



Website:

ejournal.umm.ac.id/index.php/jrak

Afiliasi:

¹ Program Studi Akuntansi,
Universitas Airlangga, Surabaya,
Indonesia

***Correspondence:**

nugroho69@yahoo.com

DOI: 10.22219/jrak.v9i1.47

Sitasi:

Madyan, M., Meidiaswati,
Sasikirono & Herlambang. (2019).
Family Control, Institutional
Ownership, Dan Kebijakan
Dividen Perusahaan Manufaktur
Yang Terdaftar Di Bursa Efek
Indonesia. *Jurnal Reviu Akuntansi
dan Keuangan*, 9(1), 97-106.

Proses Artikel

Diajukan:

22 April 2019

Direviu:

10 Mei 2019

Direvisi:

13 Mei 2019

Diterima:

14 Mei 2019

Alamat Kantor:

Jurusan Akuntansi
Universitas Muhammadiyah
Malang
Gedung Kuliah Bersama 2
Lantai 3.
Jalan Raya Tlogomas 246,
Malang, Jawa Timur,
Indonesia

P-ISSN: 2615-2223

E-ISSN: 2088-0685

Tipe Artikel: Paper Penelitian

***Family Control, Institutional Ownership,
Dan Kebijakan Dividen Perusahaan
Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek
Indonesia***

**Muhammad Madyan¹, Harlina Meidiaswati¹, Nugroho
Sasikirono^{1*}, Muhammad Hadyan Herlambang¹**

ABSTRACT

This study is conducted to examine the effect of family share ownership on the dividend policy of manufacturing companies in the Indonesia Stock Exchange (IDX). In this study, we also examine the moderating effect of institutional ownership on the relationship between family ownership and dividend policy. The number of observations 137 firm-years, consisting of family companies in the manufacturing sector listed on the IDX in the period 2013-2016. The test results show that family ownership has a positive effect on the dividend payout ratio. Research also shows that institutional ownership weakens the relationship between family ownership and dividend payout ratio.

KEYWORDS: *Dividend Payout Ratio; Family Ownership; Institutional Ownership*

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen atau *dividen payout ratio* menunjukkan proporsi laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham dan yang ditahan di dalam perusahaan untuk kebutuhan investasi (Ross, Westerfield, Jordan, Lim, & Tan, 2012; Bringham & Houston, 2014). Selain *capital gain* yang merupakan selisih harga beli dan harga jual saham, dividen merupakan *return* investasi dalam saham. Investor lebih menghargai dividen sebagai pendapatan atas investasinya dibandingkan dengan *capital gain* (Bringham & Houston, 2014). Pembagian dividen khususnya yang relatif stabil lebih dihargai oleh investor karena dapat mengurangi ketidakpastian pendapatan bagi investor. Perusahaan harus memperhatikan preferensi investor atas deviden khususnya jika berencana mengurangi dividen agar tidak direspon negatif oleh investor. Pada perusahaan keluarga respon negatif investor dapat dengan jelas diamati.

Perusahaan keluarga merupakan bentuk perusahaan yang umum terdapat di Indonesia. Jenis perusahaan ini dimiliki, dikelola dan dikontrol oleh anggota sebuah atau beberapa keluarga. Perusahaan keluarga dicirikan, salah satunya, dengan kepemilikan mayoritas saham oleh pendiri atau keluarga pendiri atau institusi lain yang direksinya adalah keluarga dari pendiri perusahaan tersebut, yang dikenal sebagai struktur kepemilikan piramida. Kepemilikan mayoritas saham oleh keluarga inilah yang memunculkan nuansa konflik keagenan yang berbeda pada perusahaan keluarga. Pada perusahaan keluarga, konflik keagenan yang lebih besar terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Chen, Cheung, Stouraitis, & Wong, 2005); sementara konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer relatif kecil. (González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2014) menyatakan bahwa perusahaan dengan pola kepemilikan terkonsentrasi dikuasai secara dominan oleh pemegang saham keluarga pengendali. Pemegang saham keluarga pengendali biasanya juga menetapkan anggota keluarga untuk memegang posisi dalam jajaran direksi. Hal ini dapat berdampak buruk bagi pemegang saham minoritas karena pemegang saham pengendali dapat menyalahgunakan kendali substansial mereka untuk bertindak demi kepentingan keluarga mereka dan bukannya kepentingan pemegang saham secara keseluruhan (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008).

