

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan dalam menentukan penggunaan laba yang diperoleh perusahaan, yaitu apakah laba akan dibagikan kepada para pemegang saham atau dijadikan sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali pada masa mendatang (Puspaningsih dan Pratiwi, 2017). Wedhana dan Wiksuana (2015) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen berkaitan dengan penetapan besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR), yakni jumlah persentase laba bersih setelah pajak yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Sehingga aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan proporsi laba yang optimal antara pembagian laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan. Semakin besar jumlah laba yang ditahan maka akan semakin kecil laba yang dialokasikan kepada para pemegang saham.

Kebijakan dividen penting bagi perusahaan karena digunakan untuk menunjukkan stabilitas dan pertumbuhan perusahaannya. Pemegang saham dan calon investor akan memutuskan untuk berinvestasi jika mereka melihat kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dividen. Kebijakan dividen juga dapat digunakan oleh manajemen atau pemegang saham untuk mengurangi *agency cost*. Pembagian dividen menunjukkan kinerja dari manajemen perusahaan, manajemen keuangan yang baik akan memenuhi harapan dari prinsipal selaku pemegang saham perusahaan. Pembagian dividen ini akan berdampak positif bagi perusahaan, kinerja perusahaan yang dinilai baik akan menarik perhatian para investor untuk

menanamkan modalnya dan diharapkan akan membuat kenaikan pada harga saham perusahaan yang nantinya juga berdampak pada nilai perusahaan (Kartika dan Suarjaya, 2015)

Penelitian mengenai kebijakan dividen telah dilakukan baik dari dalam maupun luar negeri seperti penelitian yang dilakukan Pramana dan Sukartha (2015), Sari dan Sudjarni (2015), Tizha (2015), Puspaningsih dan Pratiwi (2017), Kartika dan Suarjaya (2015), Nurwani (2017), Samrotun (2015), Juliana (2015), Sumartha (2016), Wedhana dan Wiksuana (2015), Jabbouri (2016), Józwiak (2015), Al-Najjar dan Kilincarslan (2016), Khan, Shah Jehan dan Shah (2017), Setiawan, Bandi, Kee Phua dan Trinugroho (2016), Yusof dan Ismail (2016), Benjamin, Helen dan Nejad (2016), Cristea dan Cristea (2017), Lestari (2018), Jaara, Alashhab dan Jaara (2018) yang meneliti mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dengan variabel bebas Likuiditas (*Cash Ratio* dan *Current Ratio*), Profitabilitas (*Return on Asset*), *Leverage (Debt to Equity Ratio)*, *Growth*, *Free Cash Flow*, *Good Corporate Governance (GCG)*, *Firm Size* (Ukuran Perusahaan), Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, *Investment Opportunity Set*, *Business Risk*, *State of Economy*, *Lagged Dividends*, *Family Ownership*, *Foreign Ownership*, *Capital Gain Taxation (CGT)* dan *Largest Shareholders*.

Likuiditas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Rasio likuiditas yang umumnya digunakan adalah *current ratio* dan *cash ratio*. *Current ratio* merupakan perbandingan antara aktiva lancar dengan kewajiban lancarnya. Sedangkan *cash ratio* merupakan perbandingan antara sejumlah kas atau setara kas terhadap

kewajiban jangka pendeknya. Berdasarkan *Dividend signalling theory*, kenaikan dalam rasio pembayaran dividen dapat diinterpretasikan sebagai sinyal yang baik bagi perusahaan. *Dividend signalling theory* dapat menjelaskan bahwa pembayaran dividen merupakan pertanda bahwa perusahaan mempunyai prediksi potensi arus kas tinggi di masa depan. Dengan adanya sinyal bahwa suatu perusahaan memiliki potensi arus kas tinggi memungkinkan investor untuk dapat memprediksi kinerja perusahaan dan akibatnya akan terjadi penyesuaian harga saham karena banyaknya investor yang akan berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Tingkat likuiditas yang tinggi dapat menggambarkan kinerja perusahaan yang baik karena dengan tingkat likuiditas yang baik perusahaan akan lebih mudah untuk memenuhi kewajiban pembayaran dividen. Hal ini menyimpulkan bahwa adanya hubungan antara likuiditas dengan kebijakan dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Pramana dan Sukartha (2015), Sari dan Sudjarni (2015), Cristea dan Cristea (2017), Jabbouri (2016) dan Samrotun (2015) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Berbeda dengan hasil yang diungkapkan oleh Puspaningsih dan Pratiwi (2017), Józwiak (2015) dan Nurwani (2017) yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Dengan kata lain, tinggi rendahnya likuiditas perusahaan tidak terlalu mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham.

Profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan sumber daya yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang memiliki stabilitas dalam memperoleh keuntungan

dapat memberikan sinyal kepada publik mengenai kemampuan dalam membayar dividen. *Dividend signalling theory* dapat menjelaskan bahwa pembayaran dividen merupakan pertanda bahwa perusahaan mempunyai prediksi potensi arus kas tinggi di masa depan. Dengan adanya sinyal bahwa suatu perusahaan memiliki potensi arus kas tinggi memungkinkan investor untuk dapat memprediksi kinerja perusahaan dan akibatnya akan terjadi penyesuaian harga saham karena banyaknya investor yang akan berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Berdasarkan *Dividend signalling theory* ini, investor dapat menduga informasi tentang laba mendatang perusahaan melalui sinyal yang muncul dari pengumuman dividen, baik dalam hal stabilitas maupun perubahan dividen. Kenaikan dalam rasio pembayaran dividen dapat diinterpretasikan sebagai informasi bahwa perusahaan dalam kondisi yang *profitable*. Jika perusahaan memiliki tingkat kestabilan laba yang baik, ada kecenderungan untuk berusaha mempertahankan bahkan menaikkan dividen yang dibayarkan. Sehingga berdasarkan teori ini, profitabilitas perusahaan akan berpengaruh terhadap kemampuan pembayaran dividen karena semakin besar profitabilitas suatu perusahaan maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividennya. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jabbouri (2016), Samrotun (2015), Kartika dan Suarjaya (2015), Yusof dan Ismail (2016), Pramana dan Sukartha (2015), Lestari (2018), Juliana (2015), Cristea dan Cristea (2017), Sumartha (2016), Khan et al. (2017), Puspaningsih dan Pratiwi (2017) dan Jaara et al. (2018). Józwiak (2015), dalam studinya mendapatkan hasil bahwa profitabilitas mempunyai hubungan negatif yang signifikan terhadap

