Jurnal Samudra Ekonomi & Bisnis
Volume 15, Nomor 2, Mei 2024
P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

Peran Kebijakan Dividen dalam Tata Kelola Perusahaan yang Dikontrol oleh Keluarga

The Role of Dividend Policy in the Governance of Family Controlled-Firms

Ivon Natasia Tania, Herlina Yoka Roida*), Cyrillius Martono
Fakultas Bisnis, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya, Indonesia
**e-mail korespondensi: yokaroida@ukwms.ac.id*

Info Artikel

Riwayat Artikel :
Diterima: 26 Januari 2023
Disetujui: 06 Desember 2023
Dipublikasikan: Mei 2024

Nomor DOI :
10.33059/jseb.v15i2.7276

Cara Mensitasi :
Tania, I. N., Roida, H. Y., & Martono, C. (2024). Peran kebijakan dividen dalam tata kelola perusahaan yang dikontrol oleh keluarga. *Jurnal Samudra Ekonomi dan Bisnis*, *15*(2), 286-298. DOI: 10.33059/jseb.v15i2.7276.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji bagaimana tata kelola perusahaan keluarga mempengaruhi kebijakan dividen dalam konteks perlindungan pemegang saham minoritas pada 345 observasi perusahaan keluarga yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016-2020. Hasil penelitian menggunakan regresi panel (*random effects model*) ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan keluarga memiliki hubungan *non-linear* terhadap kebijakan dividen, sementara tingkat keterlibatan keluarga melalui dewan direksi dan dewan komisaris berpengaruh negatif secara statistik pada kebijakan dividen. Namun demikian, keberadaan komisaris independen dan pengawasan pemberi pinjaman tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Secara keseluruhan, penelitian ini mendukung teori keagenan bahwa keterlibatan keluarga dalam perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan dengan pemegang saham minoritas melalui pembagian dividen.

Kata Kunci: Kebijakan Dividen, Perusahaan Keluarga, Tata Kelola Perusahaan.

Article Info

Article History :
Received: 26 January 2023
Accepted: 06 December 2023
Published: May 2024

DOI Number :
10.33059/jseb.v15i2.7276

How to Cite :
Tania, I. N., Roida, H. Y., & Martono, C. (2024). Peran kebijakan dividen dalam tata kelola perusahaan yang dikontrol oleh keluarga. *Jurnal Samudra Ekonomi dan Bisnis*, *15*(2), 286-298. DOI: 10.33059/jseb.v15i2.7276.

Abstract

The research aims to examine how family company governance influences dividend policy in the context of minority shareholder protection in 345 observations of family companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) during the 2016-2020 period. The results of this research using panel regression (random effects model) show that family ownership concentration has a non-linear relationship to dividend policy, while the level of family involvement through the board of directors and board of commissioners has a statistically negative effect on dividend policy. However, the existence of independent commissioners and lender supervision do not have a significant effect on dividend policy. Overall, this research supports agency theory that family involvement in the company can give rise to agency conflicts with minority shareholders through dividend distribution.

Keywords: *Dividend Policy, Family Firm, Corporate Governance.*

2614-1523/©2024 The Authors. Published by Fakultas Ekonomi Universitas Samudra.
This is an open access article under the CC BY-SA license (https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/).

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen adalah sebuah kebijakan penting dalam pelaksanaan fungsi manajemen, sehingga kebijakan dividen merupakan mekanisme yang perlu diawasi dan dipertimbangkan oleh perusahaan. Investor umumnya lebih memilih pembayaran dividen yang stabil dan berharap dividen semakin meningkat pada periode selanjutnya (Buchdadi, 2019). Perusahaan yang membagikan dividen secara stabil dapat menciptakan dan menumbuhkan rasa kepercayaan investor untuk melakukan investasi didalam perusahaan, sehingga pembayaran kebijakan dividen merupakan hal yang perlu diperhatikan dalam mengelola perusahaan (Cahyani & Sanjaya, 2016).

Studi empiris terkait pembayaran dividen menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan memiliki peran yang signifikan (Dharmastuti, 2013). Mekanisme tata kelola dapat dikelompokkan menjadi mekanisme internal dan mekanisme eksternal. Mekanisme tata kelola internal adalah sebuah mekanisme pengendalian yang melibatkan pihak internal perusahaan, sedangkan mekanisme tata kelola eksternal adalah sebuah mekanisme yang membagi peran pengawasan dengan pihak eksternal, seperti pengawasan pemberi pinjaman dan investor (Abor & Fiador, 2013).

Dalam menerapkan mekanisme tata kelola, struktur kepemilikan digunakan sebagai indikator dalam penentu kebijakan dividen. Di Indonesia, seperti halnya di negara berkembang, struktur kepemilikan cenderung terkonsentrasi di tangan keluarga (Claessens *et al.*, 2007; Siswantaya, 2018). Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi biasanya memiliki pemegang saham yang dapat mengendalikan perusahaan. Menurut Roida (2020), keluarga mengendalikan perusahaan melalui group-group perusahaan atau melalui *holding company*. Kendali atas perusahaan memungkinkan pemilik mayoritas menggunakan hak *voting*-nya dalam menentukan apakah menahan laba ditahan untuk mendanai investasi perusahaan atau mendistribusikan arus kas sebagai dividen. Disamping keterlibatan keluarga sebagai pemilik, definisi perusahaan keluarga juga mengandung peran lain keluarga seperti keikutsertaan keluarga dalam kegiatan manajerial (Roida, 2020; Setianto & Sari, 2017). Keterlibatan keluarga menjadi karakteristik keunikan perusahaan keluarga yang memiliki potensi menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas non-keluarga.