Salah satu bentuk penyalahgunaan kendali adalah dalam kebijakan dividen. (Pindado, Requejo, & de la Torre, 2012) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dapat memanfaatkan kendali atas pendapatan perusahaan yang tinggi untuk kepentingan diri mereka sendiri. Pembayaran dividen tinggi digunakan sebagai kedok untuk mentransfer arus kas perusahaan ke pemegang saham pengendali. Hal ini lazim dilaksanakan pada perusahaan dengan struktur piramida (Faccio, Lang, & Young, 2001). Penggunaan sumber daya semacam ini sebenarnya bertentangan dengan kepentingan pemegang saham minoritas, namun hal ini cenderung tertutup oleh tingginya *dividend payout ratio* yang dinilai sangat positif oleh pemegang non keluarga.

Dibutuhkan kontrol dalam rangka mengurangi dampak negatif ekspropriasi oleh pemegang saham keluarga, salah satunya adalah dengan melibatkan pemegang saham institusi. Kepemilikan institusi adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi, yang umumnya adalah lembaga-lembaga keuangan dan perusahaan lainnya. (Clay, 2002) menyatakan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan meningkatkan pengawasan terhadap manajer. Pada perusahaan keluarga, keberadaan investor institusi merupakan *counterbalance* bagi konsentrasi kepemilikan keluarga yang tinggi. Kepemilikan institusional akan mendorong distribusi kekuasaan yang lebih merata, karena institusi memiliki kemampuan untuk menguasai saham pada proporsi yang substansial. (Eckbo & Verma, 1994) dalam penelitiannya menyatakan bahwa investor institusi lebih menyukai arus kas bebas untuk didistribusikan

dalam bentuk dividen dengan tujuan untuk mengurangi *agency problem*. Penelitian (Barclay, Holderness, & Sheehan, 2008) dan (Short, Zhang, & Keasey, 2002) juga menunjukkan bahwa pemegang saham institusi berhubungan positif dengan pembayaran dividen. Karena itu, keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi perusahaan. Keberadaan pemegang saham institusi diharapkan dapat mengurangi ekstraksi sumber daya berlebihan yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas untuk kepentingan mereka sendiri. Karenanya penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh kepemilikan saham oleh keluarga terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI), serta efek moderasi kepemilikan saham oleh institusi dalam hubungan antara kepemilikan keluarga dengan kebijakan dividen.

Kepemilikan saham keluarga pada sebuah perusahaan yang *go public* adalah hal yang lazim. Perusahaan umumnya didirikan oleh seseorang dan dikembangkan bersama keluarganya. Pada saat perusahaan menjual sahamnya ke publik pemegang saham keluarga sebagai pendiri umumnya tetap memegang porsi mayoritas. Perusahaan keluarga merupakan fenomena unik yang menarik untuk dikaji terkait berbagai kebijakan yang dapat mempengaruhi investor. Perusahaan keluarga melibatkan sedikitnya dua generasi dalam menentukan kebijakan perusahaan, dan terdapat dua atau lebih anggota keluarga yang mengawasi keuangan perusahaan (Donnelley, 1964); (Ward, 2016). Suksesi yang ditunjukkan dengan adanya minimal dua generasi yang terlibat dengan posisi kunci yang dipegang anggota keluarga menjadikan pemegang saham keluarga memiliki hak kontrol mengendalikan kebijakan perusahaan.

