti Adanya Tahap Revisi Artikel

16 APRIL 2021

The screenshot displays a web application interface for journal revision. The browser address bar shows the URL: `jurnal.politeknik-kebumen.ac.id/E-Bis/authorDashboard/submission/532`.

Participants

- Blandina Hendrawardani (blandina)
- Aning Fitriana (aningf)

Messages

Note	From
Selamat pagi,	blandina
Terima kasih sudah mengirimkan jurnal kepada kami, setelah kami cek jurnal yang diajukan belum sesuai template yang ada di ojs. Mohon dilakukan revisi sesuai dengan template yang ada terlampir tersebut dibawah formatnya. Untuk jadwal terbit jurnal kami di bulan Juni sehingga proses keseluruhan jurnal sudah harus selesai di bulan pertengahan Mei, kami mohon kerjasamanya untuk senantiasa cek ojs kami.	2021-04-16 10:44 AM
Setelah dilakukan revisi dapat menghubungi PIC editor ybs an Blandina (wa 08.222.608.2027)	
Regards	
blandina, TEMPLATE-E-BIS-2021.docx	
Assalamu'alaikum Wr Wb.	aningf

The right sidebar shows a list of documents:

- ch 26, Article Text
- 24, 2021, Article Text
- 24, 2021, Transcripts
- 24, 2021, Article Text

REVISI KE-2 24 APRIL 2021

jurnal.politeknik-kebumen.ac.id/E-Bis/authorDashboard/submission/532

Tasks 2

Submission File

1898-1 a
Indoensia_EBL

2274-1 b

2275-1 b

2276-1 b

Pre-Review Di

Name

[JURNAL REVISI](#)

[HASIL TURNITIN](#)

[JURNAL REVISI 2](#)

JURNAL REVISI 2

Participants

Blandina Hendrawardani (blandina)

Aning Fitriana (aningf)

Messages

Note	From
Selamat siang, Setelah saya cek dari hasil cek plagiat masih menunjukkan hasil 30% dan batas toleransi max 25% sehingga mohon untuk aauthor turunkan menjadi batas max nya.	blandina 2021-04-24 02:29 PM
Berikut saya lampirkan hasil cek plagiat ke 2 sebagai acuan koreksi selanjutnya	
Terima kasih	
blandina, 9. ANING FITRIANA SETELAH REVISI 1 TEMPLATE.pdf blandina, 9. ANING FITRIA.docx	
► Terimakasih atas reviewnya saya sudah memperbaiki kembali untuk	aningf



Struktur Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Dividen Studi Perusahaan di Indonesia

Aning Fitriana¹, Shella Rizqi Amelia²

¹Prodi Akuntansi, Universitas Perwira Purbalingga

² Prodi Manajemen, Universitas Perwira Purbalingga

*Email: aningfitriana@unperba.ac.id

Doi :

Diterbitkan oleh Politeknik Dharma Patria Kebumen

Info Artikel

Diterima :

Diperbaiki :

Disetujui :

ABSTRAK

Studi penelitian ini bertujuan untuk menguji perusahaan yang dikendalikan keluarga yang di proksikan *family ownership* (kepemilikan keluarga), *family generation*, dan struktur modal terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada seluruh perusahaan keluarga tercatat di Bursa Efek Indonesia 2012-2018. Jumlah observasi 427 dengan menggunakan metode purposive sampling. Hasil regresi berganda menunjukkan bahwa *family ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *family ownership* semakin rendah dividen yang dibagikan perusahaan. Generasi keluarga pada founder/pendiri berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, generasi penerusnya dan generasi mix tidak berpengaruh terhadap dividen policy. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang masih dikontrol oleh pendirinya akan mengeluarkan dividen yang tinggi dibandingkan dengan jika dikontrol oleh generasi penerusnya. Struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Kata Kunci: Kontrol Kepemilikan Keluarga, Generasi keluarga, Struktur Modal, Kebijakan dividen

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of family control ownership namely: family ownership, family generations, capital structure on dividend policy as measured by dividend payout ratio (DPR), on family companies are listed in Indonesia Stock Exchange (BEI) of 2012-2018. The population in this study is a number of 427 observations. The sampling technique is purposive sampling method. The regression result suggest that family ownership has negative and significant impact on dividend policy. However, family generations in founder generation has positive and significant impact on dividend policy, and descendant generation or mix generation has no significant impact on dividend policy. The result indicated that dividend payment are likely to be higher when still controlled by their founder than controlled by descendant generations. The capital structure has no significant impact on dividend policy.

Keywords: dividend policy, control ownership, family generations, capital structure.

Alamat Korespondensi : Jl. Letnan Jenderal Suprpto No.73 Kebumen, Jawa Tengah, Indonesia 55431

1. PENDAHULUAN

Kebijakan dividen digunakan para manajer sebagai alat dalam memberikan suatu informasi yang berkualitas terkait pendapatan perusahaan di masa depan ditujukan untuk investor Ratnawardhani (2017), serta dianggap memiliki kandungan informasi dengan biaya yang lebih rendah Abor dan Bokpin (2010). Kebijakan dividen dalam teori agensi diyakini mampu meminimalisir masalah agensi dikarenakan berkurangnya *free cash flow* yang dimiliki oleh manajer. Penelitian Travlos, Trigeorgis and Vafeas (2001) membuktikan bahwa dengan adanya pembayaran dividen akan dapat mengurangi asimetri informasi dan juga secara langsung nilai perusahaan akan meningkat akibat kebijakan dividen. Penelitian Tse and Jia (2007) juga mendukung teori sinyal bahwa adanya kebijakan dividen dapat digunakan sebagai salah satu sinyal atas prospek kedepannya yang dimiliki oleh perusahaan. Baker and Powell (2012) dalam penelitiannya melalui survei terhadap manajer perusahaan di Indonesia menyatakan bahwa dividen mampu mempengaruhi nilai perusahaan, perusahaan yang membagikan dividen menurun atau menghilangkan maka akan memberikan sinyal negatif jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividen akan memberikan sinyal positif.

Namun seringkali penetapan kebijakan deviden diperusahaan akan memicu permasalahan pemegang sahamnya. Hal ini dapat terjadi diperusahaan karena kepentingan atas penggunaan laba yang diperoleh. Perusahaan seringkali mengusahakan proposi laba yang diperoleh untuk ditahan demi investasi dimasa depan, sedangkan pihak investor menilai keputusan tentang hal tersebut akan memunculkan kekhawatiran atas penggunaan laba yang hanya menguntungkan pihak manajer/pihak internal perusahaan saja serta di sisi lain kebijakan tunai yang diinginkan oleh sebagian besar pemegang saham. Sehingga hal ini tentu akan menimbulkan konflik antar pemegang saham dengan para manajer diperusahaan yang sering disebut sebagai konflik keagenan.

Masalah keagenan yang terjadi di Indonesia merupakan konflik yang timbul antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, masalah ini timbul ketika pemegang saham pengendali berusaha mengambil keuntungan sendiri dan tidak peduli dengan kesejahteraan pihak pemegang saham non pengendali (Amaliyah dan Herwiyanti, 2019). Hal ini dapat terjadi disebabkan karena kepemilikan keluarga di perusahaan dapat memicu dan mengambil manfaat pribadi juga mengabaikan adanya kepentingan bersama (Claessens and Fan, 2002), kepemilikan terkonsentrasi juga akan memicu permasalahan baru karena kepentingan pemegang saham minoritas terabaikan, hal ini disebabkan tata kelola perusahaan yang rendah di Indonesia yang memungkinkan pemilik untuk menciptakan mekanisme yang tidak efektif.

Tabalujan, (2002) juga membuktikan Indonesia menjadi salah satu negara yang memiliki sistem perlindungan investor lemah. Indikasi dari lemahnya perlindungan terhadap investor minoritas diperkuat dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi dan ekspropriasi oleh pengendali. Di Indonesia diketahui struktur kepemilikan itu terkonsentrasi, fakta ini muncul ketika Porta, Lopez-de-Silanez and Shleifer (1999) Claessens and Fan (2002) dan Setiawan *et al.* (2016) telah memberikan bukti bahwa struktur kepemilikan di Indonesia terkonsentrasi oleh kepemilikan keluarga mencapai 60%. Perusahaan keluarga sering disebut sebagai *controlling shareholder* hal ini dikarenakan keputusan dividen dipengaruhi oleh motif menaikkan kebutuhan keluarga (Isakov dan Weisskopf, 2015). Perusahaan

keluarga, selalu memprioritaskan anggota keluarga sehingga biasanya perusahaan keluarga memiliki visi untuk bertahan jangka panjang agar perusahaan terus tumbuh untuk menjamin kesejahteraan dalam keluarga (Ilah, Fida and Khan (2012). Penelitian yang dilakukan Setia-Atmaja (2010) di Australia, Yoshikawa dan Rasheed (2010) di Jepang, dan Setianto dan Sari (2017) di Indonesia dengan lingkup perusahaan manufaktur membuktikan bahwa dividen perusahaan keluarga dibayar lebih tinggi dibanding dengan perusahaan non-keluarga. Sementara itu, penelitian Wei *et al.* (2011) yang dilakukan di China, Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) observasi di Turkey, Reyna (2017) di Mexico yang membuktikan hasil bahwa dividen perusahaan keluarga dibagikan lebih sedikit dividen daripada perusahaan non-keluarga.

Perusahaan keluarga juga cenderung bergantung pada struktur modal yang berupa hutang eksternal untuk mendanai kegiatan perusahaan. Sehingga akan menimbulkan konflik disaat struktur modalnya berasal dari penggunaan *leverage* (hutang) di perusahaan. Perusahaan Keluarga cenderung ingin terus memiliki perusahaan sehingga lebih memilih berhutang disbanding menerbitkan saham baru karena kepemilikan saham akan dapat beralih.. Semakin tinggi prosentase kontrol keluarga perusahaan maka berbanding lurus dengan tingkat hutang yang dimiliki (Wijayanti, 2014). Hal ini juga telah dibuktikan pada penelitian Setia-Atmaja, (2010) yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga memiliki prosentase hutang yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan bukan dimiliki keluarga.

Berdasarkan latar belakang diatas, penelitian ini akan menguji pengaruh *family ownership*, *family generation* dan Struktur modal terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2012-2018. Temua-temuan diatas masih terdapat inkonsistensi hasil, sehingga peneliti merasa perlu meneliti kembali menggunakan proxy baru yaitu generasi keluarga (*family generation*) di ukur melalui generasi pertama/pendiri, generasi penerus, maupun perpaduan antara perusahaan yang dipimpin generasi pertama dan penerus (Mix) yang masih jarang diteliti, serta Struktur modal digunakan agar dapat mengetahui lebih lanjut tentang pengaruh karakteristik perusahaan keluarga terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi, Pertama memberikan literature tentang dampak pada pemegang saham pengendali terkait kebijakan dividen, Kedua memberikan gambaran tentang rasio-rasio keuangan yang berkorelasi terhadap dividen sehingga bisa digunakan bahan acuan dalam berinvestasi maupun pihak yang berkepentingan seperti calon investor, maupun kreditur. Ketiga membuktikan adanya peran generasi keluarga dalam mengontrol kebijakan yang ada perusahaan.

2. KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1 Kepemilikan Family berpengaruh kebijakan dividen

Menurut teori keagenan, Masalah yang timbul dari konflik ini dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Lucyanda dan Lilyana (2012) membuktikan kepemilikan saham keluarga yang besar mempunyai pengaruh dalam kebijakan deviden. Hal ini sering terjadi dikarenakan perusahaan keluarga cenderung memperoleh keuntungan pribadi dari perusahaan jika diketahui mempunyai banyak nilai saham yang di investasikan tentunya akan berdampak pada semakin mudah untuk mampu mengendalikan perusahaan.

Perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan keluarga (*family ownership*) tinggi, maka akan dapat mengendalikan dan memiliki kendali besar terhadap perusahaan juga manajer, Sehingga adanya masalah keagenan bisa diminimalkan, Semakin rendah *family ownership*, bebranding terbalik dengan pembayaran dividen untuk mengatasi masalah keagenan. Dan juga sebaliknya.

Namun menurut Claessens and Fan (2002) dijelaskan bahwa pada teori keagenan, kepemilikan keluarga memiliki andil positif dan juga dampak lain yaitu *entrenchment* (ketika pemegang saham mempunyai kendali besar (terkonsentrasi)) maka mampu untuk mengarahkan kebijakan yang ada pada perusahaan. Pada penelitian Bhaumik, Driffield and Pal (2010) dijelaskan dengan adanya kepemilikan keluarga masalah keagenan dapat dikurangi dengan perusahaan dikelola oleh orang yang masih sevisi dengan kepentingan *owners*, namun pengendalian yang terlalu besar dikeluarkan tentunya hanya mementingkan kepentingan mereka dan mendorong adanya eksploitasi pemegang saham minoritas. Para Anggota keluarga memiliki dana jumlah yang tidak kecil, sehingga memicu untuk tidak menjual sahamnya hal ini dimotivasi untuk mendiversifikasi kekayaannya serta menginginkan kendali perusahaan dalam jangka waktu panjang, mengambil alih dana dari pemegang saham minoritas. Semakin terkonsentrasi kepemilikan keluarga akan semakin sedikit dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

H1: Kepemilikan keluarga (*family ownership*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

2.2. *Family Generation* berpengaruh Kebijakan Dividen

Penelitian Miller, Le Breton-Miller and Lester (2011), Isakov dan Weisskopf (2015) Perusahaan keluarga biasanya akan menggantungkan dividen sebagai sumber pendapatan. Morck and Yeung (2003) mengkarakteristikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan yang dikontrol dan dikendalikan oleh anggota keluarga dari generasi sebelumnya, maupun penerus dari pemilik sebelumnya bertanggung jawab atas perusahaan. Pada perusahaan yang telah lama berdiri dan sudah go-public telah sering kali berpindah kekuasaan dari generasi pendiri ke generasi penerusnya sehingga akan semakin meningkat jumlah anggota keluarga yang bergantung akan pendapatan dividen. Generasi pendiri/founder mengindikasikan adanya derajat individualitas dan kepercayaan (*self-belief*) yang meningkat dibanding generasi kedua dst. Olehsebab itu mengapa generasi pertama lebih tangguh dalam membesarkan bisnis keluarganya.

Hubungan *family generation* dengan kebijakan dividen terdapat hubungan pada *life cycle theory*. *Life cycle theory* pada penelitian Habbe (2002) memberikan penjelasan bahwa terdapat empat fase siklus hidup perusahaan, yaitu pertama fase pengenalan, pertumbuhan, kematangan/*mature*, serta fase penurunan (*decline*). Perusahaan keluarga pada generasi pertama berada difase pengenalan yaitu tahap pertama kali perusahaan menghasilkan produk untuk dijual kepada masyarakat luas/target konsumen Perusahaan keluarga pada generasi penerus berada difase pertumbuhan yaitu Perusahaan dalam tingkat membangun *brand* sehingga terjadi peningkatan dalam investasi. Perusahaan pada tahap ekspansi dan investasi memerlukan biaya yang tidak sedikit, hal ini mempengaruhi kecilnya dividen dibagikan

Setianto dan Sari (2017). Dengan demikian, Adanya pergantian generasi maka tingkat pembayaran dividen akan berkurang. Hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H2a : *Family generation* pada generasi pertama/ pendiri berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H2b : *Family generation* pada generasi penerus berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H2c: *Family generation* pada generasi Mix yaitu perpaduan antara generasi pendiri dan generasi penerus berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

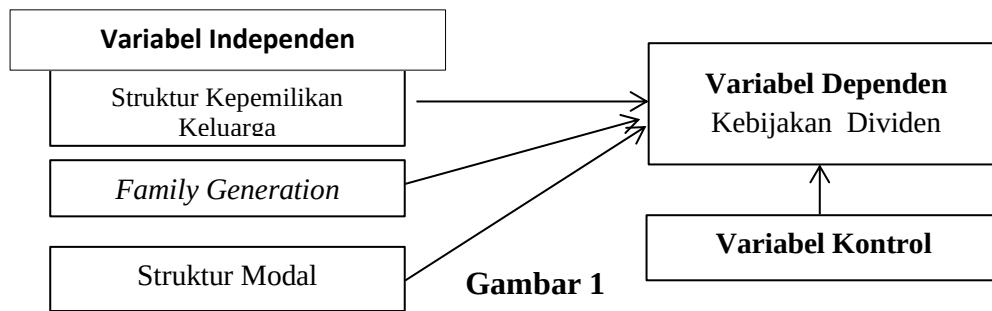
2.3 Struktur Modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Perusahaan menggunakan pendanaan eksternalnya melalui hutang yang diungkapkan pada *Debt covenant hypothesis* oleh karena itu perusahaan memilih untuk pembayaran dividen untuk dikurangi (Suhadak and Darmawan, 2011:170). Struktur modal digunakan dalam pengukuran tingkat penggunaan hutang terhadap total *Shareholder's equity* perusahaan. Ketersediaan Dana dapat diketahui dengan adanya Struktur Modal, informasi bermanfaat untuk pemberi pinjaman.

Berdasarkan pemikiran tersebut semakin tinggi DER menunjukkan adanya jumlah total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri, hal ini memberikan informasi besarnya beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). *DER* memiliki keterkaitan negatif terhadap kebijakan dividen, apabila *DER* rasio naik, maka dividen akan turun dan juga sebaliknya (Bokpin, 2011), (Guizani and Kouki, 2011). Proksi struktur modal yang digunakan dalam penelitian adalah *debt to equity ratio* seperti yang digunakan dalam Miller, Le Breton-Miller and Lester (2011), Sehingga hipotesis yang diajukan

H3: Struktur modal (*leverage*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2.4 Model Penelitian



Gambar 1
Model Kerangka Penelitian
(Sumber: Telaah Pustaka Peneliti)

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, maka hiptesis penelitian ini adalah:

H1: Kepemilikan keluarga (*family ownership*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H2 : *Family generation* pada generasi pertama/ pendiri berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H3: Struktur modal (*leverage*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

3. METODE

Penelitian ini menggunakan data sekunder diperusahaan terdaftar Bursa Efek Indonesia terkecuali Sektor non keuangan hal ini Karen memiliki perbedaan karakteristiknya periode 2012-2018 dengan kriteria mencakup: perusahaan termasuk perusahaan keluarga memiliki minimal kepemilikan keluarga sebesar 20%, sesuai dengan keputusan direksi PT. Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004, serta memiliki laporan keuangan yang lengkap, dan mengeluarkan pembayaran dividend pada periode penelitian. Data laporan tahunan dan keuangan diperoleh dari website masing-masing perusahaan dan *wall street journal*.

Metode analisis data yang digunakan menggunakan regresi data panel diaplikasi eviews 9. Metode dengan menggunakan data panel yang merupakan kombinasi antara data *time series* dengan data *cross section*.

Berdasarkan kriteria tersebut data yang digunakan 72 perusahaan dengan jumlah observasi 427 perusahaan yang akan dianalisis menggunakan teknik regresi linear berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Growth_{it} + ei \dots\dots\dots 1$$

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 GEN_FAM + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Growth_{it} + ei \dots\dots\dots 2$$

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Growth_{it} + ei \dots\dots\dots 3$$

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 GEN_FAM + \beta_3 DER_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Growth_{it} + ei \dots\dots\dots 4$$

Di mana:

DPR = *dividend payout ratio*

FAM = *family ownership*

GEN_FAM = *family generation*

DER= Struktur Modal

LEV = *leverage* perusahaan

ROA = Profitabilitas

SIZE = ukuran perusahaan

Growth = pertumbuhan Asset

Tabel 1.
Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Rumus Perhitungan	Sumber
Kebijakan Dividen(DPR)	$\frac{\text{Dividen per Share}}{\text{Earning per Share}}$	Jones & Sharma, (2001)
Family Ownership(FS)	$\frac{\Sigma \text{jumlah kepemilikan saham keluarga}}{\Sigma \text{total saham yang beredar}}$	Villalonga and Amit, (2004)
Family Generation (FG)	FG-FC= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol generasi pendiri/Founder dan 0	Isakov & Weisskopf, (2015)

jika tidak. FG-DC= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol generasi penerus/ Descendant dan 0 jika tidak.

FG-MIX= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol founder (FC) dan Descendant (DC) dan 0 jika tidak.

Struktur Modal (DER)	Total Hutang/ Modal Sendiri (Ekuitas)	Miller, Le Breton-Miller & Lester (2011)
ROA	laba bersih/ Total Aset	Jiraporn & Ning, (2006)
Ukuran Perusahaan (SIZE)	$Ln(Total Assets)$	Setiawan & Phua, (2013)
Growth	$\frac{(Total\ aktiva_t) - (Total\ aktiva_{t-1})}{Total\ aktiva_{t-1}}$	Zuhro & Suwito, (2016)

Penelitian ini menggunakan 3 variabel kontrol yaitu ROA, Ukuran Perusahaan, Growth. Ketiga variabel tersebut mempunyai keterkaitan yang kuat dengan dividend secara teoritis maupun hasil dari penelitian-penelitian terdahulu. Sehingga pada tabel 1 merupakan ringkasan tentang pengukuran variabel yang digunakan pada penelitian ini.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 ini menyajikan hasil statistik deskriptif dari seluruh variabel penelitian. Sampel berjumlah 427 observasi dari 72 perusahaan yang teridentifikasi sebagai perusahaan keluarga antara tahun 2012-2018.

Tabel 2.

