

Struktur Kepemilikan, *Profitability*, *Investment Opportunity*, dan Kebijakan Dividen Perusahaan Non-Keuangan di Indonesia

Meily Juliani¹

Rudi Candra²

Melisa Kurniani³

^{1,2,3}Fakultas Bisnis dan Manajemen Universitas Internasional Batam, Indonesia

*Correspondences: niputuindahberliana@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian bertujuan untuk menentukan hubungan antara struktur kepemilikan, rasio profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Sampel penelitian mencakup perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan memenuhi kriteria. Pengujian dilakukan terhadap 350 data sekunder dari periode tahun 2018 hingga 2022. Data regresi panel diterapkan sebagai metode pengujian dengan model regresi terbaik *Random Effect Model* (REM). Hasil penelitian mengindikasikan adanya pengaruh signifikan positif antara *profitability* terhadap kebijakan dividen dan pengaruh signifikan negatif antara *investment opportunity* terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci: Kebijakan Dividen; Struktur Kepemilikan; *Profitability*; *Investment Opportunity*

Ownership Structure, Profitability, Investment Opportunities and Dividend Policy of Non-Financial Companies in Indonesia

ABSTRACT

The research aims to determine the relationship between ownership structure, profitability ratios and investment opportunities on dividend policy. The research sample includes companies listed on the Indonesian Stock Exchange and meeting the criteria. Testing was carried out on 350 secondary data from the period 2018 to 2022. Panel regression data was applied as a testing method with the best *Random Effect Model* (REM) regression model. The research results indicate that there is a significant positive influence between profitability on dividend policy and a significant negative influence between investment opportunity on dividend policy.

Keywords: Dividend Policy; Ownership Structure; Profitability; Investment Opportunity

Artikel dapat diakses : <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/index>



e-ISSN 2302-8556

Vol. 33 No. 10
Denpasar, 31 Oktober 2023
Hal. 2647-2662

DOI:
10.24843/EJA.2023.v33.i10.p08

PENGUTIPAN:

Juliani, M., Candra, R., & Kurniani, M. (2023). Struktur Kepemilikan, *Profitability*, *Investment Opportunity*, dan Kebijakan Dividen Perusahaan Non-Keuangan di Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi*, 33(10), 2647-2662

RIWAYAT ARTIKEL:

Artikel Masuk:
30 Juni 2023
Artikel Diterima:
23 September 2023

PENDAHULUAN

Dalam beraktivitas di bursa efek, pemegang saham pastinya mengharapkan imbalan keuntungan dari partisipasi penanaman modal baik dalam bentuk dividen ataupun *capital gain*. Istilah dividen merujuk pada distribusi keuntungan yang dibayarkan kepada pemegang saham berdasarkan jumlah kepemilikan sebagai imbalan atas investasi dan *risk bearing* yang telah dilakukan. Jadi kebijakan dividen sendiri mengacu pada prosedur penentuan bagian keuntungan yang akan dialokasikan kepada pemegang saham. Sebaliknya, pengertian *capital gain* adalah selisih lebih antara nilai pasar aset dan basisnya (Gravelle, 2022). *Capital gain* umumnya diperoleh melalui penjualan atas investasi seperti obligasi, saham atau *real estate*. Berdasarkan hasil penelitian dari Wahjudi (2020) sejalan dengan *bird in hand theory*, para investor di pasar modal umumnya lebih mengharapkan adanya keuntungan berupa dividen yang dibagikan dibandingkan dengan *capital gain* dari hasil penjualan saham. Dividen dipandang memiliki tingkat pengembalian yang pasti ketimbang *stock return* sehingga pembagian dianggap lebih *superior*. Sepanjang tahun 2022, tercatat bahwa jumlah investor di pasar modal mengalami peningkatan sebanyak 37,68% ketimbang tahun 2021 dan melonjak 536,42% dalam lima tahun terakhir (Winarni, 2023). Jumlah peningkatan investor pasar modal berbanding lurus dengan pentingnya perusahaan menentukan pembagian dividen.

Pembagian dividen dipandang sebagai indikator kelayakan investasi yang mengarahkan pemegang saham dalam pengambilan keputusan investasi. Pembagian dividen yang mampu memenuhi kebutuhan investor tentunya akan berdampak baik terhadap harga saham yang kemudian mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan. Namun di sisi lain, ketika dividen yang dibagikan terlalu banyak akan mengurangi total laba ditahan yang akan digunakan sebagai *reinvestment* di masa depan. Adanya kenaikan persentase dividen dibandingkan tahun sebelumnya memberikan tanda bahwa adanya peluang perusahaan yang baik di masa mendatang. Sedangkan penurunan dividen mampu menyatakan perusahaan tidak likuid dalam operasionalnya (Utami & Gumanti, 2019). Oleh karena itu, kebijakan dividen merupakan isu yang sensitif dan esensial serta menarik untuk diteliti. Manajemen harus mewaspadai kebijakan bagi hasil, serta jumlah dividen yang akan didistribusikan untuk menjaga kepercayaan pemegang saham serta membiayai pertumbuhan dan ekspansinya (Batatineh, 2021).

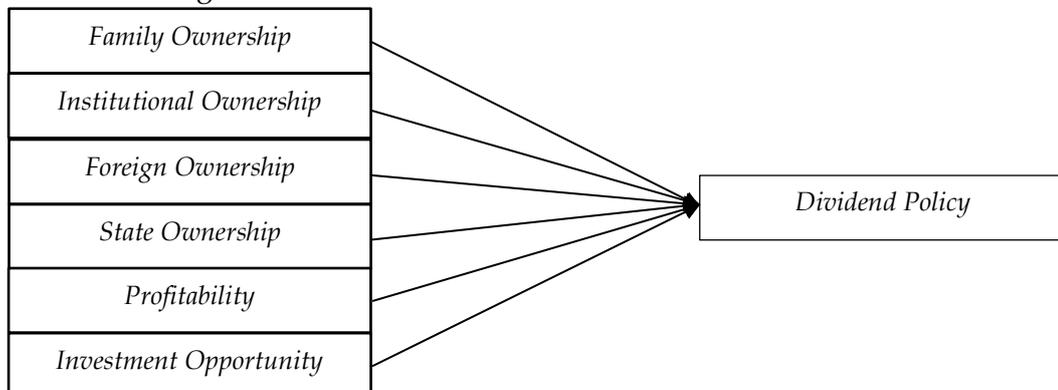
Dalam membuat keputusan pembayaran dividen perlu dilakukan pertimbangan terhadap beberapa faktor (Jaara *et al.*, 2018). Beberapa penelitian sebelumnya menemukan adanya asosiasi antara kebijakan dividen dengan struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan sendiri dapat disebut sebagai pemisah antara perusahaan dengan pemilik modal. Perusahaan mempunyai hak mengambil keputusan untuk mengoperasikan perusahaan dan pemilik modal adalah seseorang yang memberikan modalnya kepada sebuah perusahaan (Effendi *et al.*, 2021). Ada beberapa jenis struktur kepemilikan diantaranya institusional, negara, keluarga, dan asing. Masing-masing dari struktur kepemilikan memiliki dampak yang berbeda terhadap kebijakan dividen.