Pemegang saham keluarga sebagai pendiri umumnya tetap memegang porsi mayoritas saham perusahaan dan memiliki hak kontrol mengendalikan kebijakan perusahaan. Pemegang saham mayoritas dengan kendali substansial mereka seringkali bertindak untuk kepentingan pemegang saham mayoritas bukan pemegang saham secara keseluruhan, sehingga dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas khususnya dalam jangka panjang (Young et al., 2008). Hal ini dikenal dengan *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan minoritas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000) Kebijakan dividen dapat menjadi salah satu bentuk penyalahgunaan kekuasaan pemegang saham mayoritas atas pendapatan perusahaan (Pindado et al., 2012). Dividen payout ratio yang tinggi bisa jadi merupakan bentuk tunneling bagi pemegang saham mayoritas yang relatif tidak menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Melalui dividen yang tinggi terjadi transfer arus kas perusahaan ke pemegang saham keluarga yang merupakan mayoritas dan dinilai positif oleh pemegang saham minoritas. Tingginya dividen yang dibagikan dalam jangka pendek menguntungkan pemegang saham, namun dalam jangka panjang akan membebani perusahaan karena dana investasi perusahaan akan dibiayai dengan hutang. Kondisi semacam ini sering tidak dipahami pemegang saham minoritas yang tidak memiliki cukup pengetahuan dan informasi terkait kebijakan strategis perusahaan.

Terdapat banyak pendekatan untuk mengidentifikasi perusahaan dengan kepemilikan keluarga. (De Andres & Vallelado, 2008) dan Bursa Efek Indonesia yang menjadi acuan penelitian ini menetapkan batas minimal 25% kepemilikan saham perusahaan dimiliki anggota keluarga atau kelompok keluarga tertentu. Jumlah kepemilikan saham juga termasuk total saham yang dimiliki oleh individu atau kelompok keluarga dan saham keluarga yang diinvestasikan seperti contoh anak perusahaan keluarga (Villalonga & Amit, 2006).

Perumusan Hipotesis

Hubungan keluarga pemegang saham dapat diidentifikasi dengan beragam pendekatan. (Anderson, Banker, & Janakiraman, 2003) serta (Pukthuanthong, J. Walker, Nuttanontra Thiengtham, & Du, 2013) yang menjadi acuan penelitian ini mengidentifikasi kepemilikan saham keluarga pendiri dan/atau adanya anggota keluarga di dalam susunan dewan direksi/dewan komisaris, dengan melihat nama susunan dewan direksi dan dewan komisaris. Jika nama dewan direksi dan dewan komisaris yang cenderung sama dalam beberapa tahun memiliki saham dalam perusahaan, maka perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan dengan kepemilikan saham oleh keluarga. Hubungan keluarga dicirikan dengan nama marga atau nama belakang yang sama dengan keluarga pendiri. Hubungan keluarga dan pola kepemilikan saham dikumpulkan dari laporan tahunan perusahaan yang terdaftar dan situs perusahaan. *Family control* diukur menggunakan kepemilikan saham oleh keluarga (*family ownership*), dengan rumus :

$$\text{Family Ownership} = \frac{\text{JUMLAH SAHAM YANG DIKUASAI KELUARGA}}{\text{JUMLAH SAHAM BEREDAR}} \dots\dots\dots(1)$$

Kebijakan dividen terkait dengan aktivitas pengelola dan pemilik perusahaan memutuskan proporsi atau rasio jumlah laba perusahaan yang akan ditahan sebagai tambahan sumber pendanaan internal atau membiayai investasi perusahaan dimasa yang akan datang dan yang akan dibagi sebagai dividen kepada pemegang saham (Ross, Westerfield, Jordan, Lim, & Tan, 2012); Brigham dan Houston, 2014). Kebijakan dividen atau dikenal dengan *dividen payout ratio* (DPR) dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{DPR} = \frac{\text{DIVIDEN PER LEMBAR SAHAM}}{\text{LABA BERSIH PER LEMBAR SAHAM}} \dots\dots\dots(2)$$