Persoalan keagenan dalam perusahaan keluarga dapat diatasi dengan menerapkan kedua mekanisme tata kelola, baik mekanisme internal maupun mekanisme eksternal (Buchdadi, 2019). Mekanisme tata kelola internal dapat melalui pengawasan dari mayoritas pemilik (keluarga), pengawasan dari keluarga melalui dewan komisaris dan dewan direksi, serta keterwakilan pemegang saham minoritas melalui keberadaan dewan komisaris independen. Disamping itu, pengawasan secara eksternal dapat menggunakan mekanisme melalui pengawasan pemberi pinjaman dan melalui pembayaran dividen (Teng *et al*., 2020). Pembayaran dividen menjadi indikasi bahwa perusahaan yang dikontrol oleh keluarga melakukan upaya ekspropriasi pada pemegang saham minoritas.

Studi empiris sebelumnya menemukan hasil yang tidak konsisten terkait efektifitas mekanisme tata kelola terhadap kebijakan dividen. Beberapa penelitian terdahulu menyatakan bahwa mekanisme tata kelola berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen dalam perusahaan keluarga (Setianto & Sari, 2017; Teng *et al*., 2020), namun sejumlah penelitian yang lain menemukan bahwa mekanisme tata kelola berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen pada perusahaan keluarga (Buchdadi, 2019; Fitriana & Amelia, 2021). Ketidakkonsistenan itu menarik peneliti untuk melakukan pengujian mengenai peran tata kelola perusahaan melalui penerapan mekanisme internal dan eksternal dalam pembayaran dividen pada 69 perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga dan tercatat di di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama lima tahun (2016-2020).

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

TELAAH LITERATUR

Konsentrasi Kepemilikan Keluarga dan Dividen

Berdasarkan teori keagenan, tingginya kepemilikan keluarga dalam perusahaan menyebabkan semakin kuat kontrol pemegang saham pengendali. Kondisi ini di satu sisi dapat meminimumkan masalah keagenan, akan tetapi di sisi lain dapat memunculkan dampak *entrenchment,* dimana pemegang saham mayoritas bertindak mementingkan diri sendiri dan mengeksploitasi pemegang saham minoritas (Setianto & Sari, 2017). Dalam lingkungan seperti itu, membayarkan dividen menjadi mekanisme yang bertujuan mengurangi konflik keagenan antara keluarga sebagai pemegang saham pengendali dan pemegang saham lainnya. Konsentrasi kepemilikan yang dapat mengalami perubahan, memungkinkan hubungan antara konsentrasi kepemilikan dan pembayaran dividen menjadi tidak selalu linear. Hal ini didukung oleh studi Huang *et al.* (2012) yang menemukan hubungan *non-monotonic* atau hubungan parabolik antara konsentrasi kepemilikan dan kebijakan dividen. Hasil itu terlihat pada konsentrasi kepemilikan tinggi yang dapat memunculkan sifat oportunistik keluarga semakin meningkat. Hal ini dapat mengakibatkan pemegang saham pengendali menginginkan pembayaran dividen yang lebih besar. Akibatnya, memunculkan pola hubungan antara konsentrasi kepemilikan keluarga dan kebijakan dividen membentuk pola *non-linier.*

Berdasarkan sudut pandang *stewardship,* Davis *et al.* (1997) menyatakan manajer sebagai *steward* memiliki sikap pro-organisasi yang tinggi. Hal tersebut relevan pada perusahaan keluarga, dimana adanya hubungan persaudaraan antar anggota perusahaan (Jaskiewicz & Klein, 2007). Pendekatan *stewardship* yang pro-organisasi, memiliki kecenderungan *align* dengan kepentingan pemegang saham, yaitu pembayaran dividen. Oleh sebab itu, perusahaan dengan tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi cenderung membayarkan dividen yang tinggi (Aryani & Wicaksono, 2019). Sebaliknya, berdasarkan sudut pandang keagenan, Fitriana & Amelia (2021) mengatakan bahwa kepemilikan keluarga yang cenderung terkonsentrasi, cenderung bersikap oportunistik dengan tidak membayarkan dividen dan menggunakan laba untuk memenuhi kebutuhan pribadinya. Berdasarkan sudut pandang keagenan, maka dapat ditarik hipotesis pertama berikut:

H1: Kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Keterlibatan Keluarga dalam Dewan Direksi dan Komisaris dan Dividen

Keterlibatan keluarga dalam konteks penelitian ini didefinisikan sebagai keterlibatan keluarga sebagai dewan komisaris dan direksi. Isakov & Weisskopf (2015) mengungkapkan berdasarkan faktor kebutuhan pendapatan, keluarga sebagai pemegang saham pengendali bergantung pada dividen sebagai sumber pendapatan; sehingga semakin banyak anggota keluarga didalam perusahaan sebagai dewan komisaris dan direksi, maka semakin tinggi pembayaran dividen. Berdasarkan pendekatan keagenan, Setianto & Sari (2017) berpendapat bahwa anggota keluarga yang terlibat secara aktif dalam dewan direksi, bisa mengurangi konfik keagenan dengan pemegang saham minoritas dengan membayarkan dividen yang lebih tinggi. Hal ini dilakukan untuk menjaga reputasi perusahaan yang dapat berakibat pada meningkatnya nilai perusahaan. Disamping itu, studi La Porta *et al.* (2000) menemukan bahwa perusahaan yang membayarkan dividen yang lebih tinggi, kemungkinan juga karena adanya rencana penerbitan ekuitas di masa depan.