Selain struktur kepemilikan, ditemukan bahwa profitabilitas mampu mempengaruhi keputusan atas pembayaran dividen. Tercatat di tahun 2021, PT Waskita Karya (Persero) Tbk (WSKT) tidak membagikan dividen sebab

perusahaan mengalami kerugian mencapai Rp1,8 triliun. Kerugian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) tersebut terjadi karena adanya penurunan pendapatan perseroan dari Rp16,19 triliun menjadi Rp12,24 triliun. Namun kondisi laba maupun rugi pembagian dividen mutlak menentukan pembagian dividen. PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI) tetap tidak membagikan dividen tahun buku 2020 walau berhasil mencatat laba bersih sebesar Rp81,2 miliar. Dijelaskan bahwa laba bersih akan digunakan untuk modal kerja investasi sebanyak 80% dan sisanya sebagai dana cadangan. Hal ini menentukan bahwa profitabilitas bukanlah penentu utama dalam keputusan pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Bataineh (2021) telah menjelaskan bahwa kepemilikan institusi dan kepemilikan asing memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar dalam Amman Stock Exchange (ASE) periode 2014-2017. Namun penelitian tersebut memuat perbedaan sampel dan rentang waktu penelitian dengan penelitian ini. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan keluarga, struktur kepemilikan institusional, struktur kepemilikan asing, struktur kepemilikan negara, profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen perusahaan non-keuangan di Indonesia pada tahun 2018-2022. Penggunaan sampel perusahaan non-keuangan diharapkan mampu memberikan gambaran atas keadaan di Bursa Efek Indonesia karena cakupannya yang luas serta ukuran sampel bersifat acak. Selain itu, terdapat penambahan variabel independen baru yang berbeda dengan penelitian sebelumnya berupa *investment opportunities*. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan gambaran lebih lanjut mengenai kebijakan dividen baik kepada manajemen, calon investor maupun peneliti selanjutnya.

Rasio *investment opportunity* mampu menggambarkan pilihan investasi di masa sekarang memiliki peranan untuk menentukan perkembangan perusahaan di masa depan. Karenanya, penentuan *investment opportunity* juga akan mempengaruhi persepsi berbagai terhadap suatu perusahaan baik investor, manajer, kreditur maupun pemilik perusahaan (Hidayah, 2015). Menurut Gitayuda (2022) *investment opportunity* berpengaruh terbalik dengan kebijakan dividen. Tingginya rasio *investment opportunity* menandakan banyaknya peluang investasi harus didanai sehingga terjadi penurunan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen.



Gambar 1. Model Penelitian

Sumber: Data Penelitian, 2023

Perusahaan keluarga merupakan bentuk perusahaan yang lazim ada di Indonesia. Penelitian oleh Putri & Pratiwi (2022) menyatakan bahwa perusahaan keluarga cenderung mendistribusikan dividen lebih sedikit dibanding perusahaan dengan struktur kepemilikan non-keluarga. Kemungkinan kondisi ini terjadi karena manajemen mampu menetapkan kebijakan yang menguntungkan keluarga sendiri dibandingkan pemegang saham minoritas. Pemegang saham keluarga pengendali mampu menetapkan anggota keluarga ke dalam jajaran direksi atau manajemen yang akan mengarah pada penyalahgunaan kekuasaan untuk bertindak demi kepentingan keluarga sendiri (Madyan *et al.*, 2019). Ketika terdapat *free cash flow*, maka manajemen yang merupakan anggota keluarga lebih mudah untuk memaksimalkan kekayaan keluarga melalui *tunneling* atau menghapus sumber daya perusahaan melalui transaksi intra-bisnis. Duygun *et al.* (2018) juga berpendapat bahwa temuan ini terjadi karena keinginan untuk mempertahankan kepemilikan dan kontrol atas perusahaan sehingga pemegang saham sebisa mungkin melakukan pembiayaan internal dengan mempertahankan laba. Kepemilikan keluarga mampu menimbulkan *agency problems type II*. Anggota keluarga bertindak sebagai agen (*insider*) sedangkan pemegang minoritas bertindak sebagai prinsipal (*outsiders*). Hak kendali yang besar oleh keluarga memberi peluang untuk memaksa manajemen supaya mengikuti kehendak pribadi untuk mengurus dana perusahaan yang selanjutnya merugikan pemegang saham minoritas karena menerima dividen yang rendah.

Namun terdapat pula penelitian-penelitian lain yang menunjukkan hasil yang berbeda. Menurut Valentina *et al.* (2022) perusahaan yang dimiliki oleh keluarga membayar dividen lebih tinggi. Berdasarkan teori *income needs*, dividen diperlukan pemegang saham kendali sebagai sumber pendapatan. Semakin banyak jumlah anggota keluarga maka semakin tinggi pula dividen yang dituntut sebab banyaknya tanggungan anggota keluarga. Selain itu, distribusi dividen yang tinggi dilakukan demi menjaga kepuasan pemegang saham minoritas, terlebih lagi dalam rangka menjaga reputasi. Reputasi perusahaan penting ketika perusahaan berencana mengumpulkan modal di masa yang akan datang (Setianto & Sari, 2017).

H₁: Struktur kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional digunakan untuk menggambarkan kepentingan dalam bisnis yang bukan dipegang oleh satu individu melainkan kumpulan organisasi (Oyedokun *et al.*, 2020). Kepemilikan dikuasai oleh lembaga meliputi bank, perusahaan asuransi, dan dana pensiun, perusahaan investasi lembaga keuangan, dan perusahaan nominee lainnya yang terkait dengan kategori institusi tersebut (Abubakar *et al.*, 2020). Penelitian oleh Obaidat (2018) dan Chandra & Junita (2021) menunjukkan hasil positif antara kebijakan dividen dan struktur kepemilikan institusional. Hal ini karena sebagian besar kepemilikan saham institusional memberikan pengawasan terhadap kinerja manajer dan sebagai pengendali luar kebijakan dividen perusahaan (Nasih *et al.*, 2021). Tingginya kepemilikan institusional mampu mengurangi *agency conflict* dengan membagikan arus kas bebas dalam bentuk pembagian dividen. Tinggi rendahnya kepemilikan institusional searah dengan kemampuan untuk mengawasi manajemen agar

bertindak sesuai dengan tujuan pemegang saham melalui pembayaran dividen yang tinggi.