Deskripsi Statistik Variabel Penelitian 2012-2018 Observasi= 427 perusahaan					
Variabel	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
DPR	427	28.3297	16.1041	1.7400	98.4900
FAM	427	59.4617	15.0824	25.0500	95.0300
DER	427	0.4474	0.1844	0.0698	0.9079
ROA	427	8.2615	6.1366	0.0800	42.7000
SIZE	427	14.9746	1.7399	7.4581	18.5979
GROWTH	427	13.8302	12.8421	-34.5600	82.2100

Keterangan :

Fam=Prosentase kepemilikan saham perusahaan keluarga. DER= *Debt to equity ratio*. ROA= *Rasio Return On Asset*. Size= Ukuran perusahaan. GROWTH= Tingkat pertumbuhan perusahaan.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Tabel 3

Deskriptive Variabel dummy perusahaan keluarga di Indonesia

Category		Observasi
Perusahaan Keluarga	0,6651	427
Perusahaan non keluarga	0.3349	215

Keterangan:

Perusahaan Keluarga bernilai 1 dan jika perusahaan Non keluarga bernilai 0 atas perusahaan i pada periode t.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Tabel 4**Deskriptive variabel dummy Family Generation**

Category	FG_FC	FG_DC	FG_MIX
Category 1	0.7237	0.7845	0.5245
Category 0	0.2763	0.2155	0.4755

Keterangan:

FG-FC= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol generasi pendiri/Founder dan 0 jika tidak. FG-DC= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol generasi penerus/ Descendant dan 0 jika tidak. FG-MIX= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol founder (FC) dan Descendant (DC).

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Hasil statistik deskriptif dari data yang digunakan dalam penelitian ini disajikan dalam tabel 2, tabel 3 dan tabel 4. Hasil statistik deskriptif tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai terendah variabel DPR sebesar 1.7400 nilai tertinggi 98.4900 dengan rata-ratanya 28.3297 dan standar deviasinya sebesar 16.1041 Nilai terendah DPR berasal dari LMSH 2015 dan nilai tertinggi berasal dari SMSM 2016. Selanjutnya pada variabel FAM nilai terendah 25.0500, nilai tertingginya 95.0300 dan rata-rata 59.4617 dengan standar deviasi 15.0824. DER nilai terendah 0.0698, nilai tertinggi 0.9079 dan rata-rata 0.4457 dengan standar deviasi 0.1844. Nilai terendah untuk variabel ROA 0.0800 dan tertinggi 42.7000 standar deviasi 6.1366. Nilai terendah variabel *size* 7.4581 dan tertinggi 18.5979 dan rata-ratanya 14.9746. Pada variabel *Growth* nilai terendah ada -34.5600 sedangkan yang tertinggi 82.2100 rata-rata 13.8302 dengan standar deviasi sebesar 12.8421.

Hasil statistik deskriptif dummy pada tabel 3 memberikan informasi bahwa perusahaan yang terdaftar di BEI yang mengeluarkan dividen pada periode 2012-2018 ada 647 observasi, dan teridentifikasi sebagai perusahaan keluarga sekitar 66% atau 427 observasi, dan sisanya 33% bukan perusahaan keluarga atau 215 observasi. Sehingga dari data diatas bisa disimpulkan bahwa di Indonesia didominasi oleh perusahaan keluarga.

Hasil statistik deskriptif variabel dummy tabel 4 mengenai family generation menggunakan proksi FG-FC perusahaan yang masih dipimpin oleh pendirinya/founder menunjukkan 72.37 persen atau sebanyak 309 observasi dan kelompok FG-DC yaitu perusahaan yang dipimpin oleh generasi penerusnya/ descendant menunjukkan 78.45% serta untuk variabel Family generation FG-MIX yang merupakan perpaduan antara generasi pendiri dan penerus mempunyai prosentase 52.45% atau mewakili 224 observasi.

Tabel 5
Hasil Analisis Regresi

Variabel	Fixed Effect Model					
	1	2	3	4	5	6
A	37.2121*** (0.0066)	25.7548** (0.0537)	30.5453*** (0.0178)	28.7509** (0.0234)	36.2221 (0.0060)	33.7172*** (0.0094)
Variabel Independen						
Fam	-5.1284** (0.0485)					-4.6289** (0.0458)
FG-FC		8.2026** (0.0498)				9.0979** (0.0496)
FG-DC			1.3031 (0.8063)			3.0441 (0.6488)
FG-MIX				6.6552 (0.2622)		-2.8615 (0.6655)
DER					-9.8473 (0.2397)	-7.8622 (0.288)
Variabel kontrol						
ROA	0.3071 (0.1272)	0.2761 (0.1589)	0.2863** (0.0205)	0.28865** (0.0202)	0.2522** (0.0466)	0.2636 (0.1461)
SIZE	-0.4247 (0.6239)	-0.3798 (0.6594)	-0.3691 (0.6551)	-0.4148 (0.6148)	-0.3830 (0.6415)	-0.4820 (0.5382)
GROWTH	-0.0198 (0.966)	-0.0330 (0.9942)	-0.0551 (0.9077)	-0.0495 (0.9166)	0.0119 (0.8088)	0.0174 (0.7027)
Adjusted R ²	0.5601	0.5620	0.5584	0.5599	0.5600	0.5597
F-Statistic	8.2344	8.2886	8.1822	8.2267	8.2313	7.9430
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs	427	427	427	427	427	427

Keterangan:

*** Signifikansi di tingkat 1%, ** Signifikansi di tingkat 5% dan * Signifikansi 10%.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Tabel 5 merupakan hasil regresi berdasarkan model analisis yang digunakan dalam penelitian ini. Keseluruhan model menunjukkan Prob (F-statistic) menunjukkan hasil 0.0000. Hal ini menunjukkan terdapat satu atau variabel independen yang mempengaruhi DPR sebagai variabel dependen, sehingga variabel independen secara bersama-sama dengan tingkat keyakinan 95%. Nilai *adjusted R-squared* pada model ke 6 sebesar 0.5597, hal ini menunjukkan bahwa variabel independen dapat menjelaskan pengaruh terhadap kebijakan dividen sebesar 55% sedangkan sisanya sebesar 44% dipengaruhi oleh faktor lainnya.

4.1 Pengaruh Family ownership terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil uji regresi pada tabel 6 maka didapat hasil bahwa struktur kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap dividen dengan nilai probabilitas sebesar 0.0485, sehingga hipotesis 1 diterima. Hasil penelitian sesuai dengan penelitian dilakukan oleh Setiawan *et al.*, (2016), Wei *et al.*, (2011), Al-Najjar and Kilincarslan (2016). Semakin tinggi prosentase dari kepemilikan keluarga akan berdampak pada rendahnya pembayaran

dividend pay out ratio sehingga dikatakan bahwa hipotesis 1 diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa pemegang saham keluarga memanfaatkan posisi kendalinya untuk mendapatkan kepentingan pribadi saja yang menyebabkan pembayaran dividen rendah (Wei *et al.*, 2011). Pemegang saham keluarga juga bertindak sebagai pejabat yang ada di dalam perusahaan sehingga memaksa manajer/CEO untuk menyalurkan dananya ke perusahaan afiliasinya. Perusahaan keluarga disini memberikan pengungkapan sukarela lebih rendah dari pada perusahaan non keluarga sehingga mereka bertindak sesuai dengan kepentingannya sendiri (Darmadi and Sodikin, 2013).

4.2 Pengaruh Family generation terhadap kebijakan dividen

Hasil regresi pada variabel ini menunjukkan nilai signifikan pada generasi pendiri (FC) (0.0498) dengan nilai signifikansi < 0.05 yang menunjukkan bahwa family generation pendiri berpengaruh positif terhadap kebijakan dividend, variabel generasi penerus (DC) serta generasi perpaduan antara pendiri dan generasi penerus (MIX) menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Sehingga dikatakan bahwa hipotesis 2 diterima, bahwa *Family generation* pada generasi pertama lebih baik dibanding dengan generasi penerus dalam pembayaran *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini didukung dari penelitian (Isakov and Weisskopf, 2015), (Setianto and Sari, 2017), Hamberg, Fagerland and Nilsen (2013) Generasi pertama/pendiri mempunyai derajat kepercayaan yang lebih tinggi dibanding dengan setelahnya, sehingga disimpulkan generasi pertama lebih tangguh dalam membesarkan bisnis keluarganya.

Hasil penelitian ini juga membuktikan teori *life cycle* perusahaan bahwa generasi pertama memiliki peran yang penting dikarenakan pada tahap ini yaitu *introduction/* pengenalan generasi pendiri harus mampu memberikan kinerja yang baik dengan memberikan pay-off yang setimpal kepada para investornya, kreditur maupun calon investor. Namun pada generasi selanjut perusahaan memasuki tahap *growth* yang tentunya saja membutuhkan banyak biaya misalkan kebutuhan ekspansi atau investasi produk yang sehingga dibutuhkannya dana yang tidak sedikit, olehkarena itu mempengaruhi pembayaran dividen menjadi rendah (Setianto and Sari, 2017).

4.3 Pengaruh Struktur Modal terhadap kebijakan dividen

Hasil regresi Struktur modal yang diproksikan DER tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan nilai probabilitas (0.288) dengan arah negatif maka hipotesis ke-3 tidak diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan (Sumanti and Mangantar, 2015), (Reyna, 2017). Hal ini menjelaskan bahwa tinggi rendahnya hutang diperusahaan tidak memberikan dampak pada keputusan dalam pembayaran dividend. Menurut penelitian Sumanti and Mangantar (2015) hasilnya penelitian ini didukung bahwa struktur modal (DER) tidak berpengaruh terhadap dividend disebabkan perusahaan dengan hutang tinggi cenderung akan meminimumkan pembayaran dividen. Pembayaran dividen kecil karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan dana dan pembayaran hutang.

4.4 Pengaruh variabel kontrol terhadap kebijakan dividen

Hasil regresi ketiga variabel kontrol tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yaitu *Return On Asset* dengan nilai probabilitasnya (0.1461) dengan positif hasil ini tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sesuai pada penelitian Setiawan *et al.*, (2016), Huang and Paul, (2017) hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan digunakan untuk investasi sehingga perusahaan tidak membagikan dividen.

Size/ Ukuran Perusahaan dengan nilai probabilitasnya (0.5382) dengan arah negatif hasil ini tidak berpengaruh dengan kebijakan dividen, sesuai pada hasil penelitian (Al-Najjar and Kilincarslan, 2017), (Reyna, 2017), yang mengindikasikan jika perusahaan berukuran besar maka akan besar pula beban tetap yang harus dibayar. Tanggung jawab yang ditanggung oleh perusahaan semakin berat sehingga proposi dividen yang dibagikan pemegang saham akan dikurangi atau tidak mengeluarkan dividen samasekali..

Growth dengan nilai probabilitas lebih dari 0.05 yaitu (0.7027) dengan arah positif hal ini sesuai dengan penelitian (Guizani and Kouki, 2012) dan (Harada and Nguyen, 2011) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memberikan kesempatan investasi yang tinggi pula dan diperlukan dana yang besar. Hal ini yang membuat pihak manajemen cenderung akan menahan labanya sebagai sumber dana internal yang akan berdampak pula perusahaan tidak membagikan dividend kepada para pemegang sahamnya.

5. PENGUJIAN TAMBAHAN

Robustness Cheks

Beberapa analisis tambahan dilakukan untuk menguji ketahanan untuk memastikan kekonsistenan hasil kami. Penulis menggunakan dua proxy variabel dependen kebijakan dividend, yaitu *dividend payout ratio* menggunakan dividend per share dibagi dengan *earning per share*, dan *dividend yield* yang dihitung dengan menggunakan dividend per share dibagi dengan harga saham (Closing price). Hasil untuk masing-masing proksi ditunjukkan pada tabel 6 dan kami menemukan hasil yang konsisten, terutama untuk variabel utama kami.