kebijakan dividen. Hasil berbeda diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Wedhana dan Wiksuana (2015), Sari dan Sudjarni (2015), Tizha (2015) dan Nurwani (2017) yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Leverage menunjukkan proporsi atau penggunaan utang untuk membiayai investasi perusahaan. Rasio *leverage* dapat diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu rasio yang mengukur persentase dana yang diberikan dengan cara membagi total utang perusahaan terhadap total ekuitas. *Pecking Order Theory* (POT) menyarankan perusahaan memiliki preferensi dalam memilih sumber pendanaan dengan mempertimbangkan biaya termurah dan risiko paling kecil. Teori ini beranggapan bahwa perusahaan yang menguntungkan (*profitable*) lebih sedikit menggunakan hutang. Perusahaan yang mempunyai hutang yang tinggi akan lebih tinggi dalam membayar bunga atas hutang-hutangnya, sehingga hal ini akan berdampak pada rendahnya laba yang menyebabkan rendahnya dividen yang diberikan kepada para pemegang saham. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Józwiak (2015), Pramana dan Sukartha (2015), Jabbouri (2016), Samrotun (2015), Sari dan Sudjarni (2015), Puspaningsih dan Pratiwi (2017), Wedhana dan Wiksuana (2015), Khan et al. (2017), Yusof dan Ismail (2016) dan Cristea dan Cristea (2017) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2018), Tizha (2015) dan Jaara et al. (2018) yang menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan dari waktu ke waktu atau mempertahankan posisi perusahaannya. Pertumbuhan perusahaan dapat dilihat dari total aset perusahaan, semakin besar aset yang dimiliki perusahaan akan menambah hasil operasi dan meningkatkan laba. *Pecking Order Theory* (POT) menyarankan perusahaan memiliki preferensi dalam memilih sumber pendanaan dengan mempertimbangkan biaya termurah dan risiko paling kecil. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai penggunaan dana internal daripada eksternal dalam membiayai pengembangan usahanya. Sehingga berdasarkan teori ini, keputusan untuk membagikan dividen akan berpengaruh terhadap pertumbuhan perusahaan, dimana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi seharusnya memiliki pembayaran dividen yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Cristea dan Cristea (2017), Jabbouri (2016) dan Sari dan Sudjarni (2015) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menahan labanya dalam laba ditahan yang akan digunakan sebagai dana investasi untuk perkembangan usahanya di masa yang akan datang. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Puspaningsih dan Pratiwi (2017), Samrotun (2015), Yusof dan Ismail (2016), Lestari (2018), Jaara et al. (2018) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Free Cash Flow (FCF) adalah *cash flow* yang tersedia diatas kebutuhan untuk investasi yang menghasilkan *net present value* positif yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya. *Free cash flow* menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Perusahaan dengan *free cash flow* berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain (Tizha, 2015).

Menurut Wedhana dan Wiksuana (2015) *free cash flow* yang diperoleh oleh perusahaan tersebut dapat dimanfaatkan untuk mendanai investasi di masa yang akan datang. *Free cash flow* yang tinggi dapat digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan mengambil kesempatan pada proyek dengan *Net Present Value* (NPV) positif. Peningkatan *free cash flow* yang digunakan untuk investasi pada proyek dengan NPV positif akan meningkatkan harga saham perusahaan. Namun disisi lain, *free cash flow* dapat juga dipergunakan oleh pihak manajemen untuk meningkatkan ukuran perusahaan yang dapat bertentangan dengan kepentingan pemegang saham, yang biasanya didasari oleh kepentingan pribadi. Perusahaan dapat mempergunakan *free cash flow* untuk kepentingan pengembangan usaha ataupun dibagikan dalam bentuk dividen. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi, diharapkan melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Hal ini dimaksudkan untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen. Beberapa penelitian dari Tizha (2015) dan Lestari (2018) mengungkapkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen karena dengan tersedianya *free*

cash flow, maka semakin besar pula potensi perusahaan untuk pembayaran dividen. Namun, Yusof dan Ismail (2016) dan Wedhana dan Wiksuana (2015) justru menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Jabbouri (2016), dalam studinya menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen karena perusahaan cenderung menggunakan *free cash flow* yang tersedia untuk mendanai investasinya.

Good Corporate Governance (GCG) merupakan sistem yang terarah dalam mengatur dan mengendalikan perusahaan agar setiap elemen perusahaan bekerja untuk mewujudkan tujuan perusahaan. GCG memiliki lima asas yaitu asas transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi, kewajaran dan kesetaraan. Semua asas tersebut diperlukan untuk mencapai kesinambungan usaha (*sustainability*) perusahaan dengan memperhatikan kepentingan *stakeholder* (Puspaningsih dan Pratiwi, 2017). Di Indonesia, sistem GCG disusun oleh tiga unsur, yaitu Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dewan direksi, dan dewan komisaris yang dibantu oleh komite audit. Selain itu, pemerintah melalui BAPEPAM mensyaratkan adanya pihak independen di dalam dewan komisaris, yang selanjutnya disebut komisaris independen.