Berdasarkan sudut pandang teori *stewardship,* Septiani (2012) menemukan anggota keluarga yang terlibat dalam dewan komisaris dan direksi perusahaan adalah pihak yang bisa dipercaya dan tidak memihak siapapun (pro-organisasi), sehingga mereka cenderung memaksimalkan keuntungan perusahaan dan membagikan keuantungan dalam bentuk dividen. Namun demikian, Rochana & Wijayanto (2018) berpendapat sebaliknya bahwa perusahaan keluarga yang melibatkan anggota

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

keluarga sebagai dewan komisaris dan direksi dalam perusahaan dapat memunculkan lebih banyak penggunaan laba perusahaan untuk re-investasi guna mendanai pertumbuhan perusahaan daripada membagikannya sebagai dividen. Oleh karena itu, berdasarkan sudut pandang keagenan, maka dapat ditarik hipotesis kedua berikut:

H2: Keterlibatan keluarga dalam dewan direksi dan komisaris berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Komisaris Independen dan Dividen

Dewan komisaris merupakan inti dari mekanisme tata kelola karena memiliki tugas untuk menjamin, mengawasi dan mengelola perusahaan. Tidak hanya itu, komisaris independen juga memiliki peranan untuk mengimplementasi kebijakan yang dibuat oleh dewan direksi. Konsep pro-organisasi dalam pendekatan *stewardship* justru menunjukkan bahwa keberadaan dewan komisaris independen tidak berdampak signifikan pada pembayaran dividen. Septiani (2012) menyatakan komisaris independen tidak memiliki peran secara langsung untuk mengambil keputusan, termasuk keputusan pembayaran dividen.

Sebaliknya, berdasarkan sudut pandang keagenan, semakin tinggi jumlah komisaris independen akan membuat kinerja manajer semakin baik melalui saran dan gagasan pada manajemen, sehingga konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham dapat dikurangi. Hal ini didukung penelitian oleh Setia-Atmaja (2010) yang menemukan semakin tinggi proporsi komisaris independen dalam jajaran dewan komisaris berasosiasi dengan pembayaran dividen yang semakin besar. Lestari (2016) sebaliknya menemukan bahwa semakin tinggi proporsi komisaris independen, justru mengakibatkan pembagian dividen yang rendah pada perusahaan keluarga. Karenanya, berdasarkan sudut pandang keagenan, dapat ditarik hipotesis ketiga berikut:

H3: Komisaris independen berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengawasan Pemberi Pinjaman dan Kebijakan Dividen

Pemberi pinjaman menawarkan dana kepada perusahaan sebagai aliran pembayaran di dalam perusahaan, dan aset perusahaan digunakan sebagai jaminan jika terjadi risiko gagal bayar. Besarnya investasi yang dilakukan oleh pemberi pinjaman di perusahaan dapat menunjukkan bahwa mereka memiliki kemampuan untuk memantau manajer perusahaan atau mempengaruhi komposisi dewan (Firth *et al.*, 2006). Perusahaan yang tertarik meningkatkan modal perusahaan, dapat membagikan dividen lebih banyak untuk membangun reputasi dan perlakuan yang baik dari pemegang saham.

Besaran penggunaan hutang menimbulkan konsekuensi pada keputusan pendanaan perusahaan. Hutang yang tinggi dikurangi melalui pemanfaatan laba perusahaan yang lebih besar, yang berakibat semakin sedikit laba tersedia untuk didistribusikan sebagai dividen. Dengan kata lain, perusahaan akan mendahulukan kewajiban membayar hutang daripada membagikan dividen (Hendra, 2017). Namun demikian, perusahaan keluarga yang menggunakan hutang tinggi akan lebih banyak membagikan dividen tunai kepada investor. Tindakan ini digunakan perusahaan untuk mengirimkan sinyal positif yang dapat memberi citra baik perusahaan, sebab dipersepsikan memiliki kemampuan untuk menjalankan kontrak hutang meskipun dengan membagikan dividen yang besar. Oleh karena itu, berdasarkan sudut pandang keagenan, maka dapat ditarik hipotesis keempat berikut:

H4: Proporsi hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan informasi yang berasal dari dokumen perusahaan berupa laporan tahunan perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui situs resmi BEI.

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

Objek adalah perusahaan keluarga yang membayarkan dividen selama periode lima tahun, mulai tahun 2016 hingga 2020.

Definisi perusahaan keluarga yang digunakan adalah sebuah perusahaan yang didalamnya terdapat anggota keluarga yang memiliki keterlibatan baik dalam kepemilikan, pengawasan dan manajemen (Roida, 2020; Setianto & Sari, 2017). Terdapat 223 perusahaan keluarga selama kurun waktu penelitian, namun hanya 69 perusahaan yang membayarkan dividen secara berturut-turut selama lima tahun (154 perusahaan tidak memenuhi kriteria, termasuk 3 *outlier*). Oleh karena itu, jumlah observasi menjadi sebanyak 345 observasi.

Variabel Penelitian

Variabel dependen berupa pembayaran dividen, diukur menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) atau rasio dividen per lembar saham atas penghasilan per lembar saham (Setianto & Sari, 2017).

Variabel independen yang terdiri dari mekanisme tata kelola internal (konsentrasi kepemilikan keluarga, keterlibatan keluarga di dewan komisaris dan direksi, komisaris independent) dan mekanisme tata kelola eksternal (pengawasan pemberi hutang). Konsentrasi kepemilikan keluarga (OWN) merupakan jumlah presentase kepemilikan saham oleh suatu keluarga dalam perusahaan dengan kriteria lebih dari 20 persen (La Porta *et al*., 2000). Disamping itu, untuk mengetahui dampak konsentrasi kepemilikan, digunakan pola *non-linier* yakni dengan variabel yang berpangkat. Oleh sebab itu, penelitian ini memasukkan persentase kepemilikan keluarga yang dikuadratkan karena diduga kepemilikan keluarga dan kebijakan dividen memiliki hubungan *non-monotonic* (Huang *et al*., 2012).

Keterlibatan keluarga (FB) dalam perusahaan dilihat dari jumlah anggota keluarga tertentu yang menempati kedudukan sebagai dewan komisaris maupun dewan direksi (Rochana & Wijayanto, 2018). Pengukuran keterlibatan keluarga menggunakan variabel *binary*, dimana perusahaan yang terdapat anggota keluarga sebagai dewan direksi dan/atau dewan komisaris bernilai 1, serta untuk perusahaan yang tidak terdapat anggota keluarga sebagai dewan direksi maupun komisaris bernilai 0. Selanjutnya, pengukuran variabel komisaris independen mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Buchdadi (2019), yaitu rasio komisaris independent atas ukuran dewan komisaris.