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang bertujuan untuk memaksimalkan harga saham perusahaan atau kekayaan pemegang saham. Perusahaan akan berusaha menyeimbangkan dividen saat ini dengan pertumbuhan di masa yang akan datang agar dapat memksimumkan harga saham perusahaan. Pada perusahaan dengan kepemilikan saham mayoritas oleh keluarga tujuan kebijakan deviden tersebut berpotensi besar untuk tidak terwujud. Pada perusahaan keluarga dengan struktur kepemilikan piramida, kebijakan dividen dimanfaatkan sebagai kedok untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas (Faccio et al., 2001). Hal tersebut dilakukan dengan cara menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi dalam rangka mentransfer arus kas kepada pengendali. Pemegang saham minoritas jarang menyadari hal ini karena efek *payout ratio* yang tinggi.

H₁: *Family control berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.*

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh investor berbentuk institusi atau badan hukum; baik bank, pialang saham atau penasihat investasi yang lain, reksa dana, perusahaan asuransi dan dana pensiun (Ayers & Freeman, 2003). Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) di dalam perusahaan, dihitung menggunakan rumus :

$$\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{JUMLAH SAHAM YANG DIKUASAI INSTITUSI}}{\text{JUMLAH SAHAM BEREDAR}} \dots\dots\dots(3)$$

Kepemilikan saham oleh institusi dapat menjadi *counterbalance* bagi pemegang saham keluarga yang bersifat mayoritas, dan diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan antara investor mayoritas dan minoritas. Keberadaan pemegang saham institusional dapat

menjadi monitoring agent yang efektif mengawasi secara intensif untuk membatasi perilaku dan tindakan manajemen pengendali, dalam hal ini pemegang saham keluarga yang bersifat oportunistik seperti penyalahgunaan laba perusahaan oleh manajemen untuk meningkatkan kesejahteraan sendiri (Bathala, Moon, & Rao, 1994); (Bushee, 1998). Pemegang saham institusi mempunyai kekuatan untuk memonitor perusahaan (Grossman & Hart, 1980); (Shleifer & Vishny, 1986). Monitoring pemegang saham institusi dilakukan dengan terlibat dalam keputusan strategis perusahaan seperti memberi pertimbangan mengenai rasio pembayaran dividen yang wajar. Rasio pembayaran yang wajar akan memastikan investasi perusahaan tetap berada pada level optimal yang dibutuhkan untuk menjamin pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian, penggunaan berlebihan akses kas dari laba bersih oleh pemegang saham mayoritas dapat dihindarkan.

H₂: *Institutional ownership memoderasi pengaruh family control terhadap kebijakan dividen.*

METODE

Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2013-2016. Sampel diperoleh dengan metode *purposive sampling*, memperhatikan kriteria berikut ini:

1. Perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEI dan pada periode pengamatan 2013-2016 menerbitkan laporan tahunan lengkap termasuk catatan atas laporan keuangan.
2. Memenuhi kriteria minimal 25% saham perusahaan dimiliki anggota atau kelompok keluarga tertentu termasuk total saham yang dimiliki oleh individu atau kelompok keluarga dan saham keluarga yang diinvestasikan oleh anak perusahaan keluarga (De Andres & Vallelado, 2008); (Villalonga & Amit, 2006)
3. Laporan keuangan perusahaan memiliki data lengkap mengenai variabel-variabel yang diperlukan dalam penelitian.

Terdapat 36 perusahaan sampel yang memenuhi kriteria di atas, dengan total observasi sebanyak 137.

Definisi Operasional Variabel

Variabel dependen penelitian adalah *dividend payout ratio (DPR)* yang dihitung menggunakan persamaan (2). Variabel independen adalah *family control (FAMOWN)* yang dihitung menggunakan rumus kepemilikan keluarga (rumus 1). Kepemilikan institusi (*INSOWN*) menjadi variabel moderasi, dihitung menggunakan rumus (3).