Tabel 6 Robustness Checks (fixed)
Hasil Analisis Regresi

Variabel	1	2	3	4	5	6
A	2.3116** (0.0688)	0.8542 (0.5290)	2.1562* (0.0907)	2.0616 (0.1107)	1.8474 (0.1665)	1.3151 (0.3792)
Variabel Independen						
Fam	-0.8600** (0.0222)					-0.7631** (0.0541)
FG-FC		0.6731** (0.0419)				0.6234* (0.0899)
FG-DC			-0.5796 (0.1389)			-0.0309 (0.9477)
FG-MIX				-0.2917 (0.5289)		-0.1564 (0.7601)
DER					0.0995 (0.9069)	0.1723 (0.8392)

Variabel kontrol						
ROA	0.0504*** (0.0000)	0.0497*** (0.0001)	0.0499*** (0.0001)	0.0502*** (0.0001)	0.0499*** (0.0001)	0.0552*** (0.0000)
SIZE	0.0031 (0.9694)	0.0200 (0.8116)	0.0062 (0.9403)	-0.0081 (0.9222)	-0.0071 (0.9315)	0.0284 (0.7363)
GROWTH	0.0559 (0.2426)	0.0668 (0.1632)	0.0060 (0.2070)	0.0060 (0.2058)	0.0060 (0.2264)	0.0057 (0.3792)
Adjusted R ²	0.4479	0.4462	0.4431	0.4403	0.4397	0.4474
F-Statistic	5.6094	5.5774	5.5205	5.4685	5.457	5.3658
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs	427	427	427	427	427	427

Keterangan:

*** Signifikansi di tingkat 1%, ** Signifikansi di tingkat 5% dan * Signifikansi 10%.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Tabel 6 Robustness Checks (Random)
Hasil Analisis Regresi

Variabel	1	2	3	4	5	6
A	3.4205*** (0.0002)	2.081** (0.0242)	2.8959*** (0.0008)	2.8983*** (0.0010)	2.7364*** (0.0022)	2.5374*** (0.0122)
Fam	-0.4445** (0.0548)					-0.5690** (0.0413)
FG-FC		0.6770** (0.0194)				0.5087* (0.0932)
FG-DC			-0.2214 (0.3894)			-0.3023 (0.3233)
FG-MIX				-0.2917 (0.5289)		0.3859 (0.2079)
DER					0.3854 (0.4984)	0.3567 (0.5301)
ROA	0.0470*** (0.0000)	0.0461*** (0.0001)	0.0460*** (0.0001)	0.0502*** (0.0002)	0.0480*** (0.0001)	0.0496*** (0.0000)
SIZE	-0.0851 (0.1354)	-0.0588 (0.2587)	-0.0047 (0.3112)	-0.0707 (0.1213)	-0.0721 (0.2011)	-0.0611 (0.2993)
GROWTH	0.0047 (0.3024)	0.0052 (0.2587)	0.0047 (0.3112)	0.0047 (0.3765)	0.0039 (0.4078)	0.0041 (0.3799)
Adjusted R ²	0.0456	0.0496	0.0389	0.0372	0.0382	0.0515
F-Statistic	6.0988	6.5605	5.3197	5.1180	5.2334	3.8966
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs	427	427	427	427	427	427

Keterangan:

*** Signifikansi di tingkat 1%, ** Signifikansi di tingkat 5% dan * Signifikansi 10%.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

6. KESIMPULAN

Hasil regresi membuktikan bahwa family ownership berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan semakin tinggi tingkat prosentase kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga maka akan semakin rendah tingkat pembayaran dividen. *Family generation* variabel pada fase kepemimpinan founder berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan pada generasi penerus tidak bersignifikan. Variabel kontrol pada penelitian ini terdiri dari *Return on asset* yang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividend, ukuran perusahaan serta pertumbuhan perusahaan juga tidak ada pengaruh terhadap kebijakan dividen.

7. SARAN

Saran Penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian lebih luas lagi terkait susunan dewan direksi dan komisari dengan melihat jumlah anggota keluarganya, menambahkan sampel lain yaitu : sektor jasa keuangan. Peran regulator juga diperlukan dengan memperhatikan aktivitas pergerakan saham Bursa Efek Indonesia terutama pada perusahaan keluarga. Hal ini dikarenakan perlindungan hukum pemilik modal minoritas yang masih lemah, sehingga nantinya pihak regulator diharapkan melakukan peringatan secara dini pada kondisi ekonomi tertentu jika terindikasi adanya fluktuatif pada aktivitas perdagangan saham.

REFERENSI

- Abor, J. and Bokpin, G. A. (2010) 'Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy', *Studies in Economics and Finance*, 27(3), pp. 180–194. doi: 10.1108/10867371011060018.
- Al-Najjar, B. and Kilincarslan, E. (2016) 'The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey', *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 16(1), pp. 135–161. doi: 10.1108/CG-09-2015-0129.
- Al-Najjar, B. and Kilincarslan, E. (2017) 'Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish Firms', *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), pp. 304–331. doi: 10.1108/IJMF-10-2016-0191.
- Amaliyah, F. and Herwiyanti, E. (2019) 'Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dewan Komisaris Independen, dan Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan Sektor Pertambangan', *Jurnal Akuntansi*, 09(3), pp. 187–200.
- Baker, H. K. and Powell, G. E. (2012) 'Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives', *Journal of Asia Business Studies*, 6(1), pp. 79–92. doi: 10.1108/15587891211191399.
- Bhaumik, S. K., Driffield, N. and Pal, S. (2010) 'Does ownership structure of emerging-

market firms affect their outward FDI the case of the Indian automotive and pharmaceutical sectors’, *Journal of International Business Studies*. Palgrave Macmillan, 41(3), pp. 437–450. doi: 10.1057/jibs.2009.52.

Bokpin, G. A. (2011) ‘Ownership Structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange’, *Journal of Applied Accounting Research*, 12(1), pp. 61–73. doi: 10.1108/09675421111130612.

Claessens, S. and Fan, J. P. H. (2002) ‘Corporate Governance in Asia: A Survey’, *International Review of Finance*, 3(2), pp. 71–103. doi: 10.1111/1468-2443.00034.

Darmadi, S. and Sodikin, A. (2013) ‘Information Disclosure by Family-Controlled Firms The Role of Board Independence and Institutional Ownership’, *Asian Review of Accounting*, 21(3), pp. 223–240. doi: 10.1108/ARA-01-2013-0009.

Guizani, M. and Kouki, M. (2012) ‘Ownership-Control Discrepancy and Dividend Policy: Evidence from Tunisia’, *International Business Research*, 5(1), pp. 127–139. doi: 10.5539/ibr.v5n1p127.

Habbe, A. H. (2002) ‘Pengaruh Life-Cycle Perusahaan terhadap Incremental Value-Relevance Informasi Laba’, *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 3(1), pp. 1–19.

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.

Harada, K. and Nguyen, P. (2011) ‘Ownership concentration and dividend policy in Japan’, *Managerial Finance*, 37(4), pp. 362–379. doi: 10.1108/03074351111115313.

Huang, W. and Paul, D. L. (2017) ‘Institutional holdings, investment opportunities and dividend policy’, *Quarterly Review of Economics and Finance*. Board of Trustees of the University of Illinois, 64(17), pp. 152–161. doi: 10.1016/j.qref.2016.06.008.

Isakov, D. and Weisskopf, J. P. (2015) ‘Pay-out policies in founding family firms’, *Journal of Corporate Finance*, 33(3), pp. 330–344. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2015.01.003.

Jiraporn, P. and Ning, Y. (2006) ‘Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance’, *Journal of Applied Finance*, 16(2), pp. 24–36.

Jones, S. and Sharma, R. (2001) *The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decisions: Some Australian evidence*, *Managerial Finance*. doi: 10.1108/03074350110767097.

Lucyanda dan Lilyana (2012) ‘Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio’, *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 4(2), pp. 129–138.

Miller, D., Le Breton-Miller, I. and Lester, R. H. (2011) ‘Family and Lone Founder
Jurnal E-Bis (Ekonomi-Bisnis)

Ownership and Strategic Behaviour: Social Context, Identity, and Institutional Logics', *Journal of Management Studies*, 48(1), pp. 1–25. doi: 10.1111/j.1467-6486.2009.00896.x.

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.t01-1-00015.

Porta, R. La, Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999) 'Corporate Ownership around the World Corporate Ownership Around the World', *Journal Finance*, 54(2), pp. 471–517.

Ratnawardhani, E. A. (2017) 'Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Atas Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan', *Jurnal Akuntansi Aktual*, 4(2), pp. 134–141.

Reyna, J. M. S. M. (2017) 'Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context', *Contaduria y Administracion*. Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración, 62(4), pp. 1199–1213. doi: 10.1016/j.cya.2015.12.006.

Setia-Atmaja, L. (2010) 'Dividend and debt policies of family controlled firms', *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), pp. 128–142. doi: 10.1108/17439131011032059.

Setianto, R. H. and Sari, P. K. (2017) 'Perusahaan Keluarga dan Kebijakan Dividen di Indonesia', *Jurnal Siasat Bisnis*, 21(2), pp. 107–118.

Setiawan, D. et al. (2016) 'Ownership structure and dividend policy in Indonesia', *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), pp. 230–252.

Setiawan, D. and Phua, L. K. (2013) 'Corporate governance and dividend policy in Indonesia', *Business Strategy Series*, 14(5/6), pp. 135–143.

Sumanti, J. C. and Mangantar, M. (2015) 'Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI', *Jurnal EMBA*, 3(1), pp. 1141–1151.

Tabalujan, B. S. (2002) 'Family-Controlled Listed Companies in Indonesia Introduction', *UNSW Law Journal*, 25(2), pp. 486–514.

Travlos, N., Trigeorgis, L. and Vafeas, N. (2001) 'Shareholder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market: The case of Cyprus', *Multinational Finance Journal*, 5(2), pp. 87–112.

Tse, C. and Jia, J. Y. (2007) 'The impacts of corporate ownership structure on the incentive

of using capital structure to signal', *Studies in Economics and Finance*, 24(2), pp. 156–181. doi: 10.1108/10867370710756192.

- Ullah, H., Fida, A. and Khan, S. (2012) 'The impact of ownership structure on dividend policy evidence from emerging markets KSE-100 index Pakistan', *International Journal of Business and Social Science*, 3(9), pp. 298–307.
- Villalonga, B. and Amit, R. (2004) 'How do family ownership, control, and management affect firm value?', *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 387–417. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005.
- Wei, Z. *et al.* (2011) 'Family Control, Institutional Environment and Cash Dividend Policy: Evidence from China', *China Journal of Accounting Research*. Sun Yat-sen University, 4(1–2), pp. 29–46. doi: 10.1016/j.cjar.2011.04.001.
- Wijayanti, L. (2014) 'Pengaruh kontrol keluarga dan komisaris independen Terhadap Kebijakan Dividen Dan Struktur Modal Pada Perusahaan yang terdaftar di BEI', *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 1(1), pp. 81–89.
- Yoshikawa, T. and Rasheed, A. A. (2010) 'Family control and ownership monitoring in family-controlled firms in Japan', *Journal of Management Studies*, 47(2), pp. 274–295. doi: 10.1111/j.1467-6486.2009.00891.x.
- Zuhro, F. and Suwitho (2016) 'Pengaruh ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap struktur modal', *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 5(5), pp. 1–16.