DAR (*Debt to Asset Ratio)* digunakan sebagai *proxy* dari pengawasan pemberi pinjaman, dimana semakin banyak pemakaian hutang dapat meningkatkan pengawasan oleh pemberi pinjaman. Pengukuran pengawasan pemberi pinjaman yaitu rasio total hutang atas total asset (Teng *et al.*, 2020). Variabel kontrol dalam penelitian ini yaitu *growth opportunities* (G) dimana pertumbuhan perusahaan dapat dihitung dengan perubahan penjualan di setiap tahun. Pengukuran pertumbuhan diukur dengan rasio perubahan penjualan atas penjualan tahun sebelumnya (Setianto & Sari, 2017).

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi data panel dan regresi *pooled* selama lima tahun. Hubungan antara perusahaan pada tahun yang sama atau antar tahun pada perusahaan yang sama memunculkan kemungkinan dapat menimbulkan over-estimasi parameter yang signifikan. Oleh sebab itu, penelitian ini mengikuti Gujarati & Porter (2015) untuk memunculkan kluster panel data, baik berdasarkan perusahaan dan berdasarkan tahun.

Dalam melakukan estimasi regresi data panel, terdapat tiga model estimasi yaitu *common effect model, fixed effect model,* dan *random effect model* (Gujarati & Porter, 2015). Guna menentukan

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

apakah model perlu diestimasi dengan data panel, maka dilakukan *pooled regression* menggunakan uji Chow dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM). Kriteria penentuan model estimasi *Common Effect Model* atau *Fixed Effect Model* (Uji Chow) adalah jika diperoleh Prob > 0,05 berarti *Common Effect Model* yang terpilih; tetapi jika diperoleh Prob < 0,05 berarti *Fixed Effect Model* yang terpilih.

Sementara itu, kriteria penentuan model estimasi *Common Effect Model* atau *Random Effect Model* (Uji *LM)* adalah jika diperoleh Prob > 0,05 berarti *Common Effect Model* yang terpilih; tetapi jika diperoleh Prob < 0,05 berarti *Random Effect Model* yang terpilih.

Jika hendak mengestimasi panel terpilih untuk dilakukan, maka dijalankan uji *Haussman* yang bertujuan menentukan model terbaik antara *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model* yang digunakan dalam regresi data panel. Kriteria penentuannya jika diperoleh Prob > 0,05 berarti *Random Effect Model* yang terpilih; tetapi jika diperoleh Prob < 0,05 berarti *Fixed Effect Model* yang terpilih.

Terakhir, setelah terpilih teknik estimasi terbaik yang digunakan, dilakukan uji hipotesis (R^2, uji F, dan uji t) pada tingkat signifikasi (α) sebesar 1 persen, 5 persen, dan 10 persen. Kriteria penerimaan pengujian yaitu apabila nilai probabilitas kurang dari 0,05 maka dinyatakan pengaruh bersifat signifikan; sebaliknya, apabila nilai probabilitas lebih dari 0,05 maka dinyatakan pengaruh bersifat tidak signifikan.

HASIL ANALISIS

Tabel 1 mempresentasikan hasil statistik deskriptif untuk seluruh sampel yang digunakan. Secara keseluruhan, perusahaan melaporkan *dividend payout ratio* sebesar 40,88 persen, konsentrasi kepemilikan rata-rata sebesar 64,10 persen, dengan proporsi komisaris independen dalam dewan komisari sebesar 38,29 persen, dan proporsi hutang atas asset sebesar 38,29 persen.

Pengujian untuk menentukan model estimasi terbaik adalah dengan menggunakan regresi *random effect model,* setelah uji *Chow* dan uji *LM* merekomendasikan menggunakan panel regresi dan uji *Hausman* menunjukkan estimasi terbaik adalah dengan *random effects* (Prob > chi2 = 0,7828 > 0,05) (Tabel 2). Teknik *random effects* dapat mengatasi hubungan palsu (*spurious*) antara variabel dependen dan independen, yang dapat timbul karena tidak memasukkan variabel eksplanatori yang barangkali masih mempengaruhi perilaku perusahaan. Disamping itu, konsentrasi kepemilikan keluarga relatif stabil dari waktu ke waktu. Oleh sebab itu, *random effects model* adalah yang lebih tepat digunakan untuk estimasi dibandingkan model *fixed effects*.

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Variabel Dependen					
DPR	345	0,4088	0,3692	0,0414	1,8388
Variabel Independen					
OWN	345	0,6410	0,1633	0,2392	0,9609
FB	345	0,6174	0,4867	0,0000	1,0000
BI	345	0,3829	0,1111	0,2000	0,8000
DAR	345	0,4344	0,1965	0,1024	0,9312
Variabel Kontrol					
G	345	0,1219	0,2720	-0,5483	3,6899

Sumber: Data sekunder (diolah), 2022.

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

Tabel 2. Hasil Estimasi Model

Uji *Chow*	Uji *Lagrange Multiplier*	Uji *Haussman*
Chow Test (CEM vs FEM)	*LM Test (CEM vs REM)*	*Haussman Test (FEM vs REM)*
Prob > F = 0,0000 < 0,05	Prob > chi2 = 0,0000 < 0,05	Prob > chi2 = 0,7828 > 0,05
H_0 ditolak dan H_1 diterima	H_0 ditolak dan H_1 diterima	H_0 diterima dan H_1 ditolak
Menggunakan FEM	Menggunakan REM	Menggunakan REM
Model yang terpilih: *Random Effect Model* (REM)		

Sumber: Data sekunder (diolah), 2022.

Tabel 3. Hasil Statistik Multikolinieritas

Variabel	OWN	FB	BI	DAR	G
OWN	1,0000				
FB	-0,0473	1,0000			
BI	0,1850	-0,1160	1,0000		
DAR	0,1253	0,2191	0,0945	1,0000	
G	-0,0086	0.0611	0,0777	0,0518	1,0000

Sumber: Data sekunder (diolah), 2022.