Terdapat beberapa variabel kontrol dalam penelitian ini. Ukuran perusahaan (*SIZE*) dihitung menggunakan logaritma natural total aset perusahaan. *Return on Asset (ROA)* dihitung sebagai perbandingan laba bersih setelah pajak dengan total aset. Tingkat hutang perusahaan (*LEV*) dihitung dengan rumus total hutang dibagi total aset. Peluang pertumbuhan diukur menggunakan rasio *Tobin's Q (Q)*, yaitu rasio penjumlahan nilai pasar ekuitas dan nilai hutang dengan nilai ekuitas. Terdapat dua variabel makro ekonomi yang digunakan sebagai variabel kontrol yaitu tingkat inflasi (*INF*) dan pertumbuhan ekonomi (*EG*); data keduanya diperoleh dari publikasi Badan Pusat Statistik Indonesia. Kedua variabel makroekonomi menggunakan data tunda (lag) satu tahun. Model penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Model 1: } DPR = \beta_0 + \beta_1 \text{FAMOWN} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{Q} + \beta_6 \text{INF} + \beta_7 \text{EG} + \epsilon_i \dots \dots \dots (4)$$

$$\text{Model 2: } DPR = \beta_0 + \beta_1FAMOWN + \beta_2INSOWN + \beta_3FAMOWN*INSOWN + \beta_4SIZE + \beta_5LEV + \beta_6ROA + \beta_7Q + \beta_8INF + \beta_9EG + \epsilon_i \dots (5)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 menunjukkan deskripsi hasil penelitian. Nilai DPR antara 0% hingga 77% mengindikasikan keragaman yang tinggi pada kebijakan dividen. Variabel kepemilikan keluarga (*FAMOWN*) terendah sebesar 26% merupakan kepemilikan pada PT Sekar Laut Tbk., sedangkan tertinggi tercatat oleh PT Eratex Djaya dengan kepemilikan sebesar 95,3%. Mean rata-rata kepemilikan keluarga menunjukkan secara rata-rata keluarga memegang kendali yang dominan pada perusahaan-perusahaan mereka. Variabel kepemilikan institusi (*INSOWN*) tertinggi tercatat oleh PT Sekar Laut Tbk pada tahun 2014 dengan kepemilikan sebesar 70%, meski demikian proporsi kepemilikan institusi secara rata-rata tidak terlalu tinggi (12,5%). Secara rata-rata tingkat profitabilitas perusahaan keluarga relatif rendah (4,8%), namun memiliki rentang yang lebar, yang menandakan variabilitas kemampulabaan perusahaan-perusahaan cukup tinggi. Variabel leverage menunjukkan terdapat satu perusahaan keluarga dengan ekuitas negatif. Rata-rata tingkat hutang perusahaan relatif tinggi. Meskipun demikian, bila perusahaan dengan ekuitas negatif tidak diperhitungkan, rata-rata tingkat hutang hanya mencapai 46,6%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan keluarga lebih cenderung menggunakan pendanaan ekuitas. Rerata rasio *Q* yang lebih dari satu dengan median 0,99 menunjukkan bahwa hanya sekitar 50% perusahaan keluarga memiliki peluang pertumbuhan (*growth opportunity*) yang cukup tinggi.

Tabel 2 menunjukkan hasil *OLS* pada model 1 disertai hasil pengujian asumsi klasik. Uji normalitas dilakukan dengan tes Kolmogorov-Smirnov terhadap *unstandardized residual*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa data berdistribusi normal. Uji multikolinearitas menunjukkan nilai tolerance lebih dari 0,1 dan VIF kurang dari 10. Dengan demikian tidak ditemukan multikolinearitas. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan mengkorelasikan nilai variabel bebas dengan *unstandardized residual* menunjukkan p-value lebih dari 0,05 pada seluruh variabel. Karenanya dapat disimpulkan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Uji autokorelasi dilakukan menggunakan teknik *runs test*. Nilai *runs test* dengan p-value di atas 0,05 mengindikasikan tidak terdapat gejala autokorelasi.