Penerapan asas GCG di dalam perusahaan akan mengurangi asimetri informasi dan *agency cost* berupa pengawasan dan insentif kepada manajer. Pembagian kepemilikan perusahaan kepada pihak luar dengan menjual saham ke pihak eksternal mendorong perusahaan untuk menjanjikan pengembalian yang menarik bagi pemegang saham eksternal tersebut. Peran dewan komisaris dalam mendorong terlaksananya asas-asas GCG akan mengurangi asimetri informasi

antara manajer dan pemegang saham, serta menjamin terpenuhinya hak pemegang saham berupa pengembalian atas investasi yang dilakukan. Penelitian yang dilakukan oleh Puspaningsih dan Pratiwi (2017) menunjukkan bahwa GCG mempunyai pengaruh yang positif pada kebijakan dividen. Gambaran tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih ketat akan cenderung membagikan dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham.

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan pada total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata penjualan dan total aktiva. Semakin besar total aktiva, penjualan, *log size*, nilai pasar saham dan kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Pada dasarnya ukuran perusahaan hanya terbagi dalam tiga kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Perusahaan yang skala besar cenderung lebih dikenal masyarakat sehingga informasi mengenai prospek perusahaan berskala besar lebih mudah diperoleh investor daripada perusahaan berskala kecil. Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal. Karena kemudahan tersebut maka berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana.

Ukuran perusahaan merupakan faktor penting dalam pengambilan keputusan investor untuk berinvestasi pada suatu perusahaan. Perusahaan yang besar lebih menjaga nama baik atas ukuran perusahaan dengan memenuhi keinginan dari pemegang saham yaitu membayar dividen lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil. Penelitian mengenai pengaruh

ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen dilakukan oleh Jabbouri (2016), Yusof dan Ismail (2016), Sumartha (2016), Khan et al. (2017), Jaara et al. (2018) dan Józwiak (2015) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan penelitian Samrotun (2015) dan Juliana (2015) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Menurut Cristea dan Cristea (2017) dan Lestari (2018), ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional adalah persentase saham yang dimiliki oleh institusi baik yang berada di dalam maupun luar negeri. Pihak institusi dapat meliputi pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya. Berdasarkan teori preferensi pajak, pemegang saham institusi, dalam banyak hal, tidak menyukai dividen tunai yang tinggi karena akan meningkatkan golongan pengenaan pajak. Selain itu, menurut *agency theory*, banyaknya kepemilikan insitusional di suatu perusahaan akan membantu melakukan pengawasan dan *monitoring* dalam menekan tindakan *opportunistic* manajer. Kepemilikan institusional akan dapat mempengaruhi manajemen yang dapat mengurangi *agency cost*, sehingga manajemen tidak perlu lagi membayarkan dividen yang besar. Maka semakin besar jumlah kepemilikan institusional, semakin kecil dividen yang akan dibagikan. Hal ini sejalan dengan penelitian Al-Najjar dan Kilincarslan (2016), Sumartha (2016), Wedhana dan Wiksuana (2015) dan Kartika dan Suarjaya (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan dimana manajemen mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajemen perusahaan tersebut berperan ganda sebagai manajemen sekaligus pemegang saham di perusahaan. Biasanya pihak komisaris dan direksilah yang akan membeli saham perusahaan. Pihak manajerial juga mewakili pemegang saham institusional. Adanya kepemilikan manajerial menjadi hal yang menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*. Dalam kerangka *agency theory*, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal*. *Agent* diberi mandat oleh *principal* untuk menjalankan bisnis demi kepentingan *principal*. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan untuk memaksimalkan tujuannya. Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan terlebih kebijakan dividen.

Berdasarkan *agency theory*, laba yang diperoleh perusahaan sering kali akan menimbulkan perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pihak manajerial. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict* dan menyatukan kepentingan antara pihak manajerial dengan pemegang saham. Hal ini dikarenakan dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen dapat meminimalisir penggunaan keuntungan secara berlebihan. Penelitian yang dilakukan oleh Juliana

(2015), Kartika dan Suarjaya (2015) dan Sumartha (2016) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap pembayaran dividen yaitu semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka akan semakin besar dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham.

Investment Opportunity Set merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Berdasarkan *Pecking Order Theory* (POT), perusahaan yang tumbuh lebih menyukai untuk menggunakan pendanaan internal ketimbang pendanaan eksternal. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang tinggi dan *investment opportunity set* yang besar memungkinkan untuk membayar dividen rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang menguntungkan dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak membayarkan lebih besar labanya kepada pihak luar dalam bentuk dividen. Apabila perusahaan dalam kondisi yang sangat baik, maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Penelitian mengenai pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen dilakukan oleh Yusof dan Ismail (2016) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Juliana (2015) dan Lestari (2018) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Business risk (risiko bisnis) adalah adanya ketidakpastian atas proyeksi pendapatan di masa mendatang. Risiko bisnis ini berkaitan dengan ketidakpastian

dalam pendapatan yang diperoleh perusahaan. Setiap perusahaan dalam menjalankan operasinya akan menghadapi risiko bisnis. *Dividend signalling theory* menjelaskan investor dapat menduga informasi tentang laba mendatang perusahaan melalui sinyal yang muncul dari pengumuman dividen. Oleh sebab itu, perusahaan yang risikonya tinggi umumnya akan memunculkan sinyal yang kurang baik karena perusahaan membayar dividen lebih rendah. Jika risiko bisnisnya tinggi maka hubungan antara laba yang diharapkan perusahaan dan laba aktualnya tidak pasti yang menyebabkan perusahaan akan menghindari membayar dividen yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Józwiak (2015) mendapatkan hasil bahwa *business risk* berpengaruh positif dan signifikan pada *dividend policy*. Hasil yang berbeda dikemukakan oleh Yusof dan Ismail (2016) dan Lestari (2018) bahwa *business risk* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*. Jaara et al. (2018) dalam penelitiannya menyatakan *business risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend policy*.