No :001-BLN/E-BIS/Polda/V/2021

Kebumen, 24 Mei 2021

Hal : **Surat Penerimaan Naskah Publikasi Jurnal**

Kepada Yth:

Author

ANING FITRIANA

Ditempat, Indonesia

Assalamu'alaikum wr.wb

Dengan Hormat

Terimakasih telah mengirim artikel untuk diterbitkan pada jurnal E-BIS (Ekonomi Bisnis) dengan ISSN (p-2580-2062, e-2622-3368) dengan judul:

Struktur Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Dividen Studi Perusahaan di Indonesia

Berdasarkan hasil review oleh reviewer, artikel tersebut dinyatakan **DITERIMA** untuk di publikasikan di jurnal kami volume 5 Nomor 1, Juli 2021. Kami akan mengirimkan softcopy edisi tersebut pada akhir penerbitan. Artikel tersebut tersedia online: <https://jurnal.politeknik-kebumen.ac.id> EKONOMI - BISNIS

Berikut ini adalah hal-hal penting yang saudara harus lakukan sehubungan dengan penerimaan paper tersebut:

1. Mohon dilengkapi data pembayaran tersebut:
Pembayaran ditransfer ke rekening Bank berikut:
Nama Akun : LPPM POLITEKNIK DHARMA PATRIA
No. Rekening : BN 1058767394
Biaya : Rp. 400.000 (Empat Ratus Ribu Rupiah)
Batas Akhir pembayaran (6 hari setelah LOA diterima)
2. Konfirmasi pembayaran saudara melalui email jurnal_ebis.polda@yahoo.com atau wa **Yuni 081215444132** dengan mengirim scanan/screen shot bukti pembayaran.

Demikian informasi ini disampaikan, dan atas perhatinya diucapkan terima kasih.
Salam Publikasi

Hormat Kami,



Sri Wahyuningsih, SE., M.Si
editorial in Chief E-Bis



Struktur Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Dividen Studi Perusahaan di Indonesia

Aning Fitriana¹, Shella Rizqi Amelia²

¹²Prodi Akuntansi, Universitas Perwira Purbalingga

*Email: aningfitriana@unperba.ac.id

Doi : https://doi.org/10.37339/jurnal_e-bis.v5i1.532

Diterbitkan oleh Politeknik Dharma Patria Kebumen

Info Artikel

Diterima :
2021-03-26

Diperbaiki :
2021-05-24

Disetujui :
2021-06-08

ABSTRAK

Studi penelitian ini bertujuan untuk menguji perusahaan yang dikendalikan keluarga yang di proksikan *family ownership* (kepemilikan keluarga), *family generation*, dan struktur modal terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada seluruh perusahaan keluarga tercatat di Bursa Efek Indonesia 2012-2018. Jumlah observasi 427 dengan menggunakan metode purposive sampling. Hasil regresi berganda menunjukkan bahwa *family ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *family ownership* semakin rendah dividen yang dibagikan perusahaan. Generasi keluarga pada founder/pendiri berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, generasi penerusnya dan generasi mix tidak berpengaruh terhadap dividen policy. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang masih dikontrol oleh pendirinya akan mengeluarkan dividen yang tinggi dibandingkan dengan jika dikontrol oleh generasi penerusnya. Struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Kata Kunci: Kontrol Kepemilikan Keluarga, Generasi keluarga, Struktur Modal, Kebijakan dividen

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of family control ownership namely: family ownership, family generations, capital structure on dividend policy as measured by dividend payout ratio (DPR), on family companies are listed in Indonesia Stock Exchange (BEI) of 2012-2018. The population in this study is a number of 427 observations. The sampling technique is purposive sampling method. The regression result suggest that family ownership has negative and significant impact on dividend policy. However, family generations in founder generation has positive and significant impact on dividend policy, and descendant generation or mix generation has no significant impact on dividend policy. The result indicated that dividend payment are likely to be higher when still controlled by their founder than controlled by descendant generations. The capital structure has no significant impact on dividend policy.

Keywords: dividend policy, control ownership, family generations, capital structure.

Alamat Korespondensi : Jl. Letnan Jenderal Suprpto No.73 Kebumen, Jawa Tengah, Indonesia 55431

1. PENDAHULUAN

Kebijakan dividen digunakan para manajer sebagai alat dalam memberikan suatu informasi yang berkualitas terkait pendapatan perusahaan di masa depan ditujukan untuk investor Ratnawardhani (2017), serta dianggap memiliki kandungan informasi dengan biaya yang lebih rendah Abor dan Bokpin (2010). Kebijakan dividen dalam teori agensi diyakini mampu meminimalisir masalah agensi dikarenakan berkurangnya *free cash flow* yang dimiliki oleh manajer. Penelitian Travlos, Trigeorgis and Vafeas (2001) membuktikan bahwa dengan adanya pembayaran dividen akan dapat mengurangi asimetri informasi dan juga secara langsung nilai perusahaan akan meningkat akibat kebijakan dividen. Penelitian Tse and Jia (2007) juga mendukung teori sinyal bahwa adanya kebijakan dividen dapat digunakan sebagai salah satu sinyal atas prospek kedepannya yang dimiliki oleh perusahaan. Baker and Powell (2012) dalam penelitiannya melalui survei terhadap manajer perusahaan di Indonesia menyatakan bahwa dividen mampu mempengaruhi nilai perusahaan, perusahaan yang membagikan dividen menurun atau menghilangkan maka akan memberikan sinyal negatif jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividen akan memberikan sinyal positif.

Namun seringkali penetapan kebijakan deviden diperusahaan akan memicu permasalahan pemegang sahamnya. Hal ini dapat terjadi diperusahaan karena kepentingan atas penggunaan laba yang diperoleh. Perusahaan seringkali mengusahakan proposi laba yang diperoleh untuk ditahan demi investasi dimasa depan, sedangkan pihak investor menilai keputusan tentang hal tersebut akan memunculkan kekhawatiran atas penggunaan laba yang hanya menguntungkan pihak manajer/pihak internal perusahaan saja serta di sisi lain kebijakan tunai yang diinginkan oleh sebagian besar pemegang saham. Sehingga hal ini tentu akan menimbulkan konflik antar pemegang saham dengan para manajer diperusahaan yang sering disebut sebagai konflik keagenan.

Masalah keagenan yang terjadi di Indonesia merupakan konflik yang timbul antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, masalah ini timbul ketika pemegang saham pengendali berusaha mengambil keuntungan sendiri dan tidak peduli dengan kesejahteraan pihak pemegang saham non pengendali (Amaliyah dan Herwiyanti, 2019). Hal ini dapat terjadi disebabkan karena kepemilikan keluarga di perusahaan dapat memicu dan mengambil manfaat pribadi juga mengabaikan adanya kepentingan bersama (Claessens and Fan, 2002), kepemilikan terkonsentrasi juga akan memicu permasalahan baru karena kepentingan pemegang saham minoritas terabaikan, hal ini disebabkan tata kelola perusahaan yang rendah di Indonesia yang memungkinkan pemilik untuk menciptakan mekanisme yang tidak efektif.

Tabalujan, (2002) juga membuktikan Indonesia menjadi salah satu negara yang memiliki sistem perlindungan investor lemah. Indikasi dari lemahnya perlindungan terhadap investor minoritas diperkuat dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi dan ekspropriasi oleh pengendali. Di Indonesia diketahui struktur kepemilikan itu terkonsentrasi, fakta ini muncul ketika Porta, Lopez-de-Silanez and Shleifer (1999) Claessens and Fan (2002) dan Setiawan *et al.* (2016) telah memberikan bukti bahwa struktur kepemilikan di Indonesia terkonsentrasi oleh kepemilikan keluarga mencapai 60%. Perusahaan keluarga sering disebut sebagai *controlling shareholder* hal ini dikarenakan keputusan dividen dipengaruhi oleh motif menaikkan kebutuhan keluarga (Isakov dan Weisskopf, 2015). Perusahaan keluarga, selalu

memprioritaskan anggota keluarga sehingga biasanya perusahaan keluarga memiliki visi untuk bertahan jangka panjang agar perusahaan terus tumbuh untuk menjamin kesejahteraan dalam keluarga (Ilah, Fida and Khan (2012). Penelitian yang dilakukan Setia-Atmaja (2010) di Australia, Yoshikawa dan Rasheed (2010) di Jepang, dan Setianto dan Sari (2017) di Indonesia dengan lingkup perusahaan manufaktur membuktikan bahwa dividen perusahaan keluarga dibayar lebih tinggi dibanding dengan perusahaan non-keluarga. Sementara itu, penelitian Wei *et al.* (2011) yang dilakukan di China, Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) observasi di Turkey, Reyna (2017) di Mexico yang membuktikan hasil bahwa dividen perusahaan keluarga dibagikan lebih sedikit dividen daripada perusahaan non-keluarga.

Perusahaan keluarga juga cenderung bergantung pada struktur modal yang berupa hutang eksternal untuk mendanai kegiatan perusahaan. Sehingga akan menimbulkan konflik disaat struktur modalnya berasal dari penggunaan *leverage* (hutang) di perusahaan. Perusahaan Keluarga cenderung ingin terus memiliki perusahaan sehingga lebih memilih berhutang disbanding menerbitkan saham baru karena kepemilikan saham akan dapat beralih.. Semakin tinggi prosentase kontrol keluarga perusahaan maka berbanding lurus dengan tingkat hutang yang dimiliki (Wijayanti, 2014). Hal ini juga telah dibuktikan pada penelitian Setia-Atmaja, (2010) yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga memiliki prosentase hutang yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan bukan dimiliki keluarga.

Berdasarkan latar belakang diatas, penelitian ini akan menguji pengaruh *family ownership*, *family generation* dan Struktur modal terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2012-2018. Temua-temuan diatas masih terdapat inkonsistensi hasil, sehingga peneliti merasa perlu meneliti kembali menggunakan proxy baru yaitu generasi keluarga (*family generation*) di ukur melalui generasi pertama/pendiri, generasi penerus, maupun perpaduan antara perusahaan yang dipimpin generasi pertama dan penerus (Mix) yang masih jarang diteliti, serta Struktur modal digunakan agar dapat mengetahui lebih lanjut tentang pengaruh karakteristik perusahaan keluarga terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi, Pertama memberikan literature tentang dampak pada pemegang saham pengendali terkait kebijakan dividen, Kedua memberikan gambaran tentang rasio-rasio keuangan yang berkorelasi terhadap dividen sehingga bisa digunakan bahan acuan dalam berinvestasi maupun pihak yang berkepentingan seperti calon investor, maupun kreditur. Ketiga membuktikan adanya peran generasi keluarga dalam mengontrol kebijakan yang ada di perusahaan.

2. KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1 Kepemilikan Family berpengaruh kebijakan dividen

Menurut teori keagenan, Masalah yang timbul dari konflik ini dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Lucyanda dan Lilyana (2012) membuktikan kepemilikan saham keluarga yang besar mempunyai pengaruh dalam kebijakan deviden. Hal ini sering terjadi dikarenakan perusahaan keluarga cenderung memperoleh keuntungan pribadi dari perusahaan jika diketahui mempunyai banyak nilai saham yang di investasikan tentunya akan berdampak pada semakin mudah untuk mampu mengendalikan perusahaan. Perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan keluarga (*family ownership*) tinggi, maka akan dapat mengendalikan dan memiliki kendali besar terhadap perusahaan juga manajer, Sehingga adanya masalah

keagenan bisa diminimalkan, Semakin rendah *family ownership*, bebranding terbalik dengan pembayaran dividen untuk mengatasi masalah keagenan. Dan juga sebaliknya.

Namun menurut Claessens and Fan (2002) dijelaskan bahwa pada teori keagenan, kepemilikan keluarga memiliki andil positif dan juga dampak lain yaitu *entrenchment* (ketika pemegang saham mempunyai kendali besar (terkonsentrasi)) maka mampu untuk mengarahkan kebijakan yang ada pada perusahaan. Pada penelitian Bhaumik, Driffield and Pal (2010) dijelaskan dengan adanya kepemilikan keluarga masalah keagenan dapat dikurangi dengan perusahaan dikelola oleh orang yang masih sevisi dengan kepentingan *onwners*, namun pengendalian yang terlalu besar dikeluarga tentunya hanya mementingkan kepentingan mereka dan mendorong adanya eksploitasi pemegang saham minoritas. Para Anggota keluarga memiliki dana jumlah yang tidak kecil, sehingga memicu untuk tidak menjual sahamnya hal ini dimotivasi untuk mendiversifikasi kekayaannya serta menginginkan kendali perusahaan dalam jangka waktu panjang, mengambil alih dana dari pemegang saham minoritas. Semakin terkonsentrasi kepemilikan keluarga akan semakin sedikit dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

H1: Kepemilikan keluarga (*family ownership*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

2.2. Family Generation berpengaruh Kebijakan Dividen

Penelitian Miller, Le Breton-Miller and Lester (2011), Isakov dan Weisskopf (2015) Perusahaan keluarga biasanya akan menggantungkan dividen sebagai sumber pendapatan. Morck and Yeung (2003) mengkarakteristikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan yang dikontrol dan dikendalikan oleh anggota keluarga dari generasi sebelumnya, maupun penerus dari pemilik sebelumnya bertanggung jawab atas perusahaan. Pada perusahaan yang telah lama berdiri dan sudah go-public telah sering kali berpindah kekuasaan dari generasi pendiri ke generasi penerusnya sehingga akan semakin meningkat jumlah anggota keluarga yang bergantung akan pendapatan dividen. Generasi pendiri/founder mengindikasikan adanya derajat individualitas dan kepercayaan (*self-belief*) yang meningkat dibanding generasi kedua dst. Olehsebab itu mengapa generasi pertama lebih tangguh dalam membesarkan bisnis keluarganya.

Hubungan *family generation* dengan kebijakan dividen terdapat hubungan pada *life cycle theory*. *Life cycle theory* pada penelitian Habbe (2002) memberikan penjelasan bahwa terdapat empat fase siklus hidup perusahaan, yaitu pertama fase pengenalan, pertumbuhan, kematangan/*mature*, serta fase penurunan (*decline*). Perusahaan keluarga pada generasi pertama berada difase pengenalan yaitu tahap pertama kali perusahaan menghasilkan produk untuk dijual kepada masyarakat luas/target konsumen Perusahaan keluarga pada generasi penerus berada difase pertumbuhan yaitu Perusahaan dalam tingkat membangun *brand* sehingga terjadi peningkatan dalam investasi. Perusahaan pada tahap ekspansi dan investasi memerlukan biaya yang tidak sedikit, hal ini mempengaruhi kecilnya dividen dibagikan Setianto dan Sari (2017). Dengan demikian, Adanya pergantian generasi maka tingkat pembayaran dividen akan berkurang. Hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H2a : *Family generation* pada generasi pertama/ pendiri berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H2b : *Family generation* pada generasi penerus berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H2c: *Family generation* pada generasi Mix yaitu perpaduan antara generasi pendiri dan generasi penerus berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

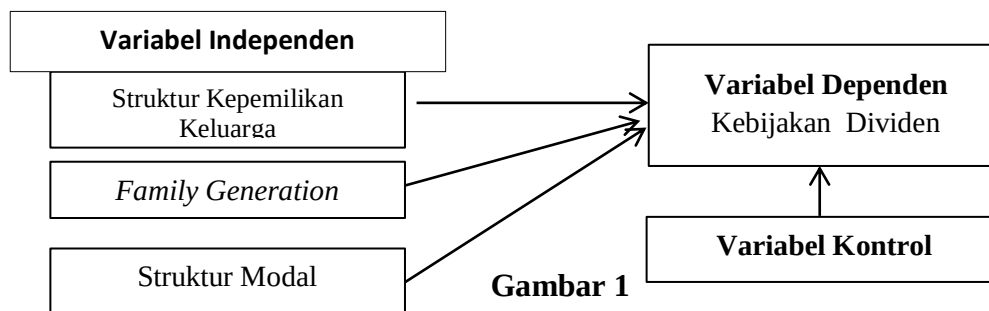
2.3 Struktur Modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Perusahaan menggunakan pendanaan eksternalnya melalui hutang yang diungkapkan pada *Debt covenant hypothesis* oleh karena itu perusahaan memilih untuk pembayaran dividen untuk dikurangi (Suhadak and Darmawan, 2011:170). Struktur modal digunakan dalam pengukuran tingkat penggunaan hutang terhadap total *Shareholder's equity* perusahaan. Ketersediaan Dana dapat diketahui dengan adanya Struktur Modal, informasi bermanfaat untuk pemberi pinjaman.

Berdasarkan pemikiran tersebut semakin tinggi DER menunjukkan adanya jumlah total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri, hal ini memberikan informasi besarnya beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). *DER* memiliki keterkaitan negatif terhadap kebijakan dividen, apabila *DER* rasio naik, maka dividen akan turun dan juga sebaliknya (Bokpin, 2011), (Guizani and Kouki, 2011). Proksi struktur modal yang digunakan dalam penelitian adalah *debt to equity ratio* seperti yang digunakan dalam Miller, Le Breton-Miller and Lester (2011), Sehingga hipotesis yang diajukan

H3: Struktur modal (*leverage*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2.4 Model Penelitian



Gambar 1
Model Kerangka Penelitian
(Sumber: Telaah Pustaka Peneliti)

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, maka hiptesis penelitian ini adalah:

H1: Kepemilikan keluarga (*family ownership*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H2 : *Family generation* pada generasi pertama/ pendiri berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H3: Struktur modal (*leverage*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

3. METODE

Penelitian ini menggunakan data sekunder diperusahaan terdaftar Bursa Efek Indonesia terkecuali Sektor non keuangan hal ini Karen memiliki perbedaan karakteristiknya periode

2012-2018 dengan kriteria mencakup: perusahaan termasuk perusahaan keluarga memiliki minimal kepemilikan keluarga sebesar 20%, sesuai dengan keputusan direksi PT. Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004, serta memiliki laporan keuangan yang lengkap, dan mengeluarkan pembayaran dividend pada periode penelitian. Data laporan tahunan dan keuangan diperoleh dari website masing-masing perusahaan dan *wall street journal*.

Metode analisis data yang digunakan menggunakan regresi data panel diaplikasi eviws 9. Metode dengan menggunakan data panel yang merupakan kombinasi antara data *time series* dengan data *cross section*.

Berdasarkan kriteria tersebut data yang digunakan 72 perusahaan dengan jumlah observasi 427 perusahaan yang akan dianalisis menggunakan teknik regresi linear berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Growth_{it} + ei \dots\dots\dots 1$$

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 GEN_FAM + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Growth_{it} + + ei \dots\dots\dots 2$$

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Growth_{it} + + ei \dots\dots\dots 3$$

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 GEN_FAM + \beta_3 DER_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Growth_{it} + ei \dots\dots\dots 4$$

Di mana:

DPR = *dividend payout ratio*

FAM = *family ownership*

GEN_FAM = *family generation*

DER= *Struktur Modal*

LEV = *leverage perusahaan*

ROA = *Profitabilitas*

SIZE = *ukuran perusahaan*

Growth = *pertumbuhan Asset*

Tabel 1.
Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Rumus Perhitungan	Sumber
Kebijakan Dividen(DPR)	$\frac{\text{Dividen per Share}}{\text{Earning per Share}}$	Jones & Sharma, (2001)
Family Ownership(FS)	$\frac{\Sigma \text{jumlah kepemilikan saham keluarga}}{\Sigma \text{total saham. yang beredar}}$	Villalonga and Amit, (2004)
Family Generation (FG)	FG-FC= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol generasi pendiri/Founder dan 0 jika tidak. FG-DC= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika	Isakov & Weisskopf, (2015)

	masih dikontrol generasi penerus/ Descendant dan 0 jika tidak. FG-MIX= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol founder (FC) dan Descendant (DC) dan 0 jika tidak.	
Struktur Modal (DER)	Total Hutang/ Modal Sendiri (Ekuitas)	Miller, Le Breton-Miller & Lester (2011)
ROA	laba bersih/ Total Aset	Jiraporn & Ning, (2006)
Ukuran Perusahaan (SIZE)	$Ln(\text{Total Assets})$	Setiawan & Phua, (2013)
Growth	$\frac{(\text{Total aktiva}_t) - (\text{Total aktiva}_{t-1})}{\text{Total aktiva}_{t-1}}$	Zuhro & Suwitho, (2016)

Penelitian ini menggunakan 3 variabel kontrol yaitu ROA, Ukuran Perusahaan, Growth. Ketiga variabel tersebut mempunyai keterikatan yang kuat dengan dividend secara teoritis maupun hasil dari penelitian-penelitian terdahulu. Sehingga pada tabel 1 merupakan ringkasan tentang pengukuran variabel yang digunakan pada penelitian ini.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 ini menyajikan hasil statistik deskriptif dari seluruh variabel penelitian. Sampel berjumlah 427 observasi dari 72 perusahaan yang teridentifikasi sebagai perusahaan keluarga antara tahun 2012-2018.

Tabel 2.

Deskripsi Statistik Variabel Penelitian 2012-2018 Observasi= 427 perusahaan

Variabel	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
DPR	427	28.3297	16.1041	1.7400	98.4900
FAM	427	59.4617	15.0824	25.0500	95.0300
DER	427	0.4474	0.1844	0.0698	0.9079
ROA	427	8.2615	6.1366	0.0800	42.7000
SIZE	427	14.9746	1.7399	7.4581	18.5979
GROWTH	427	13.8302	12.8421	-34.5600	82.2100

Keterangan :

Fam=Prosentase kepemilikan saham perusahaan keluarga. DER= *Debt to equity ratio*. ROA= *Rasio Return On Asset*. Size= Ukuran perusahaan. GROWTH= Tingkat pertumbuhan perusahaan.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Tabel 3

Deskriptive Variabel dummy perusahaan keluarga di Indonesia

Category		Observasi
Perusahaan Keluarga	0,6651	427
Perusahaan non keluarga	0.3349	215

Keterangan:

Perusahaan Keluarga bernilai 1 dan jika perusahaan Non keluarga bernilai 0 atas perusahaan i pada periode t.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Tabel 4
Deskriptive variabel dummy Family Generation

Category	FG_FC	FG_DC	FG_MIX
Category 1	0.7237	0.7845	0.5245
Category 0	0.2763	0.2155	0.4755

Keterangan:

FG-FC= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol generasi pendiri/Founder dan 0 jika tidak. FG-DC= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol generasi penerus/Descendant dan 0 jika tidak. FG-MIX= Merupakan variabel dummy pada family generation atas perusahaan i pada periode t yang bernilai 1 jika masih dikontrol founder (FC) dan Descendant (DC).