Tabel 4. Hasil Regresi Berganda dan Uji Hipotesis

Variabel	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	0,7378	3,1778	0,0016***
OWN	-1,0567	-1,7215	0,0861*
OWN^2	0,9630	2,0367	0,0425**
FB	-0,1474	-2,0609	0,0401**
BI	0,1585	0,7827	0,4344
DAR	-0,1232	-0,7723	0,4404
G	0,0954	1,7097	0,0882*
R-squared		0,0391	
Adjusted R-Square		0,0221	
F-statistics		2,2946	
Prob (F-statistic)		0,0348	
Data Observasi		345	
Tingkat Signifikansi		Sig*** ≤ 0,01; ** ≤ 0,05; * ≤ 0,10	

Sumber: Data sekunder (diolah), 2022.

Berkaitan dengan dugaan adanya persoalan multikolinearitas pada model estimasi, hasil penelitian ini menunjukkan tidak terdapat hubungan korelasi yang tinggi, yaitu nilai antar variabel independen tidak melebihi 0,80 (Gujarati & Porter, 2015), seperti ditunjukkan pada Tabel 3. Korelasi paling tinggi terjadi antara komisaris independen (BI) dan kepemilikan keluarga (OWN) yakni sebesar 0,1850. Korelasi paling rendah terjadi antara pertumbuhan atau *growth* (G) dan kepemilikan keluarga (OWN) sebesar -0,0086. Korelasi negatif terjadi antara keterlibatan keluarga dalam dewan direksi dan komisaris (FB) dan kepemilikan keluarga (OWN), menandakan adanya keterlibatan anggota keluarga dalam pengawasan maupun manajemen, yang merepresentasi keberadaan dan kehadiran keluarga dalam perusahaan.

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

Tabel 4 memaparkan temuan model yang terbangun dengan *random effect model*. Berdasarkan model tersebut, hasil analisis menemukan konsentrasi kepemilikan keluarga (OWN; *coeff.* = -1,0567; *prob.* = -0,0861) memiliki dampak negatif secara signifikan pada pembayaran dividen, sedangkan konsentrasi kepemilikan kuadrat (OWN^2; *coeff.* = 0,9630; *prob.* = 0,0425) memberi pengaruh positif secara signifikan pada pembayaran dividen. Dengan kata lain, konsentrasi kepemilikan keluarga berasosiasi secara non-linear pada dividen; sehingga hipotesis pertama (H1) penelitian ini secara statistik terbukti kebenarannya. Selanjutnya, hasil analisis menemukan anggota keluarga sebagai dewan direksi dan komisaris (FB; *coeff.* = -0,1474; *prob.* = 0,0401) memiliki pengaruh negatif secara signifikan pada kebijakan dividen; sehingga, hipotesis kedua (H2) yang diajukan dalam penelitian ini juga terbukti kebenarannya. Namun demikian, keberadaan komisaris independen (BI; *coeff.* = 0,1585; *prob.* = 0,4344) tidak berasosiasi dengan pembayaran dividen secara signifikan, sehingga hipotesis ketiga (H3) secara statistik tidak terbukti kebenarannya. Begitu juga dengan pengaruh pengawasan pemberi pinjaman (DAR; *coeff.* = -0,1232; *prob.* = 0,4404) yang menunjukkan hasil tidak signifikan mempengaruhi kebijakan dividen, sehingga hipotesis keempat (H4) yang diajukan juga tidak terbukti kebenarannya. Terakhir, *growth* (G; *coeff.* = 0,0954; *prob.* = 0,0882) terbukti secara statistik memiliki pengaruh positif secara signifikan pada pengambilan keputusan dividen.

Pembahasan

Konsentrasi Kepemilikan Keluarga dan Kebijakan Dividen

Berdasarkan perspektif keagenan, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai bentuk mekanisme pengawasan yang bisa mereduksi masalah keagenan dari tindakan manajemen pada investasi yang memberikan keuntungan secara pribadi dengan menyisihkan laba ditahan yang menjadi hak bagi pemilik atas investasinya. Namun dalam konteks perusahaan keluarga yang didominasi oleh pemegang saham mayoritas, keluarga dapat menyalahgunakan kendali melalui kebijakan pembayaran dividen (Chen, *et al.,* 2005; González *et al.*, 2014). Beberapa hasil penelitian terdahulu menemukan terdapat asosiasi negatif antara kepemilikan keluarga dan pembayaran dividen, yang mengindikasikan perusahaan keluarga memiliki kecenderungan mengawasi bisnisnya sendiri (Attig *et al.,* 2016; Fitriana & Amelia, 2021; Wu *et al.,* 2020; Villalonga & Amit, 2006).

Argumentasi yang telah dinyatakan sebelumnya terkonfirmasi melalui hasil penelitian ini, yaitu bahwa konsentrasi kepemilikan keluarga berasosiasi negatif signifikan pada pembayaran dividen. Hal ini mengindikasikan perusahaan yang dikontrol oleh keluarga cenderung untuk menahan kembali keuntungan yang diperoleh untuk diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan (re-investasi). Disamping itu, perusahaan keluarga memiliki pertimbangan bahwa pengeluaran sejumlah dana untuk pembayaran dividen, bisa mengakibatkan kesempatan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan harus diperoleh dari sumber dana eksternal. Pendanaan eksternal baik dengan hutang baru atau meneribitkan saham biasa baru menimbulkan konsekuensi biaya bunga dan biaya-biaya lainnya.