State of economy adalah suatu keadaan baik atau lancar dan tersendatnya situasi ekonomi suatu negara. Perubahan makro-ekonomi tidak hanya berdampak pada fundamental perusahaan tetapi juga pada pengambilan keputusan manajerial. Manajemen dapat mengubah investasi, pendanaan, serta keputusan dividen sebagai respons terhadap perubahan dalam kondisi ekonomi. Fluktuasi ekonomi ini, mendorong manajemen untuk mengubah kebijakan dividen mereka. Berdasarkan *dividend signalling theory*, manajemen mengubah kebijakan dividennya untuk menyampaikan sinyal kepada investor atau menyesuaikan kebijakan dividen perusahaan dengan kondisi ekonomi yang berlaku. Penelitian yang dilakukan oleh

Jaara et al. (2018), Jabbouri (2016) dan Cristea dan Cristea (2017) mendapatkan hasil bahwa *state of economy* berpengaruh negatif dan signifikan pada *dividend policy*. Mereka berpendapat bahwa reaksi investor terhadap dividen lebih tinggi selama kemerosotan ekonomi dibandingkan dengan periode pertumbuhan yang stabil.

Lagged dividend adalah faktor signifikan dalam menentukan kebijakan dividen yang dimana dividen saat ini dipengaruhi oleh dividen masa lalu perusahaan. Hal ini disebabkan oleh keyakinan bahwa para pemegang saham menyukai tingkat dividen yang relatif stabil. *Dividend signalling theory* dapat menjelaskan bahwa pembayaran dividen merupakan pertanda bahwa perusahaan mempunyai prediksi potensi arus kas tinggi di masa depan. Dengan adanya sinyal bahwa suatu perusahaan memiliki potensi arus kas tinggi memungkinkan investor untuk dapat memprediksi kinerja perusahaan dan akibatnya akan terjadi penyesuaian harga saham karena banyaknya investor yang akan berinvestasi pada perusahaan tersebut. Menurut *dividend signalling theory*, investor dapat menduga informasi tentang laba mendatang perusahaan melalui sinyal yang muncul dari pengumuman dividen.

Perusahaan yang memiliki tingkat kestabilan laba yang baik, akan cenderung untuk berusaha mempertahankan bahkan menaikkan dividen yang dibayarkan. Kebanyakan direktur dan manajer yakin bahwa perusahaan yang membayar dividen dengan stabil lebih disukai karena para pemegang saham lebih menyukai dividen tetap. Berdasarkan argumen di atas, sebuah penelitian dilakukan oleh Lestari (2018) dan Jaara et al. (2018) untuk menganalisis pengaruh *lagged*

dividend terhadap *dividend policy* yang mendapatkan hasil bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara *lagged dividend* dengan *dividend policy*. Namun, ada bukti bahwa pembayaran dividen saat ini tidak tergantung pada pola *history* dividennya seperti hasil yang didapat dari penelitian Yusof dan Ismail (2016) dan Jabbouri (2016).

Family ownership menunjukkan seberapa besar saham yang dimiliki oleh keluarga pendiri perusahaan. Di sebagian besar negara berkembang, perusahaan biasanya memiliki pemegang saham pengendali yang memegang fraksi saham yang signifikan, yang biasanya adalah keluarga pendiri. Berdasarkan *agency theory*, dengan adanya pemisahan fungsi antara pemegang saham dan manajemen perusahaan akan memberikan ruang terjadinya konflik kepentingan yang terjadi antara kedua belah pihak tersebut.

Dengan adanya kepemilikan saham yang dimiliki oleh keluarga maka manajemen akan dimonitori langsung oleh pihak keluarga pendiri yang dimana mereka akan sangat peduli terhadap kelangsungan perusahaannya. Sehingga, pemegang saham lainnya tidak dapat memegang kendali atas perusahaan dan menimbulkan kecenderungan keluarga untuk terus memperbesar usahanya atau berinvestasi ditempat lain yang menyebabkan pembayaran dividen akan berkurang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) dan Setiawan et al. (2016) yang menyatakan bahwa *family ownership* berhubungan negatif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Penelitian yang dilakukan oleh Benjamin et al. (2016) menjelaskan bahwa *family ownership* pada tingkat yang tersebar dari antara 0 hingga 5 persen berhubungan negatif dengan

dividend policy sedangkan dari tingkat 5 hingga 33 persen berhubungan positif dengan *dividend policy*.

Foreign ownership (kepemilikan asing) adalah orang perseorangan warga negara asing atau badan hukum asing. Secara umum, kepemilikan asing diartikan sebagai kepemilikan saham investor asing dari total modal saham. *Agency theory* memberikan justifikasi atas kemungkinan efek dari *foreign ownership* terhadap kebijakan dividen. Keberadaan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan membuat kinerja perusahaan menjadi lebih baik dan akan menyebabkan *agency cost* berkurang karena manager akan dimonitori oleh kepemilikan asing. Hal ini didukung oleh penelitian Setiawan et al. (2016) yang menemukan adanya pengaruh positif *foreign ownership* pada *dividend policy*. Sedangkan penelitian yang dilakukan Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) menemukan bahwa *foreign ownership* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*.