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Hasil statistik deskriptif dari data yang digunakan dalam penelitian ini disajikan dalam tabel 2, tabel 3 dan tabel 4. Hasil statistik deskriptif tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai terendah variabel DPR sebesar 1.7400 nilai tertinggi 98.4900 dengan rata-ratanya 28.3297 dan standar deviasinya sebesar 16.1041 Nilai terendah DPR berasal dari LMSH 2015 dan nilai tertinggi berasal dari SMSM 2016. Selanjutnya pada variabel FAM nilai terendah 25.0500, nilai tertingginya 95.0300 dan rata-rata 59.4617 dengan standar deviasi 15.0824. DER nilai terendah 0.0698, nilai tertinggi 0.9079 dan rata-rata 0.4457 dengan standardeviasi 0.1844. Nilai terendah untuk variabel ROA 0.0800 dan tertinggi 42.7000 stadar deviasi 6.1366. Nilai terendah variabel *size* 7.4581 dan tertinggi 18.5979 dan rata-ratanya 14.9746. Pada variabel *Growth* nilai terendah ada -34.5600 sedangkan yang tertinggi 82.2100 rata-rata 13.8302 dengan standar deviasi sebesar 12.8421.

Hasil statistik deskriptif dummy pada tabel 3 memberikan informasi bahwa perusahaan yang terdaftar di BEI yang mengeluarkan dividen pada periode 2012-2018 ada 647 observasi, dan teridentifikasi sebagai perusahaan keluarga sekitar 66% atau 427 observasi, dan sisanya 33% bukan perusahaan keluarga atau 215 observasi. Sehingga dari data diatas bisa disimpulkan bahwa di Indonesia didominasi oleh perusahaan keluarga.

Hasil statistik deskriptif varibel dummy tabel 4 mengenai family generation menggunakan proksi FG-FC perusahaan yang masih dipimpin oleh pendirinya/founder menunjukkan 72.37 persen atau sebanyak 309 observasi dan kelompok FG-DC yaitu perusahaan yang dipimpin oleh generasi penerusnya/ descendant menunjukkan 78.45% serta untuk variabel Family generation FG-MIX yang merupakan perpaduan antara generasi pendiri dan penerus mempunyai prosentase 52.45% atau mewakili 224 observasi.

Tabel 5
Hasil Analisis Regresi

Variabel	Fixed Effect Model					
	1	2	3	4	5	6
A	37.2121*** (0.0066)	25.7548** (0.0537)	30.5453*** (0.0178)	28.7509** (0.0234)	36.2221 (0.0060)	33.7172*** (0.0094)
Variabel Independen						
Fam	-5.1284** (0.0485)					-4.6289** (0.0458)
FG-FC		8.2026** (0.0498)				9.0979** (0.0496)
FG-DC			1.3031 (0.8063)			3.0441 (0.6488)
FG-MIX				6.6552 (0.2622)		-2.8615 (0.6655)
DER					-9.8473 (0.2397)	-7.8622 (0.288)
Variabel kontrol						
ROA	0.3071 (0.1272)	0.2761 (0.1589)	0.2863** (0.0205)	0.28865** (0.0202)	0.2522** (0.0466)	0.2636 (0.1461)
SIZE	-0.4247 (0.6239)	-0.3798 (0.6594)	-0.3691 (0.6551)	-0.4148 (0.6148)	-0.3830 (0.6415)	-0.4820 (0.5382)
GROWTH	-0.0198 (0.966)	-0.0330 (0.9942)	-0.0551 (0.9077)	-0.0495 (0.9166)	0.0119 (0.8088)	0.0174 (0.7027)
Adjusted R ²	0.5601	0.5620	0.5584	0.5599	0.5600	0.5597
F-Statistic	8.2344	8.2886	8.1822	8.2267	8.2313	7.9430
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs	427	427	427	427	427	427

Keterangan:

*** Signifikansi di tingkat 1%, ** Signifikansi di tingkat 5% dan * Signifikansi 10%.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Tabel 5 merupakan hasil regresi berdasarkan model analisis yang digunakan dalam penelitian ini. Keseluruhan model menunjukkan Prob (F-statistic) menunjukkan hasil 0.0000. Hal ini menunjukkan terdapat satu atau variabel independen yang mempengaruhi DPR sebagai variabel dependen, sehingga variabel independen secara bersama-sama dengan tingkat keyakinan 95%. Nilai *adjusted R-squared* pada model ke 6 sebesar 0.5597, hal ini menunjukkan bahwa variabel independen dapat menjelaskan pengaruh terhadap kebijakan dividen sebesar 55% sedangkan sisanya sebesar 45% dipengaruhi oleh faktor lainnya.

4.1 Pengaruh Family ownership terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil uji regresi pada tabel 6 maka didapat hasil bahwa struktur kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap dividen dengan nilai probabilitas sebesar 0.0485, sehingga hipotesis 1 diterima. Hasil penelitian sesuai dengan penelitian dilakukan oleh Setiawan *et al.*, (2016), Wei *et al.*, (2011), Al-Najjar and Kilincarslan (2016). Semakin tinggi

prosentase dari kepemilikan keluarga akan berdampak pada rendahnya pembayaran *dividend pay out ratio* sehingga dikatakan bahwa hipotesis 1 diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa pemegang saham keluarga memanfaatkan posisi kendalinya untuk mendapatkan kepentingan pribadi saja yang menyebabkan pembayaran dividen rendah (Wei *et al.*, 2011). Pemegang saham keluarga juga bertindak sebagai pejabat yang ada di dalam perusahaan sehingga memaksa manajer/CEO untuk menyalurkan dananya ke perusahaan afiliasinya. Perusahaan keluarga disini memberikan pengungkapan sukarela lebih rendah dari pada perusahaan non keluarga sehingga mereka bertindak sesuai dengan kepentingannya sendiri (Darmadi and Sodikin, 2013).

4.2 Pengaruh Family generation terhadap kebijakan dividen

Hasil regresi pada variabel ini menunjukkan nilai signifikan pada generasi pendiri (FC) (0.0498) dengan nilai signifikansi < 0.05 yang menunjukkan bahwa family generation pendiri berpengaruh positif terhadap kebijakan dividend, variabel generasi penerus (DC) serta generasi perpaduan antara pendiri dan generasi penerus (MIX) menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Sehingga dikatakan bahwa hipotesis 2 diterima, bahwa *Family generation* pada generasi pertama lebih baik dibanding dengan generasi penerus dalam pembayaran *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini didukung dari penelitian (Isakov and Weisskopf, 2015), (Setianto and Sari, 2017), Hamberg, Fagerland and Nilsen (2013) Generasi pertama/pendiri mempunyai derajat kepercayaan yang lebih tinggi dibanding dengan setelahnya, sehingga disimpulkan generasi pertama lebih tangguh dalam membesarkan bisnis keluarganya.

Hasil penelitian ini juga membuktikan teori *life cycle* perusahaan bahwa generasi pertama memiliki peran yang penting dikarenakan pada tahap ini yaitu *introduction*/perkenalan generasi pendiri harus mampu memberikan kinerja yang baik dengan memberikan pay-off yang setimpal kepada para investornya, kreditur maupun calon investor. Namun pada generasi selanjut perusahaan memasuki tahap *growth* yang tentunya saja membutuhkan banyak biaya misalkan kebutuhan ekspansi atau investasi produk yang sehingga dibutuhkannya dana yang tidak sedikit, olehkarena itu mempengaruhi pembayaran dividen menjadi rendah (Setianto and Sari, 2017).

4.3 Pengaruh Struktur Modal terhadap kebijakan dividen

Hasil regresi Struktur modal yang diprosikan DER tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan nilai probabilitas (0.288) dengan arah negatif maka hipotesis ke-3 tidak diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan (Sumanti and Mangantar, 2015), (Reyna, 2017). Hal ini menjelaskan bahwa tinggi rendahnya hutang diperusahaan tidak memberikan dampak pada keputusan dalam pembayaran dividend. Menurut penelitian Sumanti and Mangantar (2015) hasilnya penelitian ini didukung bahwa struktur modal (DER) tidak berpengaruh terhadap dividend disebabkan perusahaan dengan hutang tinggi cenderung akan meminimumkan pembayaran dividen. Pembayaran dividen kecil karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan dana dan pembayaran hutang.

4.4 Pengaruh variabel kontrol terhadap kebijakan dividen

Hasil regresi ketiga variabel kontrol tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yaitu *Return On Asset* dengan nilai probabilitas (0.1461) dengan positif hasil ini tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sesuai pada penelitian Setiawan *et al.*, (2016), Huang and Paul, (2017) hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan digunakan untuk investasi sehingga perusahaan tidak membagikan dividen.

Size/ Ukuran Perusahaan dengan nilai probabilitas (0.5382) dengan arah negatif hasil ini tidak berpengaruh dengan kebijakan dividen, sesuai pada hasil penelitian (Al-Najjar and Kilincarslan, 2017), (Reyna, 2017), yang mengindikasikan jika perusahaan berukuran besar maka akan besar pula beban tetap yang harus dibayar. Tanggung jawab yang ditanggung oleh perusahaan semakin berat sehingga proposi dividen yang dibagikan pemegang saham akan dikurangi atau tidak mengeluarkan dividen samasekali..

Growth dengan nilai probabilitas lebih dari 0.05 yaitu (0.7027) dengan arah positif hal ini sesuai dengan penelitian (Guizani and Kouki, 2012) dan (Harada and Nguyen, 2011) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memberikan kesempatan investasi yang tinggi pula dan diperlukan dana yang besar. Hal ini yang membuat pihak manajemen cenderung akan menahan labanya sebagai sumber dana internal yang akan berdampak pula perusahaan tidak membagikan dividend kepada para pemegang sahamnya.

5. PENGUJIAN TAMBAHAN

Robustness Cheks

Beberapa analisis tambahan dilakukan untuk menguji ketahanan untuk memastikan kekonsistenan hasil kami. Penulis menggunakan dua proxy variabel dependen kebijakan dividend, yaitu *dividend payout ratio* menggunakan dividend per share dibagi dengan *earning per share*, dan dividend yield yang dihitung dengan menggunakan dividend per share dibagi dengan harga saham (Closing price). Hasil untuk masing-masing proksi ditunjukkan pada tabel 6 dan kami menemukan hasil yang konsisten, terutama untuk variabel utama kami.