Terdapat pula penelitian lain yang menemukan hasil bertentangan. Penelitian dengan hubungan negatif bertentangan dengan teori agensi bahwa pembayaran dividen digunakan untuk memantau kinerja manajer (Peerbhai *et al.*, 2021). *Agency cost* dapat ditekan karena tingginya kepemilikan institusional juga mengurangi perilaku oportunistik manajer. Ketika kepemilikan institusi tinggi akan mengurangi masalah keagenan dan mengurangi dividen yang harus dibayarkan (Anggoro & Yulianto, 2019).

H₂: Struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Menurut Effendi *et al.* (2021) salah satu cara meningkatkan pengawasan. pada tingkat kinerja yang lebih baik adalah dengan kepemilikan. Kepemilikan asing diwajibkan untuk mematuhi peraturan mengenai tata kelola perusahaan di negara tujuan, oleh karenanya terwujud keseimbangan. antara pihak perusahaan dengan *shareholder*. Dalam hasil studinya, struktur kepemilikan asing menunjukkan pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan perusahaan berkepemilikan asing harus mampu menjaga citra baik di negara perusahaan tersebut dibangun. Untuk itu, perusahaan berusaha mewujudkan mekanisme *Good Corporate Governance* yang mengarah pada pemberian dividen yang tinggi kepada *stakeholder*. Studi oleh Hanim & Nuzula (2018) juga menunjukkan peningkatan distribusi dividen searah dengan peningkatan kepemilikan asing. Investor asing lebih tertarik untuk melakukan investasi terhadap perusahaan yang sudah mapan di bidangnya dengan tingkat utang yang rendah karena investor asing tidak memiliki informasi yang cukup tentang perusahaan lokal sehingga mereka menginginkan manajer untuk membuat dividen yang tinggi. Semakin besar pengawasan oleh investor asing terhadap manajemen semakin tinggi pengaruhnya terhadap manajemen untuk berkinerja baik dan menghasilkan rasio pembayaran dividen dan dividen per total aset yang tinggi (Yusnita & Patrisia, 2020).

Di sisi lain, studi dari Obaidat (2018) menjelaskan bahwa pemegang saham asing memilih untuk menanamkan modal di perusahaan dengan kebijakan dividen yang rendah sebab pemegang saham mampu melakukan pemantauan terhadap *managerial opportunism*. *Managerial opportunism* merupakan kondisi yang terjadi ketika manajer melakukan suatu tindakan dengan tujuan mendapatkan keuntungan pribadi namun bertentangan dengan tujuan perusahaan. Selain itu, investor asing juga memiliki keahlian dan keterpaparan terhadap praktik global yang lebih baik. Kepemilikan asing dipercaya mampu menambah minat analisis asing yang secara tidak langsung menekan perusahaan untuk mengadopsi kebijakan pengungkapan lebih baik yang memungkinkan mengakibatkan meminimalisir kebutuhan perangkat pemantauan yang diinduksi dividen.

H₃: Struktur kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Proporsi kepemilikan saham yang dikuasai pemerintah dengan semua modal saham yang akan dikelola disebut sebagai kepemilikan negara. Kepemilikan negara dapat mempengaruhi keputusan dividen karena sebuah negara dapat mengelola perusahaan, meningkatkan dan melindungi perusahaan (Wuisan *et al.*, 2018). Perusahaan dengan kepemilikan negara memiliki tujuan

untuk membantu pemerintah dalam meningkatkan kesejahteraan masyarakat sehingga kepemilikannya akan mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Semakin tinggi pembayaran dividen maka kepercayaan masyarakat juga akan ikut meningkat. Akbar & Bustaman (2019) yang meneliti perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2009-2015 menemukan bahwa faktor politik dan kebutuhan akan dana untuk membiayai negara menyebabkan perusahaan dengan kepemilikan negara membagikan dividen lebih tinggi.

Penelitian oleh Nusaputra & Basana (2021) memberikan hasil bahwa kepemilikan negara berefek signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Semakin besar kepemilikan negara, maka semakin mudah juga perusahaan mendapatkan modal sehingga semakin tinggi dividen yang dibayar. Setiawan *et al.* (2016) menyatakan kepemilikan ganda menyebabkan saham perusahaan tersebar sehingga jumlah pemegang saham ikut meningkat. Peningkatan ini menyebabkan *agency problems* dan melemahnya kekuatan pemegang saham untuk mengendalikannya manajemen sehingga memaksa perusahaan untuk membayar dividen.

Meskipun begitu, penelitian oleh Iqbal *et al.* (2018) menemukan hasil yang berkontradiksi. Kepemilikan negara dianggap mengurangi *agency problem* sehingga tidak perlu dilakukan pembayaran dividen yang tinggi. Moin *et al.* (2020) juga menyatakan negara akan mempertahankan laba untuk melakukan *tunnelling* ke perusahaan milik negara yang lain.

H₄: Struktur kepemilikan negara berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas ialah kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan. Dividen dibagikan didasari dengan laba bersih yang telah diperoleh perusahaan sehingga dapat disimpulkan bahwa tingkat profitabilitas berhubungan erat dengan kebijakan dividen. Studi yang dilakukan oleh Duygun *et al.* (2018) menunjukkan adanya korelasi kuat dan positif antara kebijakan dividen dengan profitabilitas perusahaan. Hal ini mengingat tingginya kemampuan perusahaan menciptakan keuntungan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen guna menarik perhatian pemegang saham untuk mendukung perusahaan tersebut (Chandra & Junita, 2021). Penelitian Dhuhri & Diantimala (2018) juga menghasilkan kesimpulan yang sama. Peningkatan profitabilitas akan diikuti dengan peningkatan rasio pembayaran dividen. Hasil studi oleh Putri & Pratiwi (2022), Widiatmoko *et al.* (2021), dan Rajeb *et al.* (2022) juga sejalan dengan penelitian yang telah disebutkan sebelumnya.