Konsentrasi kepemilikan dan konsentrasi kepemilikan kuadrat mengindikasikan bahwa hubungan antara kepemilikan keluarga dan pembayaran dividen adalah non-linear (berbentuk U). Pada awalnya pembayaran dividen menurun sejalan dengan peningkatan konsentrasi kepemilikan. Tetapi saat sudah mencapai titik tertentu, yaitu *inflection point* sebesar 86,89 persen, maka pembayaran dividen mengalami peningkatan. Pada titik konsentrasi itu, keluarga sebagai pemegang saham mayoritas memiliki kendali yang sangat besar dalam perusahaan. Oleh karena konsentrasi kepemilikan yang sangat dominan dapat menimbulkan persoalan keagenan, maka pembayaran dividen yang besar dilakukan. Pembayaran dividen yang tinggi dapat mereduksi konflik antara

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

pemegang saham mayoritas dan minoritas, serta konflik keagenan yang muncul karena ancaman expropriasi mayoritas oleh minoritas menjadi berkurang. Disamping itu, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai cara keluarga untuk mentransfer arus kas perusahaan kepada pemegang saham mayoritas, yaitu keluarga (Pindado *et al.*, 2012). Hubungan non-linear antara konsentrasi kepemilikan dan pembayaran dividen ditunjukkan dalam Gambar 1.

Keterlibatan Keluarga dalam Dewan Direksi serta Komisaris dan Dividen

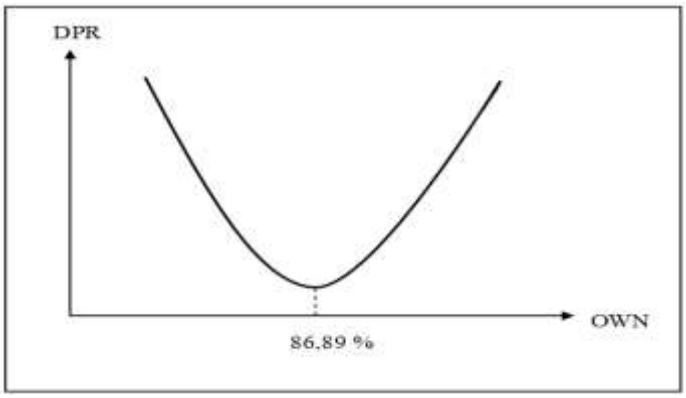
Berdasarkan hasil temuan penelitian ini, keterlibatan keluarga di dewan direksi dan komisaris berasosiasi negatif secara signifikan (negatif) dengan pembayaran dividen. Temuan ini mendukung hasil empiris milik Rochana & Wijayanto (2018), Villalonga & Amit (2006) serta Vandemaele & Vancauteren (2015) yang menemukan bahwa keterlibatan anggota keluarga baik sebagai dewan direksi maupun komisaris dalam mengkontrol perusahaan, memiliki kecenderungan membagikan dividen yang rendah kepada pemegang saham. Hasil ini mengindikasikan anggota keluarga tersebut mendorong penggunaan laba untuk investasi daripada dibagikan dalam bentuk dividen. Pembayaran dividen dipandang dapat mengurangi dan mempengaruhi stabilitas posisi keuangan perusahaan dan berdampak terhadap kebutuhan pengembangan perusahaan pada jangka panjang.

Keterlibatan keluarga baik di manajemen maupun dewan pengawas karenanya cenderung memberi ancaman pada pemegang saham minoritas. Disamping itu, terdapat kecenderungan keluarga menghendaki arus kas tetap di dalam perusahaan atau *'keep it in the firm'* dengan pertimbangan pajak atau masih lemahnya pengawasan dari pasar (Teng *et al*., 2020). Di Indonesia, berdasarkan Pasal 4 ayat 2 Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 mengenai pajak penghasilan, pajak atas dividen berkisar antara 10-20 persen dari jumlah dividen. Sementara itu, keterlibatan keluarga di manajemen maupun dewan komisaris lebih memfokuskan pada pajak pribadi mereka dibandingkan preferensi pasar untuk membagikan dividen. Sebagai konsekuensi, keputusan untuk pembayaran dividen berbanding terbalik dengan keterlibatan keluarga di perusahaan. Dalam konteks ini, dugaan bahwa keterlibatan keluarga bisa mempengaruhi pembayaran dividen yang tinggi atau *'keep it in the family'* sehingga keluarga dapat meningkatkan kemakmurannya sendiri, justru tidaklah terbukti.

Komisaris Independen dan Kebijakan Dividen

Analisis penelitian ini memperoleh bahwa komisaris independen secara tidak signifikan mempengaruhi kebijakan dividen. Hasil ini mendukung argumen Buchdadi *et al.* (2019) bahwa berdasarkan sudut pandang keagenan, komisaris independen di dalam perusahaan berperan mengawasi aktivitas yang dilakukan oleh manajemen, sedangkan kebijakan dividen ditentukan dalam rapat umum pemegang saham. Disamping itu, berbasis perspektif *stewardship*, komisaris independen adalah pihak terpercaya dan tidak memihak siapapun, sehingga pihak ini cenderung memaksimalkan keuntungan perusahaan lalu dibagikan dalam bentuk dividen. -rata proporsi dari komisaris independen pada perusahaan keluarga di Indonesia adalah 38,2 persen, dan lebih kecil dibandingkan rata-rata dewan komisaris yang berasal dari keluarga yakni sebesar 61,7 persen (Tabel 1). Tanpa komposisi yang kuat dari komisaris independen, pembayaran dividen pada perusahaan keluarga tidak dipengaruhi secara signifikan oleh komisaris independen. Hal ini juga menandakan komisaris independen dan kebijakan dividen adalah pelengkap dalam mekanisme tata kelola perusahaan (Setia-Atmaja, 2010).

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)



Gambar 1. *Inflection Point* Konsentrasi Kepemilikan dan Pembayaran Dividen
Sumber: Data sekunder (diolah), 2022.

Terlebih lagi, menurut peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No. 33/POJK.04/2014 tahun 2014, perusahaan publik diwajibkan memiliki 30 persen komisaris independen dalam komposisi dewan komisarisnya. Hal ini berarti keberadaan komisaris independen memang menjadi suatu keharusan, tetapi tidak memiliki asosiasi secara signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen.