Tabel 6 Robustness Checks (fixed)
Hasil Analisis Regresi

Variabel	1	2	3	4	5	6
A	2.3116** (0.0688)	0.8542 (0.5290)	2.1562* (0.0907)	2.0616 (0.1107)	1.8474 (0.1665)	1.3151 (0.3792)
Variabel Independen						
Fam	-0.8600** (0.0222)					-0.7631** (0.0541)
FG-FC		0.6731** (0.0419)				0.6234* (0.0899)
FG-DC			-0.5796 (0.1389)			-0.0309 (0.9477)
FG-MIX				-0.2917 (0.5289)		-0.1564 (0.7601)
DER					0.0995 (0.9069)	0.1723 (0.8392)

Variabel kontrol						
ROA	0.0504*** (0.0000)	0.0497*** (0.0001)	0.0499*** (0.0001)	0.0502*** (0.0001)	0.0499*** (0.0001)	0.0552*** (0.0000)
SIZE	0.0031 (0.9694)	0.0200 (0.8116)	0.0062 (0.9403)	-0.0081 (0.9222)	-0.0071 (0.9315)	0.0284 (0.7363)
GROWTH	0.0559 (0.2426)	0.0668 (0.1632)	0.0060 (0.2070)	0.0060 (0.2058)	0.0060 (0.2264)	0.0057 (0.3792)
Adjusted R ²	0.4479	0.4462	0.4431	0.4403	0.4397	0.4474
F-Statistic	5.6094	5.5774	5.5205	5.4685	5.457	5.3658
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs	427	427	427	427	427	427

Keterangan:

*** Signifikansi di tingkat 1%, ** Signifikansi di tingkat 5% dan * Signifikansi 10%.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

Tabel 6 Robustness Checks (Random)
Hasil Analisis Regresi

Variabel	1	2	3	4	5	6
A	3.4205*** (0.0002)	2.081** (0.0242)	2.8959*** (0.0008)	2.8983*** (0.0010)	2.7364*** (0.0022)	2.5374*** (0.0122)
Fam	-0.4445** (0.0548)					-0.5690** (0.0413)
FG-FC		0.6770** (0.0194)				0.5087* (0.0932)
FG-DC			-0.2214 (0.3894)			-0.3023 (0.3233)
FG-MIX				-0.2917 (0.5289)		0.3859 (0.2079)
DER					0.3854 (0.4984)	0.3567 (0.5301)
ROA	0.0470*** (0.0000)	0.0461*** (0.0001)	0.0460*** (0.0001)	0.0502*** (0.0002)	0.0480*** (0.0001)	0.0496*** (0.0000)
SIZE	-0.0851 (0.1354)	-0.0588 (0.2587)	-0.0047 (0.3112)	-0.0707 (0.1213)	-0.0721 (0.2011)	-0.0611 (0.2993)
GROWTH	0.0047 (0.3024)	0.0052 (0.2587)	0.0047 (0.3112)	0.0047 (0.3765)	0.0039 (0.4078)	0.0041 (0.3799)
Adjusted R ²	0.0456	0.0496	0.0389	0.0372	0.0382	0.0515
F-Statistic	6.0988	6.5605	5.3197	5.1180	5.2334	3.8966
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Obs	427	427	427	427	427	427

Keterangan:

*** Signifikansi di tingkat 1%, ** Signifikansi di tingkat 5% dan * Signifikansi 10%.

(Sumber: Hasil Pengolahan Data Peneliti)

6. KESIMPULAN

Hasil regresi membuktikan bahwa family ownership berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan semakin tinggi tingkat prosentase kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga maka akan semakin rendah tingkat pembayaran dividen. *Family generation* variabel pada fase kepemimpinan founder berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan pada generasi penerus tidak bersignifikan. Variabel kontrol pada penelitian ini terdiri dari *Return on asset* yang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividend, ukuran perusahaan serta pertumbuhan perusahaan juga tidak ada pengaruh terhadap kebijakan dividen.

7. SARAN

Saran Penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian lebih luas lagi terkait susunan dewan direksi dan komisari dengan melihat jumlah anggota keluarganya, menambahkan sampel lain yaitu : sektor jasa keuangan. Peran regulator juga diperlukan dengan memperhatikan aktivitas pergerakan saham Bursa Efek Indonesia terutama pada perusahaan keluarga. Hal ini dikarenakan perlindungan hukum pemilik modal minoritas yang masih lemah, sehingga nantinya pihak regulator diharapkan melakukan peringatan secara dini pada kondisi ekonomi tertentu jika terindikasi adanya fluktuatif pada aktivitas perdagangan saham.

REFERENSI

- Abor, J. and Bokpin, G. A. (2010) 'Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy', *Studies in Economics and Finance*, 27(3), pp. 180–194. doi: 10.1108/10867371011060018.
- Al-Najjar, B. and Kilincarslan, E. (2016) 'The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey', *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 16(1), pp. 135–161. doi: 10.1108/CG-09-2015-0129.
- Al-Najjar, B. and Kilincarslan, E. (2017) 'Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish Firms', *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), pp. 304–331. doi: 10.1108/IJMF-10-2016-0191.
- Amaliyah, F. and Herwiyanti, E. (2019) 'Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dewan Komisaris Independen, dan Komite Audit terhadap Nilai Persuahaan Sektor Pertambangan', *Jurnal Akuntansi*, 09(3), pp. 187–200.
- Baker, H. K. and Powell, G. E. (2012) 'Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives', *Journal of Asia Business Studies*, 6(1), pp. 79–92. doi: 10.1108/15587891211191399.
- Bhaumik, S. K., Driffield, N. and Pal, S. (2010) 'Does ownership structure of emerging-market firms affect their outward FDI the case of the Indian automotive and pharmaceutical

- sectors', *Journal of International Business Studies*. Palgrave Macmillan, 41(3), pp. 437–450. doi: 10.1057/jibs.2009.52.
- Bokpin, G. A. (2011) 'Ownership Structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange', *Journal of Applied Accounting Research*, 12(1), pp. 61–73. doi: 10.1108/09675421111130612.
- Claessens, S. and Fan, J. P. H. (2002) 'Corporate Governance in Asia: A Survey', *International Review of Finance*, 3(2), pp. 71–103. doi: 10.1111/1468-2443.00034.
- Darmadi, S. and Sodikin, A. (2013) 'Information Disclosure by Family-Controlled Firms The Role of Board Independence and Institutional Ownership', *Asian Review of Accounting*, 21(3), pp. 223–240. doi: 10.1108/ARA-01-2013-0009.
- Guizani, M. and Kouki, M. (2012) 'Ownership-Control Discrepancy and Dividend Policy: Evidence from Tunisia', *International Business Research*, 5(1), pp. 127–139. doi: 10.5539/ibr.v5n1p127.
- Habbe, A. H. (2002) 'Pengaruh Life-Cycle Perusahaan terhadap Incremental Value-Relevance Informasi Laba', *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 3(1), pp. 1–19.
- 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.
- Harada, K. and Nguyen, P. (2011) 'Ownership concentration and dividend policy in Japan', *Managerial Finance*, 37(4), pp. 362–379. doi: 10.1108/03074351111115313.
- Huang, W. and Paul, D. L. (2017) 'Institutional holdings, investment opportunities and dividend policy', *Quarterly Review of Economics and Finance*. Board of Trustees of the University of Illinois, 64(17), pp. 152–161. doi: 10.1016/j.qref.2016.06.008.
- Isakov, D. and Weisskopf, J. P. (2015) 'Pay-out policies in founding family firms', *Journal of Corporate Finance*, 33(3), pp. 330–344. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2015.01.003.
- Jiraporn, P. and Ning, Y. (2006) 'Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance', *Journal of Applied Finance*, 16(2), pp. 24–36.
- Jones, S. and Sharma, R. (2001) *The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decisions: Some Australian evidence*, *Managerial Finance*. doi: 10.1108/03074350110767097.
- Lucyanda dan Lilyana (2012) 'Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio', *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 4(2), pp. 129–138.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. and Lester, R. H. (2011) 'Family and Lone Founder Ownership

- and Strategic Behaviour: Social Context, Identity, and Institutional Logics', *Journal of Management Studies*, 48(1), pp. 1–25. doi: 10.1111/j.1467-6486.2009.00896.x.
- 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.t01-1-00015.
- Porta, R. La, Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999) 'Corporate Ownership around the World', *Journal Finance*, 54(2), pp. 471–517.
- Ratnawardhani, E. A. (2017) 'Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Atas Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan', *Jurnal Akuntansi Aktual*, 4(2), pp. 134–141.
- Reyna, J. M. S. M. (2017) 'Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context', *Contaduria y Administracion*. Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración, 62(4), pp. 1199–1213. doi: 10.1016/j.cya.2015.12.006.
- Setia-Atmaja, L. (2010) 'Dividend and debt policies of family controlled firms', *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), pp. 128–142. doi: 10.1108/17439131011032059.
- Setianto, R. H. and Sari, P. K. (2017) 'Perusahaan Keluarga dan Kebijakan Dividen di Indonesia', *Jurnal Siasat Bisnis*, 21(2), pp. 107–118.
- Setiawan, D. et al. (2016) 'Ownership structure and dividend policy in Indonesia', *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), pp. 230–252.
- Setiawan, D. and Phua, L. K. (2013) 'Corporate governance and dividend policy in Indonesia', *Business Strategy Series*, 14(5/6), pp. 135–143.
- Sumanti, J. C. and Mangantar, M. (2015) 'Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI', *Jurnal EMBA*, 3(1), pp. 1141–1151.
- Tabalujan, B. S. (2002) 'Family-Controlled Listed Companies in Indonesia Introduction', *UNSW Law Journal*, 25(2), pp. 486–514.
- Travlos, N., Trigeorgis, L. and Vafeas, N. (2001) 'Shareholder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market: The case of Cyprus', *Multinational Finance Journal*, 5(2), pp. 87–112.
- Tse, C. and Jia, J. Y. (2007) 'The impacts of corporate ownership structure on the incentive of using capital structure to signal', *Studies in Economics and Finance*, 24(2), pp. 156–181. doi: 10.1108/10867370710756192.

- Ullah, H., Fida, A. and Khan, S. (2012) 'The impact of ownership structure on dividend policy evidence from emerging markets KSE-100 index Pakistan', *International Journal of Business and Social Science*, 3(9), pp. 298–307.
- Villalonga, B. and Amit, R. (2004) 'How do family ownership, control, and management affect firm value?', *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 387–417. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005.
- Wei, Z. *et al.* (2011) 'Family Control, Institutional Environment and Cash Dividend Policy: Evidence from China', *China Journal of Accounting Research*. Sun Yat-sen University, 4(1–2), pp. 29–46. doi: 10.1016/j.cjar.2011.04.001.
- Wijayanti, L. (2014) 'Pengaruh kontrol keluarga dan komisaris independen Terhadap Kebijakan Dividen Dan Struktur Modal Pada Perusahaan yang terdaftar di BEI', *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 1(1), pp. 81–89.
- Yoshikawa, T. and Rasheed, A. A. (2010) 'Family control and ownership monitoring in family-controlled firms in Japan', *Journal of Management Studies*, 47(2), pp. 274–295. doi: 10.1111/j.1467-6486.2009.00891.x.
- Zuhro, F. and Suwitho (2016) 'Pengaruh ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap struktur modal', *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 5(5), pp. 1–16.