H₅: *Profitability* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Investment opportunity memegang peran yang penting sebab menggambarkan luasnya ketersediaan investasi di masa yang mendatang yang mampu berdampak pada kebijakan dividen dan nilai perusahaan. *Investment opportunity* merupakan refleksi pertumbuhan aset dan ekuitas perusahaan, semakin baik perusahaan mengelola pertumbuhan maka *rate of return* juga akan semakin baik (Maharsi, 2017). Yoda (2019) berpendapat adanya hubungan terbalik antara kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. Tingginya *investment opportunity* menandakan ketersediaan peluang investasi yang harus didanai mengakibatkan penurunan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen. Dana pembayaran dividen cenderung akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan (Prihatini *et al.*, 2018). Hal serupa juga ditemukan oleh

Pamungkas *et al.* (2017). Seperti yang dinyatakan dalam *agency theory*, manajemen perusahaan cenderung menggunakan dana lebih yang tersedia untuk mendanai proyek-proyek yang dianggap menguntungkan demi perkembangan perusahaan (Putri *et al.*, 2020). Teori *pecking order* juga menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan secara internal untuk membiayai proyek. Perusahaan akan menyesuaikan rasio pembayaran dividen dengan kesempatan investasi yang dihadapi dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran yang terlalu besar. Penelitian oleh Gennusi & Maharani (2021) menerangkan perusahaan pada tahap pertumbuhan yang tinggi dan stabil memiliki kemungkinan untuk membagikan dividen dalam jumlah kecil karena perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang menguntungkan sedangkan perusahaan yang sudah dalam tahap matang selalu membagikan dividen untuk menarik perhatian pemegang saham. Perusahaan berkemungkinan tidak membagikan dividen dalam satu tahun namun membayarkan dividen dalam jumlah yang besar di tahun berikutnya karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak dana (Suartawan & Yasa, 2017). Akan tetapi, penelitian yang dilakukan oleh Gunawan & Tobing (2018) menemukan adanya korelasi positif antara kebijakan dividen dengan rasio *investment opportunity* yang diukur menggunakan rasio *price to book value* akhir tahun. Temuan ini didukung oleh Asir (2021) yang menyebutkan bahwa semakin baik perkembangan IOS maka manajer cenderung untuk membagikan dividen. Tingginya *market value* perusahaan dinilai baik oleh investor karena dapat memberikan *return* yang baik pula melalui harga saham yang tinggi (Hidayah, 2015).

H₆: *Investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

METODE PENELITIAN

Penelitian dikembangkan dari model penelitian terdahulu serta bersifat kuantitatif. Penelitian bertujuan mengkaji dan menelusuri konsep teoritis. Laporan tahunan dan laporan keuangan yang diperoleh melalui laman Bursa Efek Indonesia (BEI) digunakan sebagai objek penelitian. Sampel penelitian diambil berdasarkan beberapa pertimbangan, seperti (1) Perusahaan non-keuangan yang terdaftar dari tahun 2018 hingga 2022 di Bursa Efek Indonesia; (2) Perusahaan yang mempunyai laporan tahunan dan laporan keuangan lengkap selama periode 2018 sampai dengan 2022; (3) Perusahaan yang mendistribusikan dividen berturut-turut periode 2018 sampai dengan 2022; (4) Mata uang yang tercantum dalam laporan adalah Rupiah Indonesia; dan (5) Laporan yang tersaji mempunyai data yang dibutuhkan dalam penelitian.

Metode analisis yang dilakukan adalah analisis regresi linear berganda. Untuk menentukan model terbaik dilakukan uji *chow*, uji *hausman*, dan uji *langrange multiplier*. Definisi variabel operasional adalah sebagai berikut. Bataineh (2021) menyatakan bahwa *dividend yield* dihitung dengan membagi jumlah dividen per saham dengan harga pasar per saham.

$$Dividend Yield = \frac{Dividend per Share}{Closing Price per Share} \dots \dots \dots (1)$$

Bataineh (2021) juga menyebutkan bahwa *family ownership* diukur sebagai variabel *dummy*. Variabel bernilai 0 jika merupakan perusahaan non-keluarga dan bernilai 1 jika merupakan perusahaan keluarga. Perusahaan dapat digolongkan ke

dalam perusahaan keluarga ketika *controlling shareholder* merupakan individual atau perusahaan tertutup (*non-listed company*)(Darmadi, 2016).

Gimba *et al.* (2022) menjabarkan bahwa *institutional ownership* merupakan jumlah saham yang dikuasai oleh institusi lain (termasuk perbankan, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan dana pensiun) dibagi jumlah saham yang beredar.

$$InsOwn = \frac{\text{Number of Share Held by Institution}}{\text{Outstanding Share}} \dots\dots\dots(2)$$

Menurut Abubakar *et al.* (2020) pembagian jumlah saham yang dimiliki oleh institusi asing dengan jumlah saham yang beredar digunakan untuk menghitung *foreign ownship*.

$$ForOwn = \frac{\text{Number of Share Held by Foreign Institution}}{\text{Outstanding Share}} \dots\dots\dots(3)$$

State ownership dinyatakan dengan jumlah saham yang dikuasai oleh negara dibagi dengan jumlah saham yang beredar (Iqbal *et al.*, 2018)

$$StateOwn = \frac{\text{Number of Share Held by State}}{\text{Outstanding Share}} \dots\dots\dots(4)$$

Yopie & Aw (2021) menyebutkan bahwa *return on assets* menunjukkan jumlah pendapatan operasional dibagi total harta.

$$Return\ on\ Asset = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(5)$$

Investment opportunities diukur menggunakan *proxy Market to Book Value of Equity* yaitu dengan membagi *market value* dengan total modal (Putri & Azzahra, 2022)

$$MBVE = \frac{\text{Outstanding Share} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Equity}} \dots\dots\dots(6)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian dilakukan terhadap 84 perusahaan yang telah memenuhi kriteria yang tercantum. Jumlah data penelitian sebelum *outlier* adalah sebanyak 420 data. Data tergolong *outlier* sebanyak 34 data diuji melalui nilai *Z-Score*. Data dikatakan *outlier* jika bernilai lebih dari 3 dan lebih kecil dari -3. Jumlah data setelah eliminasi *outlier* adalah 350 data.