Pada tabel 2, kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999), (Chen et al., 2005), dan (Subramaniam, 2018).

<i>Var.</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>SD</i>
<i>DPR</i>	0,000	0,777	0,166	0,196
<i>FAMOWN</i>	0,260	0,953	0,590	0,168
<i>INSOWN</i>	0,000	0,700	0,125	0,160
<i>LNSIZE</i>	11,506	18,336	14,292	1,647
<i>ROA</i>	-0,184	0,261	0,048	0,066
<i>LEV</i>	0,074	3,029	0,518	0,405
<i>Q</i>	0,300	4,910	1,430	1,032
<i>INF</i>	3,350	8,380	6,100	2,319
<i>EG</i>	4,880	6,230	5,401	0,528

Tabel 1.
Statistik
Deskriptif

Keluarga sebagai pemegang saham penendali perusahaan mempunyai beragam motif dan kesempatan untuk memanfaatkan dan menguasai sumber daya dan kekayaan perusahaan untuk kepentingan keluarga sendiri yang dibebankan pada pemegang saham minoritas (Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998); (Villalonga & Amit, 2006). (La Porta et al., 1999) menyatakan bahwa terdapat dua cara melalui mana keluarga dapat mengendalikan penggunaan laba bersih bagi kepentingan mereka, yaitu melalui struktur kepemilikan piramida dan penempatan anggota keluarga pada jabatan direksi. Dengan memanfaatkan struktur kepemilikan yang overlap ditambah dengan kekuasaan pengambilan keputusan oleh direksi, ekspropriasi dapat dilakukan terhadap pemegang saham minoritas, misalnya melalui tunnelling.

Meskipun demikian seiring dengan semakin berkembangnya ketentuan yang terkait dengan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas, misalnya kewajiban mengungkapkan transaksi dengan pihak berelasi, menjadikan metode-metode ekspropriasi yang biasa dilakukan harus diminimalisir. Pemegang saham keluarga tidak akan berhenti berupaya melindungi kepentingan mereka terhadap hak atas akses kas. Penetapan dividen payout ratio yang tinggi *dividen payout ratio* yang tinggi merupakan salah satu cara yang dapat dipilih karena dipandang mampu mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Ekspropriasi oleh pemegang saham keluarga yang merupakan pemegang saham mayoritas juga tampak dari pengaruh peluang pertumbuhan (rasio Q) yang tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan dividen sering mengabaikan peluang investasi yang muncul. Dalam jangka panjang, dampak buruk akibat mengabaikan peluang investasi akan lebih dirasakan oleh pemegang saham minoritas.

Terdapat dua variabel kontrol yang menunjukkan pengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen, yaitu ukuran perusahaan dan profitabilitas. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap DPR adalah positif. Hal ini disebabkan karena dengan semakin besarnya ukuran perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam mengakses sumber-sumber dana yang tersedia di pasar. Semakin besar kemampuan mengakses sumber pendanaan menyebabkan semakin menurunnya ketergantungan terhadap sumber dana internal, yang mengakibatkan meningkatnya rasio pembayaran dividen.

Variabel	Koefisien	t hitung	p-value	Multikolinearitas		Heteroskedastisitas	
				Tol.	VIF	Koefisien	p-value
(Constant)	-0,777	-3,653	0,000				
FAMOWN	0,218	2,696	0,008	0,946	1,057	0,015	0,86
SIZE	0,060	6,818	0,000	0,818	1,222	-0,092	0,284
ROA	1,182	4,714	0,000	0,640	1,563	0,058	0,504
LEV	0,057	1,437	0,153	0,674	1,484	-0,071	0,412
Q	-0,025	-1,487	0,140	0,578	1,731	0,082	0,341
INF	-0,001	-0,201	0,841	0,971	1,030	0,015	0,865
EG	-0,017	-0,664	0,508	0,953	1,050	0,031	0,722
F	12,952, p-value 0,000						
R ²	0,413						
Kolmogorov-Smirnov Z	1,326, p-value 0,059						
Runs Test Z	0,258, p-value 0,796						