Komisaris Independen dan Kebijakan Dividen

Analisis penelitian ini memperoleh bahwa komisaris independen secara tidak signifikan mempengaruhi kebijakan dividen. Hasil ini mendukung argumen Buchdadi *et al.* (2019) bahwa berdasarkan sudut pandang keagenan, komisaris independen di dalam perusahaan berperan mengawasi aktivitas yang dilakukan oleh manajemen, sedangkan kebijakan dividen ditentukan dalam rapat umum pemegang saham. Disamping itu, berbasis perspektif *stewardship*, komisaris independen adalah pihak terpercaya dan tidak memihak siapapun, sehingga pihak ini cenderung memaksimalkan keuntungan perusahaan lalu dibagikan dalam bentuk dividen. Rerata proporsi dari komisaris independen pada perusahaan keluarga di Indonesia adalah 38,2 persen, dan lebih kecil dibandingkan rata-rata dewan komisaris yang berasal dari keluarga yakni sebesar 61,7 persen (Tabel 1).

Dengan demikian, tanpa komposisi yang kuat dari komisaris independen, pembayaran dividen pada perusahaan keluarga tidak dipengaruhi secara signifikan oleh komisaris independen. Hal ini juga menandakan bahwa komisaris independen dan kebijakan dividen adalah pelengkap dalam mekanisme tata kelola perusahaan (Setia-Atmaja, 2010). Terlebih lagi, menurut peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No. 33/POJK.04/2014 tahun 2014, perusahaan publik diwajibkan memiliki 30 persen komisaris independen di dalam komposisi dewan komisarisnya. Hal ini berarti keberadaan komisaris independen memang menjadi suatu keharusan, tetapi tidak memiliki asosiasi secara signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen.

Pengawasan Pemberi Pinjaman dan Dividen

Penelitian ini menemukan hasil bahwa pengawasan pemberi pinjaman secara signifikan tidak berasosiasi dengan pembayaran dividen perusahaan keluarga. Hal ini didukung dengan komposisi pinjaman yang berkisar rata-rata sebesar 43,44 persen (Tabel 1), yang menandakan perusahaan keluarga tidak dominan diawasi oleh pemberi pinjaman. Temuan ini mendukung pandangan keagenan yang mengatakan tinggi rendahnya hutang tidak memberikan dampak pada keputusan dalam membayar dividen (Fitriana & Amelia, 2021). Oleh karena itu, penelitian ini tidak mendukung temuan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa terdapat asosiasi yang signifikan, baik negatif

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

maupun positif, antara pengawasan pemberi pinjaman dan kebijakan pembayaran dividen (Firth *et al*., 2006; Lewellen, 2006; Teng *et al*., 2020).

Dengan demikian, proporsi hutang yang tinggi di dalam perusahaan dapat berdampak pada pembayaran kewajiban tetap (Teng *et al*., 2020), kualitas sinyal yang akan dikirimkan ke pasar terkait pembayaran dividen (Balachandran *et al*., 2017), serta reputasi perusahaan (Brown *et al*., 2011). Oleh sebab itu, pengawasan pemberi pinjaman tidak menjadi pertimbangan perusahaan keluarga untuk membayarkan dividen.

SIMPULAN

Penelitian ini menguji efektifitas kedua mekanisme tata kelola perusahaan keluarga yang meliputi kepemilikan keluarga, keterlibatan keluarga di manajemen dan pengawas, komisaris independen serta pengawasan pemberi pinjaman terhadap kebijakan dividen dalam perusahaan keluarga. Berdasarkan hasil analisis, temuan empiris yang diperoleh mendukung pendekatan keagenan. Mekanisme internal melalui konsentrasi kepemilikan keluarga dan peran keluarga di pengawasan dan manajemen ternyata lebih efektif mempengaruhi kebijakan dividen dibandingkan mekanisme tata kelola eksternal berupa pengawasan pemberi pinjaman. Konsentrasi kepemilikan dan pembayaran dividen berasosiasi negatif dan positif tergantung pada besarnya konsentrasi kepemilikan keluarga. Hubungan non-linear ini mencapai peralihan pada saat konsentrasi kepemilikan berada pada *inflection point* 86,89 persen. Dengan kata lain, konsentrasi kepemilikan menentukan efektifitas pembayaran deviden dalam konteks perlindungan pada pemegang saham minoritas.

Penelitian ini memberi kontribusi dalam pengembangan literasi terkait persoalan keagenan yang terjadi di perusahaan keluarga. Pembayaran dividen tidak bisa hanya dipandang sebagai bentuk perlindungan pada pemegang saham minoritas, tetapi perlu dikaitkan juga dengan upaya perusahaan keluarga dalam mencari pendanaan dan menjaga kelestarian bisnis dan keluarganya. Dinamika yang terjadi pada perusahaan keluarga seperti pergantian kepemimpinan dan perubahan konsentrasi kepemilikan dapat memperkaya bahasan terkait konflik keagenan yang melibatkan pemegang saham pengendali (keluarga) dan pemegang saham minoritas.

Studi ini tidak lepas dari keterbatasan, yaitu minimnya perusahaan yang membayarkan dividen menjadi kendala mendapatkan sampel yang lebih banyak. Oleh karena itu, studi longitudinal dapat dilakukan di penelitian selanjutnya. Disamping itu, perlu untuk mempertimbangkan preferensi investor (pasar) pada pembayaran dividen. Persoalan terkait ancaman ekspropriasi pada pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas (keluarga) perlu direduksi melalui penguatan kelembagaan dan proteksi kepada minoritas melalui instrument-instrumen pasar modal yang menguatkan sistem hukum dan proteksi atas hak-hak minoritas.

REFERENSI

Abor, J., & Fiador, V. (2013). Does corporate governance explain dividend policy in Sub-Saharan Africa? *International Journal of Law and Management*, *55*(3), 201–225. https://doi.org/10.1108/17542431311327637.

Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2017). Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish firms. *International Journal of Managerial Finance*, *13*(3), 304–331. https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2016-0191.