Tabel 1. Hasil Seleksi Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang tercatat di BEI	842 perusahaan
Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria	(758) perusahaan
Perusahaan sebagai sampel penelitian	84 perusahaan
Jumlah periode penelitian	5 tahun
Jumlah data awal penelitian	420 data
Jumlah data yang tergolong <i>outlier</i>	(70) data
Jumlah data akhir penelitian	350 data

Sumber: Data penelitian, 2023

Adapun hasil uji statistik deskriptif tersaji pada Tabel 2 dan Tabel 3. Hasil statistik deskriptif memberikan informasi nilai tertinggi, rata-rata, nilai terendah serta standar deviasi setiap variabel yang diuji. Rata-rata perusahaan memiliki nilai *dividend yield* sebesar 0,030 yang artinya umumnya perusahaan membagikan dividen sekitar 3% dari pendapatan saham yang diperjualbelikan di pasar modal. Nilai *dividend yield* tertinggi dipegang emiten PT Puradelta Lestari Tbk. tahun buku 2019. Nilai minimum sebesar 0,000 ada di beberapa emiten seperti PT Elang

Mahkota Teknologi Tbk., PT Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk., PT Summarecon Agung Tbk., dan beberapa emiten lainnya. Nilai minimum 0,000 variabel *dividend yield* tidak mengartikan bahwa perusahaan tidak melakukan pembagian dividen sama sekali namun mengindikasikan bahwa perusahaan sedang dalam kondisi *overvalued*. Kondisi *overvalued* sendiri terjadi ketika nilai intrinsik (dividen yang dibagikan) lebih rendah dibanding dengan harga saham.

Tabel 2. Hasil Uji Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DY	350	0,000	0,116	0,030	0,025
InsOwn	350	0,517	0,999	0,886	0,108
ForOwn	350	0,000	0,995	0,281	0,276
StateOwn	350	0,000	0,067	0,001	0,007
ROA	350	-0,094	0,258	0,065	0,055
MBVE	350	0,173	6,387	1,778	1,382

Sumber: Data penelitian, 2023

PT Garudafood Putra Putri Jaya Tbk. memiliki kepemilikan institusi dengan nilai terendah yaitu 51,7%. Sebaliknya, perusahaan dengan nilai tertinggi adalah PT Tunas Ridean Tbk. dengan persentase mencapai 99,9%. Rata-rata perusahaan dimiliki 88,6% oleh institusi atau lembaga. Kepemilikan asing dan kepemilikan negara secara bersamaan mempunyai nilai *minimum* 0% yang artinya terdapat perusahaan yang sama sekali tidak dimiliki oleh institusi asing dan/atau negara. Rata-rata persentase kepemilikan asing adalah 28,1% dan nilai tertingginya ialah 99,5% oleh PT Multifiling Mitra Indonesia Tbk. Perusahaan dengan nilai kepemilikan negara tertinggi bergerak di bidang manufaktur dan pertambangan emas yaitu PT Hartadinata Abadi Tbk.

Nilai minimum ROA yang mencapai angka -0,094 menunjukkan bahwa perusahaan mengalami kerugian melebihi jumlah aset dimiliki. Nilai maksimum ROA yaitu 0,258 dicapai oleh PT Mark Dynamic Indonesia pada tahun 2018. Rata-rata nilai variabel ini adalah 0,065. *Investment opportunity* yang diprosikan oleh MBVE menunjukkan nilai *maximal* 6,387 mengartikan bahwa perusahaan mampu mengelola struktur permodalan dengan baik yang mampu dicerminkan dari peningkatan harga sahamnya. Nilai rata-rata yaitu 1,778 lebih besar dari standar deviasi menafsirkan tidak adanya fluktuasi variabel kesempatan investasi dari sampel. Sedangkan nilai minimum yaitu 0,173 ditunjukkan oleh PT Multipolar Tbk tahun 2018.

Tabel 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif Frekuensi Dummy

	Kategori	Frekuensi	Persentase
<i>FamOwn</i>	0 = Perusahaan Non-Keluarga	100	28,6%
	1 = Perusahaan Keluarga	250	71,4%

Sumber: Data penelitian, 2023

Dari sebanyak 350 sampel perusahaan, didapatkan informasi bahwa terdapat 100 perusahaan yang dimiliki oleh non-keluarga dan 250 perusahaan keluarga.

Setelah dilakukan pengujian didapatkan hasil bahwa model penelitian terbaik ialah *Random Effect Model* (REM). Tabel 4 menunjukkan hasil uji analisis regresi linear. Model penelitian dapat membentuk persamaan regresi sebagai berikut.

$$DY = 0,044 - 0,003FAMOWN - 0,012INSOWN + 0,004FOROWN + 0,156STATEOWN + 0,113ROA - 0,005MBVE$$

Tabel 4. Hasil Analisis *Multiplier Linear Regression*

Variabel	Koefisien	Prob	Hasil	Kesimpulan
C	0,044	0,008		
FAMOWN	-0,003	0,501	Tidak Signifikan	Ditolak
INSOWN	-0,012	0,491	Tidak Signifikan	Ditolak
FOREIGNOWN	0,004	0,587	Tidak Signifikan	Ditolak
STATEOWN	0,156	0,598	Tidak Signifikan	Ditolak
ROA	0,113	0,000	Signifikan Positif	Diterima
MBVE	-0,005	0,000	Signifikan Negatif	Diterima
<i>R-squared</i>		0,078		
<i>Adjusted R-squared</i>		0,061		
<i>F-statistic</i>		4,803		
<i>Prob (F-statistic)</i>		0,000		

Sumber: Data penelitian, 2023

Selain itu, analisis linear berganda juga menunjukkan hasil uji F dengan probabilitas 0,000 yaitu dibawah 0,05 sehingga seluruh variabel penelitian mempengaruhi kebijakan dividen secara simultan. Nilai *Adjusted R-Squared* adalah 6,14% yang berarti variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen sebanyak 6,14% sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel di luar model.

Tabel 4 menunjukkan probabilitas *family ownership* sebesar 0,501 sehingga H_1 ditolak. *Family ownership* berpengaruh secara tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian oleh Yusnita & Patrisia (2020), Duygun *et al.* (2018), dan Nusaputra & Basana (2021). Kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena anggota keluarga sebagai investor lebih memprioritaskan perkembangan bisnis dalam jangka panjang ketimbang kepentingan pribadinya sehingga tidak mengharapkan pembagian dividen sebagai keuntungan pribadi semata. Hasil ini juga mengartikan bahwa keberadaan anggota keluarga sebagai pemegang saham tidak mengurangi atau menambah *agency problems* antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Usaha untuk menciptakan tata kelola perusahaan yang baik oleh pemerintah Indonesia berjalan lancar. Adanya regulasi yaitu Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No. 33/POJK.04/2014 mensyaratkan bahwa setidaknya 30% anggota dari dewan komisaris merupakan komisaris independen. Dalam hal ini, komisaris independen memiliki tugas untuk memastikan tidak terjadi penyalahgunaan kekuasaan oleh anggota keluarga sebagai pemegang saham mayoritas yang menyebabkan benturan kepentingan dengan pemegang saham minoritas dalam menetapkan kebijakan dividen.