Capital Gain Taxation (CGT) merupakan pajak yang dikenakan pemerintah atas laba yang dihasilkan dari penjualan jenis-jenis aset tertentu, termasuk investasi saham atau properti *real estate*. *Capital gain* dihitung berdasarkan total harga jual dikurangi biaya asli aset. *Bird-in-the-hand theory* mengemukakan bahwa investor lebih memilih pembayaran dividen dari pada *capital gain*, mengingat investor menilai lebih tinggi atas dividen yang diterima, dibandingkan dengan *capital gain* dimasa mendatang. Tetapi, *tax preference theory* menyatakan bahwa investor lebih memilih *capital gain* dari pada dividen, mengingat lebih ekonomis dari sisi pajak. Khan et al. (2017) melakukan studi untuk

membuktikan argumen hubungan positif antara perpajakan dan pembayaran dividen setelah penerapan *capital gain taxation*. Namun, hasil dari penelitiannya menyebutkan bahwa *capital gain taxation* tidak mempunyai pengaruh dengan *dividend policy*.

Teori *agency cost* memberikan justifikasi atas kemungkinan efek dari *large shareholder* atas pembayaran dividen. *Large shareholder* memainkan peran besar dalam pemantauan manajemen dibandingkan dengan pemegang saham kecil karena mereka memiliki kekuatan *voting* yang lebih besar untuk mempengaruhi keputusan perusahaan. Pembayaran dividen merupakan cara untuk mengurangi *agency conflict*, dimana perusahaan dengan porsi *large shareholder* yang lebih besar cenderung membayar dividen lebih tinggi. Hubungan positif yang signifikan antara *large shareholder* terhadap *dividend policy* ini dilaporkan dalam studi Yusof dan Ismail (2016) dan Al-Najjar dan Kilincarslan (2016). Hal ini tidak sejalan dengan penelitian Lestari (2018) yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara *large shareholder* dengan *dividend policy*.

Hasil penelitian menunjukkan hasil yang konsisten, yaitu variabel kepemilikan institusional (Al-Najjar dan Kilincarslan, 2016; Sumartha, 2016; Wedhana dan Wiksuana, 2015; Kartika dan Suarjaya, 2015), kepemilikan manajerial (Juliana, 2015; Kartika dan Suarjaya, 2015; Sumartha, 2016), *state of economy* (Jaara et al., 2018; Jabbouri, 2016; Cristea dan Cristea, 2017), *foreign ownership* (Setiawan et al., 2016; Al-Najjar dan Kilincarslan, 2016), serta *Capital Gain Taxation* (Khan et al., 2017).

Di sisi lain terdapat hasil penelitian yang menunjukkan variabel-variabel yang belum konsisten, yaitu variabel likuiditas (Pramana dan Sukartha, 2015; Sari dan Sudjarni, 2015; Cristea dan Cristea, 2017; Jabbouri, 2016; Samrotun, 2015; Puspaningsih dan Pratiwi, 2017; Józwiak, 2015; Nurwani, 2017), profitabilitas (Jabbouri, 2016; Samrotun, 2015; Kartika dan Suarjaya, 2015; Yusof dan Ismail, 2016; Pramana dan Sukartha, 2015; Lestari, 2018; Juliana, 2015; Cristea dan Cristea, 2017; Sumartha, 2016; Khan et al., 2017; Puspaningsih dan Pratiwi, 2017; Jaara et al., 2018; Józwiak, 2015; Wedhana dan Wiksuana, 2015; Sari dan Sudjarni, 2015; Tizha, 2015; Nurwani, 2017), *leverage* (Józwiak, 2015; Pramana dan Sukartha, 2015; Jabbouri, 2016; Samrotun, 2015; Sari dan Sudjarni, 2015; Puspaningsih dan Pratiwi, 2017; Wedhana dan Wiksuana, 2015; Khan et al., 2017; Yusof dan Ismail, 2016; Cristea dan Cristea, 2017; Lestari, 2018; Tizha, 2015; Jaara et al., 2018), *growth* (Cristea dan Cristea, 2017; Jabbouri, 2016; Sari dan Sudjarni, 2015; Puspaningsih dan Pratiwi, 2017; Samrotun, 2015; Yusof dan Ismail, 2016; Lestari, 2018; Jaara et al., 2018), *free cash flow* (Tizha, 2015; Lestari, 2018; Yusof dan Ismail, 2016; Wedhana dan Wiksuana, 2015; Jabbouri, 2016), ukuran perusahaan (Jabbouri, 2016; Yusof dan Ismail, 2016; Sumartha, 2016; Khan et al., 2017; Jaara et al., 2018; Józwiak, 2015; Samrotun, 2015; Juliana, 2015; Cristea dan Cristea, 2017; Lestari, 2018), *investment opportunity set* (Yusof dan Ismail, 2016; Juliana, 2015; Lestari, 2018), *business risk* (Józwiak, 2015; Yusof dan Ismail, 2016; Lestari, 2018; Jaara et al., 2018), *lagged dividend* (Lestari, 2018; Jaara et al., 2018; Yusof dan Ismail, 2016; Jabbouri, 2016), *family ownership* (Al-Najjar dan Kilincarslan, 2016; Setiawan et al., 2016; Benjamin et al., 2016) serta *largest*

shareholders (Yusof dan Ismail, 2016; Al-Najjar dan Kilincarslan, 2016; Lestari, 2018). Hasil penelitian-penelitian ini dikatakan tidak konsisten karena ada beberapa penelitian yang mendukung dan tidak mendukung faktor tersebut menjadi pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Peneliti Puspaningsih dan Pratiwi (2017) menyarankan penelitian selanjutnya menggunakan variabel lain untuk melihat pengaruhnya terhadap kebijakan dividen seperti ukuran perusahaan, umur perusahaan dan harga saham. Sedangkan Samrotun (2015) memberi saran untuk penelitian selanjutnya menggunakan variabel-variabel yang tidak ada di penelitian sebelumnya yaitu *quick ratio*, *free cash flow*, dan *tax rate*. Jabbouri (2016) dan Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) memberi saran untuk penelitian selanjutnya meneliti variabel kualitas tata kelola perusahaan, struktur kepemilikan dan rencana kompensasi insentif.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Agency Theory

Agency theory merupakan teori yang menjelaskan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. *Agency theory* menjelaskan bahwa pemegang saham memberikan wewenang kepada manajer untuk menjalankan bisnis perusahaan demi kepentingan prinsipal. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham inilah yang mengakibatkan terjadinya suatu konflik yang biasa disebut dengan *agency conflict*. *Agency conflict* muncul sebagai akibat dari adanya pemisahan antara pemilik dan pengendali perusahaan. *Agency conflict* tersebut dapat diminimumkan dengan suatu

mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan antar pihak yang terkait. Namun, dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*.