Aryani, M. G. A., & Wicaksono, D. A. (2019). Kepemilikan keluarga dan kebijakan dividen dengan moderasi kepemilikan asing. *INOBIS: Jurnal Inovasi Bisnis Dan Manajemen Indonesia*, *2*(4), 586–596. https://doi.org/10.31842/jurnal-inobis.v2i4.114.

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

Attig, N., Boubakri, N., El Ghoul, S., & Guedhami, O. (2016). The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management*, 45(2), 291-313. https://doi.org/10.1111/fima.12115.

Balachandran, B., Khan., A., Mather, P., & Theobald, M. (2017). Insider ownership and dividend policy in an imputation tax environment. *Journal of Corporate Finance*. *54*(C), 153-167. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.014.

Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting and Finance*. *51*(1), 96-172. https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00385.x.

Buchdadi, A. D., Hadistira, V., & Kurnianti, D. (2019). Pengaruh board size, board independence dan ownership structure terhadap kebijakan dividen pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2016. *Riset Manajemen Sains Indonesia*, *10*(1),167-185. https://doi.org/10.21009/JRMSI.010.1.08.

Cahyani, K. A., & Sanjaya, I. P. S. (2016). Analisis perbedaan dividen pada perusahaan keluarga dan non keluarga berdasarkan kepemilikan ultimat. *Modus*, *26*(2), 133-144. https://doi.org/10.24002/modus.v26i2.584.

Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. S. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific Basin Finance Journal*, *13*(4), 431–449. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.12.001.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., Lang, L. H. P., Journal, T., & Dec, N. (2007). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Asian Journal of Business and Accounting*. *57*(6), 2741–2771. http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00511.

Davis, J., Frankforter, S., Vollrath, D., & Hill, V. (2007). An empirical test of stewardship theory. *Journal of Business & Leadership*, *3*(1), 40–50. https://doi.org/10.58809/MESC2666.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Business Ethics and Strategy, Volumes I and II*, *22*(1), 473–500. https://doi.org/10.4324/9781315261102-29.

Dharmastuti, C. F. (2013). Analisis pengaruh mekanisme internal dan external *corporate governance* terhadap profitabilitas dan kebijakan dividen perusahaan (Studi empiris pada perusahaan go publik di pasar modal Indonesia). *Jurnal Organisasi Dan Manajemen*, *9*(1), 21–30. https://doi.org/10.33830/jom.v9i1.36.2013.

Fauzia, E., & Djashan, I. A. (2019). Pengaruh good corporate governance dan karakteristik perusahaan terhadap nilai perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, *21*(1), 109–120. https://doi.org/10.34208/jba.v21i1a-1.713.

Firth, M., Fung, P. M. Y., & Rui, O. M. (2006). Firm performance, governance structure, and top management turnover in a transitional economy. *Journal of Management Studies*, *43*(6), 1289–1330. https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00621.x.

Fitriana, A., & Amelia, S. R. (2021). Struktur kepemilikan terhadap dividen studi perusahaan di Indonesia. *Jurnal E-Bis (Ekonomi-Bisnis)*. *5*(1), 202–217. https://doi.org/10.37339/e-bis.v5i1.532.

Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, *12*(3), 381–402. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002.

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. https://doi.org/10.1177/0894486514538448.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2015). *Dasar-dasar ekonometrika* (*edisi ke-5*). Salemba Empat.

Hendra, J. (2017). Pengaruh rasio keuangan dan jaminan aset terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ilmu Akuntansi, Keuangan,*

P-ISSN 2089-1989
E-ISSN 2614-1523
Terakreditasi (SK No. 225/E/KPT/2022)

Dan Pajak. https://doi.org/10.30741/assets.v1i1.9.

Huang, Y., Chen, A., & Kao, L. (2012). Corporate governance in Taiwan: The nonmonotonic relationship between family ownership and dividend policy. *Asia Pacific Journal of Management*, *29*(1), 39–58. https://doi.org/10.1007/s10490-011-9279-z.

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

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, *55*(1), 1–33. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199.

Lestari, L. R. (2016). Pengaruh board independence terhadap kebijakan dividen dan utang pada perusahaan keluarga di sektor jasa yang go public di BEI periode 2011-2013. *Calyptra: Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, *3*(2), 1–12. https://journal.ubaya.ac.id/index.php/jimus/article/view/3083.

Lewellen, K. (2006). Financing decisions when managers are risk averse. *Journal of Financial Economics*. *82*(3), 551-589. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.009.

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. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00921.x.

Rochana, A., & Wijayanto, A. (2018). The influence of family controlled, family leadership and profitability to dividend policy. *Management Analysis Journal*, *7*(3). 304-317. https://doi.org/10.15294/MAJ.V713.23958.

Roida, Y. H. (2020). Family firms and capital structure decisions: Empirical evidence from indonesian listed firms. *PhD Dissertation* (*unpublished*). http://clok.uclan.ac.uk/34492/.

Septiani, S. (2012). Pengaruh *corporate governance* dan faktor fundamental terhadap kebijakan dividen serta implikasinya pada nilai perusahaan (Studi kasus pada perusahaan yang terdaftar di LQ 45). *E-Jurnal Akuntansi Universitas Diponegoro*, 1–23. https://repofeb.undip.ac.id/id/eprint/7530.

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

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.

Siswantaya, I. G. (2018). Pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen (Studi empiris pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2018). *Jurnal Modus*, *33*(1), 36–46. https://doi.org/10.24002/modus.v33i1.4066.

Teng, C. C., Li, S., & Yang, J. J. (2020). Family control, external governance mechanisms, and dividend payouts. *Quarterly Review of Economics and Finance*, *79*, 198–209. https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.05.012.

Vandemaele, S., & Vancauteren, M. (2015). Nonfinancial goals, governance, and dividend payout in private family firms. *Journal of Small Business Management*. 53(1), 166-182. https://doi.org/10.1111/jsbm.12063.

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005.

Wu, M., Ni, Y., & Huang, P. (2020). Dividend payouts and family-controlled firms - The effect of culture on business. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 75(C), 221-228. https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.03.004.