Pengujian menunjukkan bahwa variabel *institutional ownership* menghasilkan nilai probabilitas 0,491 yang berarti tidak mempengaruhi kebijakan dividen secara signifikan. Hasil serupa ditemukan oleh penelitian lain seperti Khan *et al.* (2018); Duhri & Diantimala (2018) Abubakar *et al.* (2020); Aleqdat & Zakaria Al-Rawash (2020); Effendi *et al.* (2021); Fatima *et al.* (2021). Alasan atas hasil yang tidak signifikan ialah peran pengawasan yang diciptakan oleh kepemilikan institusional belum mampu memberikan pengaruh terhadap keputusan perusahaan. Santoso *et al.* (2021) menyebutkan bahwa kepemilikan insitusional tidak menjalankan fungsi pengawasan terhadap manajemen secara

efektif. Selain itu, ditemukan juga bahwa institusi di Indonesia cenderung melakukan pengawasan secara pasif. Ketika pengawasan dilakukan secara pasif artinya pemegang saham institusi tidak ikut campur tangan dalam kebijakan manajemen perusahaan karena tidak memiliki informasi-informasi yang cukup.

Foreign ownership menunjukkan angka probabilitas 0,587 sehingga menghasilkan konklusi bahwa variabel tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini didukung oleh penelitian oleh Duygun *et al.* (2018); Gimba *et al.* (2022); Hoang *et al.* (2020); Peerbhai *et al.* (2021); Valentina *et al.* (2022). Pemegang saham asing relatif kurang terlibat dalam pengelolaan perusahaan karena biaya pengawasan yang dikeluarkan besar sehingga tidak terlalu terlibat dalam menentukan kebijakan dividen. Selain itu, intensitas konflik keagenan dan dividen yang disebabkan oleh keterbelakangan pasar modal dan uang di Indonesia mungkin mendorong hubungan yang tidak signifikan antara dividen dan kepemilikan asing (Duygun *et al.*, 2018).

Hasil pengujian terhadap variabel *state ownership* dalam tabel 4 bertentangan dengan hipotesis awal penelitian. Variabel tidak memiliki hubungan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil serupa juga ditemukan oleh penelitian yang dilakukan oleh Effendi *et al.* (2021) dan Moin *et al.* (2020). Kepemilikan oleh pemerintah memiliki tujuan yang berbeda ketimbang kepemilikan oleh swasta. Kepemilikan pemerintah berusaha untuk memajukan masyarakat sesuai dengan amanat Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Negara sehingga perusahaan tidak selalu berorientasi terhadap keuntungan semata melalui pembagian dividen. Meskipun kepemilikan negara membutuhkan dividen sebagai salah satu sumber dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) namun masih terdapat faktor lain yang harus ditinjau misalnya pemerataan distribusi pendapatan dan penciptaan lapangan kerja melalui pengembangan perusahaan. Syafitri (2013) menyebutkan bahwa pemerintah masih menghadapi tantangan dalam menetapkan optimalisasi dividen perusahaan milik negara karena sulitnya koordinasi kebijakan internal perusahaan dan kebijakan industrial serta pasar operasi serta pengaplikasian *good corporate governance* yang masih lemah.

Hipotesis bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen terbukti. Penelitian lain yang sejalan diantaranya oleh Ali *et al.* (2018); Effendi *et al.* (2021); Moin *et al.* (2020); Nusaputra & Basana (2021); Pieloch-Babiarz (2019); Putri & Pratiwi (2022); Zainuddin & Manahonas (2020). Ketika perusahaan mengalami keuntungan maka perusahaan cenderung membayar dividen yang tinggi juga. Hal ini juga membuktikan *signaling theory*. Manajemen akan berusaha untuk memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan sedang dalam kondisi baik dengan cara membagikan dividen. Pembagian dividen juga akan memberikan sinyal yang meningkatkan minat calon investor bahwa perusahaan mampu mengelola operasionalnya dengan baik sehingga mampu menghasilkan laba.

Berdasarkan hasil uji tabel 4, hipotesis *investment opportunity* memiliki hubungan signifikan negatif terhadap kebijakan dividen terbukti. Penelitian oleh Gennusi & Maharani (2021); Pamungkas *et al.* (2017); Prihatini *et al.* (2018); Putri *et al.* (2020); Yoda (2019) juga menyatakan hasil yang sama. Tingkat kesempatan investasi yang tinggi menandakan adanya peluang investasi yang perlu didanai

sehingga mengurangi pembayaran dividen. Hasil ini juga membuktikan teori *pecking order* yang menyebutkan bahwa perusahaan akan menyesuaikan rasio pembayaran dividen dengan kesempatan investasi yang dihadapi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar guna membiayai investasi mendatang menggunakan pendanaan secara internal. Selain itu dalam teori *residual dividend* disebutkan bahwa perusahaan akan menggunakan saldo laba untuk membiayai *investment opportunity* yang menguntungkan. Jika masih terdapat saldo laba setelah melakukan pembiayaan, saldo tersebut akan didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk pembagian dividen.

SIMPULAN

Berdasarkan analisis dan pengujian data penelitian didapatkan hasil bahwa struktur kepemilikan keluarga, struktur kepemilikan institusi, struktur kepemilikan asing, dan struktur kepemilikan negara tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas dengan proksi *return on assets* berhubungan signifikan positif terhadap kebijakan dividen. *Market to book value of equity* sebagai proksi kesempatan investasi berhubungan signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Saran yang dapat disampaikan bagi perusahaan adalah manajemen harus terus mencari cara untuk meningkatkan laba setinggi mungkin karena profitabilitas dipandang investor sebagai alat untuk menentukan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen. Selain itu, banyaknya pilihan investasi yang dimiliki oleh perusahaan mampu menurunkan persentase dividen yang akan diterima oleh pemegang saham. Perusahaan sebaiknya berhati-hati ketika melakukan strategi diversifikasi sehingga pemegang saham tetap puas dengan nilai dividen yang diterima.

Dalam melakukan pengujian, terjadi kendala karena laporan tahunan yang diterbitkan oleh perusahaan masih belum lengkap dan tidak memuat data yang dibutuhkan. Dalam beberapa laporan tahunan perusahaan tidak tercantum secara jelas jumlah kepemilikan oleh institusi asing di tahun-tahun tertentu. Selain itu banyak perusahaan yang tidak memenuhi kriteria seperti tidak membayar dividen secara berturut-turut di periode tahun pengujian serta mata uang yang digunakan dalam laporan masih dalam mata uang asing. Kondisi-kondisi ini menyebabkan jumlah data sampel penelitian berkurang karena data tersebut harus dieliminasi. Rekomendasi untuk penelitian selanjutnya ialah memperluas sampel penelitian dengan memperpanjang tahun observasi serta menambahkan variabel lain seperti variabel makro ekonomi, *leverage*, *return on equity*, *sales growth*, *debt ratio* dan lain-lain.