Pembayaran dividen akan menjadi alat pengawas bagi manajemen. Pembagian dividen ini akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Studi Juliana (2015) menjelaskan beberapa alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* antara lain: pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen karena proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajemen dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Kedua, dengan meningkatkan *dividen payout ratio*. Penelitian Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan sehingga perusahaan akan mencari alternatif sumber pendanaan lainnya. Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Dengan peningkatan hutang akan menurunkan *cash flow* perusahaan sehingga akan menurunkan konflik antara pemegang saham dan manajemen. Keempat, adanya institusional investor seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

2.2.2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan yang akan diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan atau dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen. Riyanto (2001)

mendefinisikan kebijakan dividen sebagai: “*Kebijakan yang bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (earning) antara pengguna pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditanam di dalam perusahaan*”.

Kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* (DPR) adalah persentase laba yang dibagikan sebagai dividen, dimana semakin besar *dividend payout ratio* maka semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (Gujarati, 2012). Menurut Sundjaja dan Barlin (2010) terdapat tiga jenis kebijakan dividen, yaitu :

1. Kebijakan Dividen Pembayaran Rasio Konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh oleh perusahaan. Dengan kebijakan ini, jika pendapatan perusahaan turun atau rugi pada periode tertentu maka akan menyebabkan dividen menjadi rendah atau tidak ada.

2. Kebijakan Dividen Teratur

Kebijakan ini didasarkan atas pembayaran dividen dengan rupiah yang tetap dalam setiap periode. Kebijakan dividen teratur seringkali digunakan dalam memakai target rasio pembayaran dividen.

3. Kebijakan Dividen Rendah Teratur dan Ditambah Ekstra

Kebijakan dividen ini didasarkan pada pembayaran dividen rendah yang teratur, ditambah dengan dividen ekstra jika ada jaminan pendapatan. Jika pendapatannya lebih tinggi dari biasanya pada periode tertentu, perusahaan boleh membayar tambahan dividen yang disebut dividen ekstra.

2.3. Hipotesis Penelitian

2.3.1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial merupakan kondisi dimana manajemen mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajemen perusahaan tersebut berperan ganda sebagai manajemen sekaligus pemegang saham di perusahaan. Adanya kepemilikan manajerial menjadi hal yang menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan terlebih kebijakan dividen. Dengan adanya kepemilikan manajerial, akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan karena pemilik sekaligus manajemen tersebut akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Peningkatan proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajerial dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict* karena dengan peningkatan proporsi tersebut akan menurunkan kecenderungan manajemen untuk melakukan tindakan mengkonsumsi keuntungan secara berlebihan dengan demikian dapat menyatukan kepentingan antara pihak manajerial dengan pemegang saham. Hal ini

akan berdampak positif pada kinerja perusahaan dan mengindikasikan adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Juliana (2015) dan Sumartha (2016) memperoleh hasil yaitu struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap pembayaran dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan diikuti dengan makin besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dan demikian sebaliknya. Manajemen yang juga sebagai pemegang saham tentunya akan berperan untuk memaksimalkan kinerja perusahaan dan kepentingan mereka sekaligus sebagai pemegang saham. Apabila suatu perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik maka diharapkan akan membagikan dividen yang lebih besar kepada para pemegang saham. Penelitian yang dilakukan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2013 yang dilakukan oleh Kartika dan Suarjaya (2015) juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Peningkatan kepemilikan manajerial diikuti dengan peningkatan pembagian dividen. Hal ini terjadi karena semakin besar kepemilikan manajerial, maka aset yang dimiliki manajer tidak terdiversifikasi secara optimal. Ditinjau dari ulasan tersebut, hipotesis yang diajukan yaitu:

H₁: Kepemilikan Manajerial Berpengaruh Positif terhadap Kebijakan Dividen

2.3.2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Berdasarkan *agency theory*, banyaknya kepemilikan institusional di suatu perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi *agency conflict* yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu mengawasi dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer.

Kepemilikan institusional akan dapat mempengaruhi manajemen yang dapat mengurangi *agency cost*, sehingga manajemen tidak perlu lagi membayarkan dividen yang besar. Jadi, semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan akan mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan akan cenderung untuk memberikan dividen yang lebih rendah (Warapsari dan Suaryana, 2016). Hal ini sejalan dengan penelitian Al-Najjar dan Kilincarslan (2016), Sumartha (2016), Wedhana dan Wiksuana (2015) dan Kartika dan Suarjaya (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Temuan tersebut membuktikan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional di struktur modal perusahaan maka akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Hal ini dikarenakan kepemilikan saham institusional mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat membantu dalam menekan tindakan *opportunistic* manajer. Ditinjau dari ulasan tersebut, hipotesis yang diajukan yaitu:

H₂: Kepemilikan Institusional Berpengaruh Negatif terhadap Kebijakan Dividen

2.3.3. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan pemerintah merupakan situasi dimana pemerintah memiliki saham perusahaan *go public*. Menurut Sugama (2018) kepemilikan saham oleh pemerintah menyebabkan perusahaan tersebut dalam menjalankan aktivitasnya harus selaras dengan kepentingan pemerintah. Pemerintah mempunyai hak untuk menetapkan direktur perusahaan serta dapat ikut dalam menetapkan dan mengarahkan kebijakan yang diambil oleh manajemen sesuai dengan kepentingan pemerintah. Kepemilikan pemerintah akan membantu dalam penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dikarenakan dalam melaksanakan tugasnya, pemerintah memiliki mekanisme dan aturan yang lebih jelas. Sehingga pemerintah dapat menjadi media yang efektif dan efisien untuk mengawasi kinerja manajemen dan akhirnya akan memberikan dampak pada peningkatan kinerja keuangan suatu perusahaan (Hunardy dan Tarigan, 2017).