Tabel 2.
Hasil Regresi Model 1

ROA berpengaruh positif; yang menunjukkan bahwa dengan semakin meningkatnya kemampuan perusahaan semakin meningkat pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Tabel 3 menunjukkan hasil *OLS* pada model 2. Pengujian asumsi menunjukkan bahwa data berdistribusi normal, serta tidak terjadi gejala-gejala multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Tabel 3 menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga dan institusi berpengaruh positif terhadap rasio pembayar dividen. Hasil regresi juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusi memperlemah pengaruh kepemilikan keluarga terhadap rasio pembayaran dividen.

Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan institusi dapat mencegah ekspropriasi yang berlebihan oleh pemegang saham keluarga melalui pembayaran dividen. Pembahasan sebelumnya mengindikasikan bahwa ekspropriasi pemegang saham mayoritas melalui penetapan rasio pembayaran dividen tidak dapat dipahami dengan baik oleh pemegang saham minoritas. Hal ini terjadi karena rasio pembayaran yang tinggi juga dinikmati oleh pemegang saham minoritas. Dalam kondisi semacam ini, pemegang saham institusi bertindak sebagai pihak yang mencegah penggunaan laba bersih yang cenderung sangat menguntungkan pemegang mayoritas dan mengabaikan kebutuhan-kebutuhan lain perusahaan.

Penelitian ini menunjukkan bahwa keberadaan investor institusional mampu menciptakan mekanisme pengawasan dan pengendalian yang efektif terhadap setiap keputusan yang diambil oleh pemegang saham keluarga melalui manajemen perusahaan. Salah satu bentuk keterlibatan investor institusional dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan, adalah dalam penetapan rasio pembayaran dividen. Fungsi monitoring yang efektif dari investor institusional, meminimalisir pemanfaatan akses kas secara berlebihan dalam bentuk pembayaran dividen kepada pemegang saham keluarga. Pemegang saham institusional dapat mengarahkan manajer dan pemegang saham keluarga untuk mengalokasikan akses kas dari laba pada peluang-peluang investasi yang muncul. Dalam jangka panjang, hal ini tidak hanya akan menguntungkan pemegang saham minoritas, tetapi juga mayoritas.

Variabel	Koefisien	t hitung	p- value	Multikolinearitas		Heteroskedastisitas	
				Tolerance	VIF	Koefisien	P- value
(Constant)	-0,890	-3,802	0,000				
FAMOWN	0,360	3,210	0,002	0,482	2,073	0,008	0,927
INSOWN	0,575	2,244	0,027	0,109	9,882	-0,015	0,861
FAMOWN*INSOWN	-1,244	-2,013	0,046	0,118	8,479	-0,003	0,974
SIZE	0,061	6,369	0,000	0,682	1,467	-0,076	0,379
ROA	1,129	4,530	0,000	0,633	1,580	0,039	0,652
LEV	0,068	1,625	0,107	0,614	1,628	-0,084	0,329
Q	-0,023	-1,393	0,166	0,566	1,766	0,074	0,391
INF	0,000	-0,007	0,995	0,957	1,044	0,009	0,920
EG	-0,016	-0,624	0,534	0,951	1,052	0,021	0,811
F	10,871, p-value 0,000						
R ²	0,435						
Kologorov-Smirnov Z	1,304, p-value 0,067						
Runs Test Z	1,287, p-value 0,198						

Tabel 3.
Hasil Regresi
Model 2

SIMPULAN

105

Penelitian ini bertujuan menguji efek kepemilikan saham oleh keluarga terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia, serta pengaruh moderasi kepemilikan saham oleh institusi terhadap hubungan antara kepemilikan keluarga dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Pengujian dengan memasukkan variabel kepemilikan institusi menunjukkan hasil yang konsisten, yaitu terdapat pengaruh positif kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusi terhadap rasio pembayaran dividen. Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusi memperlemah pengaruh kepemilikan keluarga terhadap rasio pembayaran dividen.