REFERENSI

- Abubakar, N., Umar, J., Yero, J. I., & Saidu, S. (2020). Ownership Structure and Dividend Policy in Listed Industrial and Consumer Goods Firms in Nigeria: Heckman's Two-Stage Approach. *Journal of Business and Economic Analysis*, 03(03), 288–308. <https://doi.org/10.36924/sbe.2020.3304>
- Akbar, M. A., & Bustaman, Y. (2019). Firm Profitability, Ownership Structure and Dividend Policy on the Indonesian Manufacturing Companies. *Pertanika J. Soc. Sci. & Hum*, 27(S2), 1–16.

- Aleqedat, H. Q., & Zakaria Al-Rawash, S. (2020). The Impacts of Hofstede's Cultural Dimensions and Ownership Structure on Dividend Policy of Financial Sectors in Jordan. *International Journal of Business and Social Research*, 5(1), 7-25. <https://doi.org/10.18533/job.v5i1.137>
- Ali, N. Y., Mohamad, Z., & Baharuddin, N. S. (2018). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy : Evidence of Malaysian Listed Firms. *Journal of Global Business and Social Entrepreneurship (GBSE)*, 4(10), 35-44. www.gbse.com.my
- Anggoro, H. D., & Yulianto, A. (2019). Agency Theory: Ownership Structure and Capital Structure as Determinants of Dividend Policy. *Management Analysis Journal*, 8(4), 379-387. <http://maj.unnes.ac.id>
- Asir, M. (2021). *Rantai Pasok Kakao Karakteristik & Peran Stakeholder* (M. Nasrudin, Ed.; 1st ed.). PT Nasya Expanding Management.
- Bataineh, H. (2021). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Listed Firms in Jordan. *Cogent Business and Management*, 8(1), 1-18. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1863175>
- Chandra, B., & Junita, N. (2021). Tata Kelola Perusahaan dan Manajemen Laba terhadap Kebijakan Dividen di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 17(1), 15-26. <https://doi.org/10.21067/jem.v17i1.5188>
- Darmadi, S. (2016). Ownership Concentration, Family Control, and Auditor Choice: Evidence from an Emerging Market. *Asian Review of Accounting*, 24(1), 19-42. <https://doi.org/10.1108/ARA-06-2013-0043>
- Duhuri, R., & Diantimala, Y. (2018). The Influence of Institutional Ownership, Individual Ownership, and Managerial Ownership Toward Dividend Payout Ratio at Non-Financial Companies Registered in Indonesia Stock Exchange in 2012-2016. *International Journal of Social Science and Economic Research*, 3(3), 786-801. www.ijsser.org
- Duygun, M., Guney, Y., & Moin, A. (2018). Dividend Policy of Indonesian Listed Firms: The Role of Families and The State. *Economic Modelling*, 75, 336-354. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.07.007>
- Effendi, H. R. T., Latiefa, F. A., & Lestari, H. S. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi*, 26(3), 345. <https://doi.org/10.24912/je.v26i3.795>
- Fatima, U., Sohail, S., & Bashir, U. (2021). Financing Decision, Ownership Structure and Dividend Policy (an Empirical Analysis of the Banking Sector of Pakistan). *Journal of Economics Organization Science*, 1(2), 28-43.
- Gennusi, R. S. A., & Maharani, K. N. (2021). The Effect of Investment Opportunity Set, Lagged Dividend and Managerial Ownership on Dividend Policy. *JURNAL PAPANUNG*, 4(1), 112-120. www.investasi.kontan.co.id
- Gimba, J. T., Nwala, M., & Dauda, M. (2022). Effect of Ownership Structure on Dividend Policy of Listed Oil and Gas Firms in Nigeria. *Baze University Journal of Entrepreneurship and Interdisciplinary Studies (BUJEIS)*, 1(1), 128-135.
- Gitayuda, M. B. S. (2022). Analisis Investment Opportunity Set, Likuiditas, Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen. *Eco-Entrepreneur*, 8(1), 1-15. <https://doi.org/10.21107/ee.v8i1.16464> Citation

- Gravelle, J. G. (2022). *Capital Gains Taxes: An Overview of the Issues*. <https://crsreports.congress.gov>
- Gunawan, F. S., & Tobing, W. R. L. (2018). The Effect of Profitability, Liquidity and Investment Opportunities on Dividend Policy. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15(5), 189–195.
- Hanim, S., & Nuzula, N. F. (2018). The Effect of Capital Structure and Ownership Structure on Financial Performance and Dividend Policy on Manufacturing Companies in the Indonesia Stock Exchange. *Wacana*, 21(3). <http://www.idx.co.id>
- Hidayah, N. (2015). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Property dan Real Estat di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 19(3), 420–432.
- Hoang, L. D., Anh, N. T., Phuong, N. Q., & Phuong, T. T. (2020). Impact of Ownership Structure on Dividend Policy: Case Study of the Oil and Gas Companies in Vietnam. *International Journal of Social Science and Economics Invention*, 6(8), 330–338. <https://doi.org/10.23958/ijsssei/vol06-i08/225>
- Iqbal, M., Dzulkirom Ar, M., & Darmawan, A. (2018). The Effect of Share Ownership Structure to The Dividend Policy and Firm Value of The Manufacturing Company Listed in Indonesia Stock Exchange. *Wacana*, 21(3), 111–121.
- Jaara, B., Alashhab, H., & Jaara, O. O. (2018). The Determinants of Dividend Policy for Non-financial Companies in Jordan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(2), 198–209. <http://www.econjournals.com>
- Khan, M. K., Ali, R., & Tariq, S. (2018). Impact of Ownership Structure On Corporate Dividend Policy and Performance. *KASBIT Business Journal (KBJ)*, 11, 110–130.
- Madyan, M., Meidiaswati, H., Sasikirono, N., & Herlambang, M. H. (2019). Family Control, Institutional Ownership, dan Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 9(1), 87–95. <https://doi.org/10.22219/jrak.v9i1.47>
- Maharsi, A. V. N. (2017). Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen dengan Firm Size sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2011-2013 di BEI. *Jurnal Magisma*, 5(2), 39–49.
- Moin, A., Guney, Y., & El Kalak, I. (2020). The Effects of Ownership Structure, Sub-Optimal Cash Holdings and Investment Inefficiency on Dividend Policy: Evidence from Indonesia. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 55(3), 857–900. <https://doi.org/10.1007/s11156-019-00862-z>
- Nasih, A. C., Gumilang, G., Alkhomah, Nurrohmah, S., & Endah, D. (2021). Ownership Structure and Dividend Policy at LQ45 Companies of the Indonesian Stock Exchange. *Proceedings of the International Conference on Strategic Issues of Economics, Business and, Education (ICoSIEBE 2020)*, 163, 174–179. www.idx.go.id
- Nusaputra, F., & Basana, S. R. (2021). The Effect of Agency Costs, Ownership Structure, Signaling, Investment Opportunities, Size, Financial Leverage and Profitability on Dividend Policy of Companies Listed in Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Financial and Investment Studies (IJFIS)*, 1(2), 109–120. <https://doi.org/10.9744/ijfis.1.2.109-120>