Sun, Tong, dan Tong (2002) menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah dapat menjadi alat untuk meminimalisasi *agency conflict* yang dapat terjadi antara manajemen dan pemegang saham. Hal ini dikarenakan, pemerintah telah memiliki mekanisme yang jelas sehingga dapat membantu untuk melakukan pengawasan dan *monitoring* dalam menekan tindakan *opportunistic* manajer. Tindakan *opportunistic* manajer sering dilakukan oleh manajer untuk memanfaatkan segala kesempatan dalam mencapai tujuan pribadi. Kepemilikan pemerintah dapat

mempengaruhi manajemen yang dapat mengurangi *agency cost*, sehingga manajemen tidak perlu lagi membayarkan dividen yang besar.

Penelitian yang dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Turki oleh Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) juga menunjukkan bahwa terhadap pengaruh negatif antara kepemilikan pemerintah dengan kebijakan dividen. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa setelah pelaksanaan reformasi besar tahun 2003, program privatisasi yang mencakup divestasi BUMN besar dilaksanakan oleh pemerintah Turki yang kemudian menghasilkan struktur kepemilikan lebih efisien, yang menghasilkan tata kelola perusahaan, transparansi dan lingkungan praktik pengungkapan yang lebih baik di Turki. Ditinjau dari ulasan tersebut, hipotesis yang diajukan yaitu:

H₃: Kepemilikan Pemerintah Berpengaruh Negatif terhadap Kebijakan Dividen

2.3.4. Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Dividen

Foreign ownership (kepemilikan asing) adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh perorangan atau institusional asing. Carney dan Child (2013) menemukan bahwa jumlah perusahaan yang dikendalikan asing di Indonesia adalah yang tertinggi kedua dibandingkan dengan negara lain di Asia Timur. Pemegang saham asing membutuhkan standar transparansi dan pengungkapan perusahaan yang lebih tinggi. Perusahaan yang dikendalikan asing harus memiliki mekanisme tata kelola perusahaan yang lebih baik, yang selanjutnya akan mengarahkan manajemen untuk membayar dividen yang lebih tinggi (La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Shleifer, dan Vishny, 2000).

Agency theory memberikan justifikasi atas kemungkinan efek dari kepemilikan asing terhadap kebijakan dividen. Keberadaan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan membuat kinerja perusahaan menjadi lebih baik dan akan menyebabkan *agency cost* berkurang karena manajer akan dimonitori oleh kepemilikan asing. Dalam penelitian Setiawan et al. (2016) dinyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara *foreign ownership* dan *dividend policy*. Perusahaan yang dikendalikan asing memiliki efek positif pada pembayaran dividen. Pemilik asing akan mendesak perusahaan untuk membayar dividen lebih banyak karena pemilik asing lebih menyukai *return* yang tinggi dalam bentuk dividen daripada berinvestasi kembali.

Ankudinov dan Lebedev (2016) menemukan adanya pengaruh positif *foreign ownership* pada *dividend policy*. Temuan tersebut mendukung bahwa semakin banyaknya saham yang dimiliki pihak asing maka dividen yang dibayarkan perusahaan akan semakin besar. Kehadiran pemegang saham asing dalam struktur kepemilikan memiliki efek positif pada tingkat pembayaran dividen, baik dari segi ketersediaan pembiayaan dan potensi pemaksaan manajemen atas tata kelola perusahaan yang baik. Ditinjau dari ulasan tersebut, hipotesis yang diajukan yaitu:

H₄: Kepemilikan Asing Berpengaruh Positif terhadap Kebijakan Dividen

2.3.5. Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Dividen

Family ownership atau kepemilikan keluarga menunjukkan seberapa besar saham yang dimiliki oleh keluarga pendiri perusahaan. Di sebagian besar negara berkembang, perusahaan biasanya memiliki pemegang saham pengendali yang

memiliki sebagian besar saham yaitu keluarga pendiri. Kontrol keluarga adalah cara pengaturan organisasi yang sangat efektif untuk memantau manajer agar dapat memberikan manajemen dan pengawasan yang lebih efisien. Keluarga pendiri perusahaan akan sangat peduli terhadap kelangsungan perusahaan dan mempunyai dorongan lebih untuk memonitor kinerja perusahaan. La Porta et al. (2000) menyatakan bahwa anggota keluarga terlibat langsung dalam manajemen perusahaan mereka di hampir semua kesempatan.

Di Asia, lebih dari setengah perusahaan didominasi oleh struktur kepemilikan keluarga. Perusahaan-perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga dari negara-negara maju di Eropa dan AS dilaporkan membayar dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan Asia (Faccio, Lang, dan Young, 2001). Anderson dan Reeb (2003) menyatakan bahwa pemilik keluarga dapat bertindak untuk kepentingan mereka sendiri atas investor lain. Pemegang saham pengendali yang dalam hal ini adalah keluarga, memiliki kesempatan untuk mengeksploitasi sumber daya perusahaan untuk kepentingan mereka sendiri dengan mengorbankan pemegang saham minoritas. Mereka juga dapat menduduki posisi strategis di perusahaan yang menyebabkan mereka mendominasi manajemen perusahaan. Dalam kasus ini, *agency conflict* yang menonjol adalah perampasan kekayaan pemilik minoritas oleh pemegang saham pengendali, yang merupakan konflik antara pemegang saham pengendali (prinsipal) dan pemegang saham minoritas (prinsipal).