Perusahaan keluarga yang dimiliki, dikelola, dan dikendalikan oleh anggota sebuah keluarga sebagai pemegang saham mayoritas, baik secara langsung maupun melalui struktur kepemilikan piramida, rawan melakukan ekspropriasi kepada pemegang saham minoritas. Keluarga sebagai pemegang saham pengendali, memiliki kesempatan yang besar memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk kepentingan sendiri. Pembagian dividen dengan rasio yang tinggi merupakan cara yang dipilih karena ekspropriasi menggunakan cara yang lain, seperti tunnelling, berkurang efektivitasnya. Melalui penetapan dividend payout ratio yang tinggi, pemegang saham mayoritas juga dapat mengurangi konflik keagenan dengan pemegang saham minoritas.

Kepemilikan institusi merupakan mekanisme monitoring yang efektif, karena investor institusional terlibat dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan, termasuk dalam penetapan pemanfaatan laba bersih. Fungsi monitoring investor institusional dijalankan melalui pengendalian rasio pembayaran dividen yang tidak hanya mempertimbangkan keinginan pemegang saham keluarga tetapi juga mempertimbangkan kebutuhan-kebutuhan perusahaan yang lain terkait pemanfaatan peluang investasi. Melalui pendekatan tersebut, kepentingan pemegang saham minoritas tetap terlindungi.

Penelitian lanjutan perlu dilakukan dengan menguji apakah pengaruh kepemilikan keluarga dan insititusi terhadap kebijakan dividen tetap konsisten pada perusahaan keluarga yang dikelola oleh beragam generasi yang berbeda. Penelitian lanjutan juga dapat diarahkan untuk mengetahui apakah pengaruh kepemilikan institusi tetap konsisten apabila digunakan sampel bukan hanya perusahaan keluarga, tetapi juga non keluarga. Terkait dengan tunnelling, dapat pula dikaji apakah kecenderungan tunnelling dengan metode yang umum dilakukan semakin menurun. Apabila ditemukan penurunan kecenderungan maka dapat dikaji pula bagaimana ekspropriasi pada perusahaan keluarga dapat dilakukan selain menggunakan kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, M. C., Banker, R. D., & Janakiraman, S. N. (2003). Are selling, general, and administrative costs “sticky”? *Journal of accounting research*, 41(1), 47-63.
- Ayers, B. C., & Freeman, R. N. (2003). Evidence that analyst following and institutional ownership accelerate the pricing of future earnings. *Review of Accounting Studies*, 8(1), 47-67.
- Barclay, M. J., Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (2008). Dividends and corporate shareholders. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2423-2455.
- 9.1 Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management*, 38-50.

- Bringham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Fundamentals of Financial Management, 14th Edition*. South-Western Cengage Learning: Mason, O.H.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 305-333.
- Chen, Z., Cheung, Y.-L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449.
- Clay, D. G. (2002). Institutional ownership and firm value. *Available at SSRN 485922*.
- De Andres, P., & Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of banking & finance*, 32(12), 2570-2580.
- Donnelley, R. G. (1964). The family business. *Harvard business review*, 42(4), 93-105.
- Eckbo, B. E., & Verma, S. (1994). Managerial shareownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance*, 1(1), 33-62.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review*, 27(4), 365-385.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 42-64.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2012). Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), 413-431.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Pukthuanthong, K., J. Walker, T., Nuttanontra Thienngtham, D., & Du, H. (2013). Does family ownership create or destroy value? Evidence from Canada. *International Journal of Managerial Finance*, 9(1), 13-48.
- Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B., Lim, J., & Tan, R. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance (Asia Global ed.)*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105-122.
- Subramaniam, V. (2018). Family Ownership and Dividend Policy: Empirical Evidence from Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 13(5), 112-126.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Ward, J. (2016). *Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership*: Springer.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.