- Obaidat, A. N. (2018). Ownership Structure and Dividends Policy: Emerging Market Evidence. *International Business Research*, 11(6), 65. <https://doi.org/10.5539/ibr.v11n6p65>
- Oyedokun, G. E., Isah, S., & Awotomilusi, N. S. (2020). Ownership Structure and Firm Value of Quoted Consumers Goods Firms in Nigeria. *Journal of Accounting and Strategic Finance*, 3(2), 214-228. <https://doi.org/10.33005/jasf.v3i2.65>
- Pamungkas, N., Rusherlistyani, & Janah, I. (2017). Pengaruh Return on Equity, Debt to Equity Ratio, Current Ratio, Earning per Share dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Analisa Akuntansi Dan Perpajakan*, 1(1), 34-41.
- Peerbhai, F., Gumede, B., Shabangu, N., Gumede, N., Ndhlovu, N., & Hlomela, T. (2021). The Impact of Ownership Structure on Firms' Dividend Policy: Evidence from JSE Listed Firms. *AUDOE*, 17(5), 206-225.
- Pieloch-Babiarz, A. (2019). Ownership Structure, Board Characteristics and Dividend Policy: Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Ekonomia i Prawo*, 18(3), 317-330. <https://doi.org/10.12775/eip.2019.022>
- Prihatini, P., Rahmiat, & Susanti, D. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunity Set, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2016). *EcoGen*, 1(2), 298-307. www.idx.co.id
- Putri, D. A. K., & Azzahra, K. (2022). The Effect of Free Cash Flow, Investment Opportunity Set and Institutional Ownership on Dividend Policy. *Journal of Management, Accounting, General Finance and International Economics Issue (Marginal)*, 1(4), 155-168. <https://ojs.transpublika.com/index.php/MARGINAL/>
- Putri, N. A., & Pratiwi, A. (2022). Dividend Policy and Capital Structure Decision in Family and Non-Family Firms: Evidence From Indonesia. *Asian Journal of Management Entrepreneurship and Social Science*, 2(3), 214-226. <https://ajmesc.com/index.php/ajmesc>
- Putri, P. S. A., Kepramareni, P., & Yuliasuti, I. A. N. (2020). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Laba Bersih, Likuiditas dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Kharisma*, 2(2), 209-227.
- Rajeb, J. Ben, Brahmi, M., & Missaoui, I. (2022). Ownership Structure Management and its Effect on Dividend Policy in the Tunisian Stock Exchange Enterprises: an Empirical Study. *International Journal of Technology Transfer and Commercialisation*, 19(1), 83-96. <https://doi.org/10.1504/ijttc.2022.10047644>
- Santoso, C., Salim, R. F., Pranoto, T., & Adelina, Y. E. (2021). Do Family and Institutional Ownerships Influence the Corporate Dividend Policy? *EQUITY*, 24(1), 15-34. <https://doi.org/10.34209/equ.v24i1.2292>
- Setianto, R. H., & Sari, P. K. (2017). Perusahaan Keluarga dan Kebijakan Dividen di Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 21(2), 107-118. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art1>
- Setiawan, D., Bandi, B., Kee Phua, L., & Trinugroho, I. (2016). Ownership Structure and Dividend Policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 230-252. <https://doi.org/10.1108/JABS-05-2015-0053>

- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2017). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 11(2), 63–74. <https://doi.org/10.24843/jiab.2016.v11.i02.p01>
- Syafitri, F. (2013). *Permasalahan BUMN di Indonesia*. Biro Analisa Anggaran Dan Pelaksanaan APBN - SETJEN DPR RI.
- Utami, E. S., & Gumanti, T. A. (2019). Analysis of Cash Dividend Policy in Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(3), 97–105. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(3\).2019.10](https://doi.org/10.21511/imfi.16(3).2019.10)
- Valentina, C., Wijaya, L. I., & Ernawati, E. (2022). The Effect of Ownership Structure on Dividend Policy of Manufacturing Companies. *Journal of Management and Business*, 21(2), 96–102. <https://doi.org/10.24123/jmb.v21i2.561>
- Wahjudi, E. (2020). Factors Affecting Dividend Policy in Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>
- Widiatmoko, J., Badjuri, A., Irsad, M., & Adhipratama, A. A. (2021). Ownership Structure on Dividend Policy and Its Impact on Firm Value. *Proceedings of the 3rd International Conference of Banking, Accounting, Management and Economics (ICOBAME 2020)*, 169, 405–408.
- Winarni. (2023, January 26). *Sepanjang 2022, Jumlah Investor Pasar Modal Tembus 10,31 Juta*. DataIndonesia.Id.
- Wuisan, F., Randa, F., & Lukman. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen. *SiMAk*, 16(2), 119–141. <http://ojs.feb.uajm.ac.id/index.php/simak/article/view/39/17>
- Yoda, T. C. (2019). Analysis of Investment Opportunity Set and Firm Size Towards Dividend Policy on Mining Company. *Menara Ekonomi*, 5(2), 111–121. www.kontan.co.id
- Yopie, S., & Aw, F. (2021). Diversitas Dewan Direksi dan Profitabilitas pada Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi*, 31(10), 2415–2428. <https://doi.org/10.24843/eja.2021.v31.i10.p01>
- Yusnita, & Patrisia, D. (2020). The Effect of Ownership Structure on the Dividend Policy of the Company Listed in Indonesia Stock Exchange. *Proceedings of the 5th Padang International Conference On Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship (PICEEBA-5 2020)*, 152, 464–474.
- Zainuddin, & Manahonas, O. A. (2020). The Effect of Debt Policies, Profitability, Managerial Ownership Structure, and Liquidity on Dividend Policy. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 23(3), 411–428. <https://doi.org/10.33312/ijar.483>