Dengan semakin banyaknya saham yang dimiliki keluarga maka pemegang saham lainnya tidak dapat memegang kendali atas perusahaan sehingga

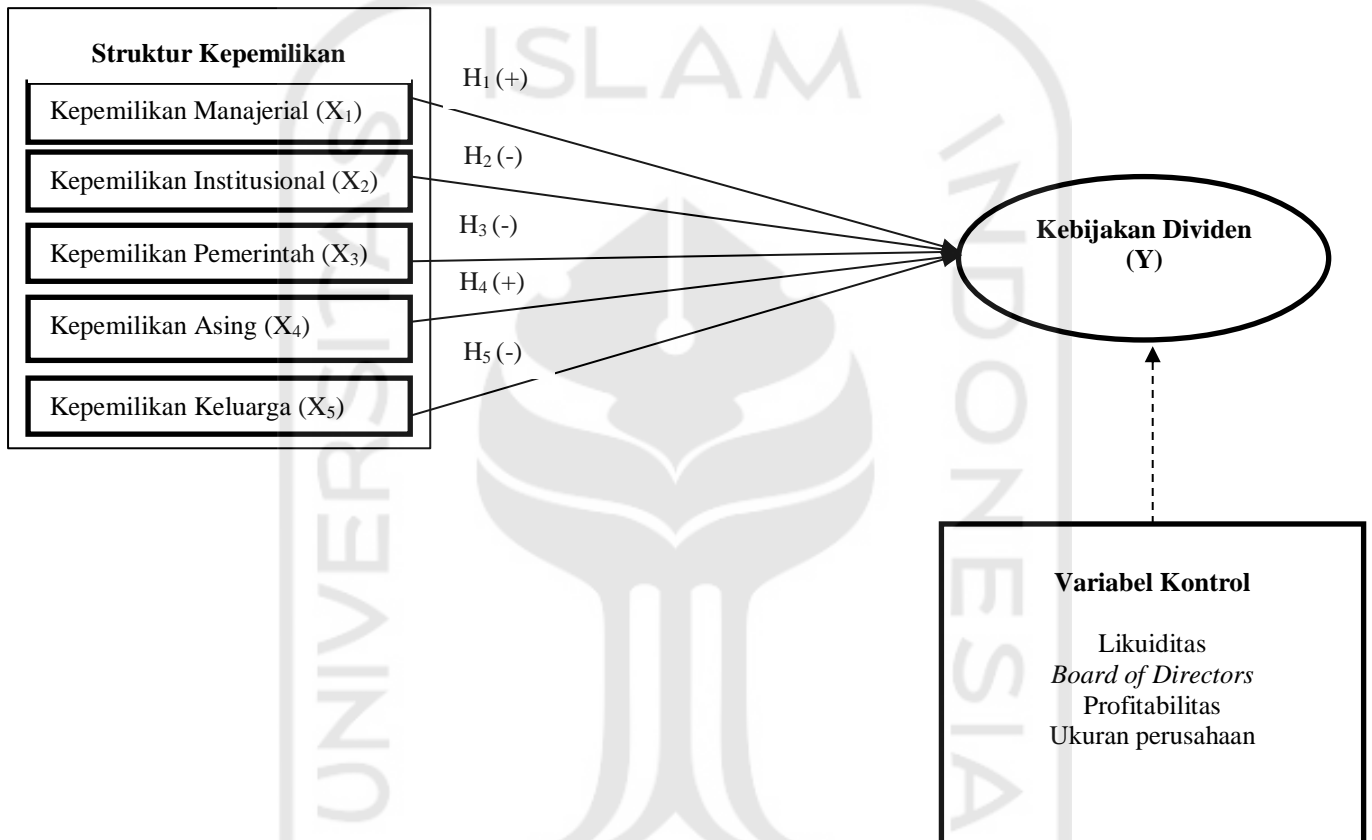
menimbulkan kecenderungan keluarga untuk terus memperbesar usahanya atau berinvestasi ditempat lain yang menyebabkan pembayaran dividen akan berkurang. Penelitian yang dilakukan oleh Setiawan et al. (2016) menyatakan bahwa *family ownership* berhubungan negatif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Hal ini disebabkan karena perusahaan keluarga membayar dividen lebih rendah daripada perusahaan non-keluarga. Perusahaan yang mayoritas sahamnya dimiliki oleh keluarga lebih suka untuk memegang sumber daya mereka dalam perusahaannya karena mereka dapat mengendalikan sumber daya tersebut dan mengeksploitasinya untuk kepentingan mereka sendiri. Didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) yang juga menemukan adanya hubungan negatif dan signifikan antara *family ownership* dan *dividend policy* pada perusahaan keluarga di Turki. Ketika pemegang saham keluarga memegang hampir semua kendali di dalam perusahaan, mereka lebih memilih untuk tidak memberikan dividen atau memberikan dividen yang lebih rendah untuk menjaga arus kas mereka. Ditinjau dari ulasan tersebut, hipotesis yang diajukan yaitu:

H₅: Kepemilikan Keluarga Berpengaruh Negatif terhadap Kebijakan Dividen

2.4. Kerangka Penelitian

Berdasarkan landasan teori dan penelitian-penelitian sebelumnya, dapat dibentuk suatu kerangka penelitian yang menggambarkan variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen. Faktor-faktor tersebut antara lain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan kepemilikan keluarga. Selain itu, perlu adanya variabel pengendali dalam

menganalisis pengaruh variabel tersebut yaitu likuiditas, *board of directors*, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Oleh karena itu, kerangka penelitian dalam penelitian ini digambarkan pada Gambar 2.1.



Gambar 2.1 Arah Penelitian