



ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR BARANG KONSUMSI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Linda^{1)*}, Hamdy Hady²⁾, Febria Nalurita³⁾

^{1,2,3}Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Trisakti

inilinda09@gmail.com ¹, hamdyhady1944@gmail.com ², febrianalurita2015@gmail.com ³

Info Artikel :

Diterima : 13 Januari 2022

Disetujui : 20 Januari 2022

Dipublikasikan : 28 Januari 2022

ABSTRAK

Kata Kunci:
kebijakan dividen;
kepemilikan keluarga;
komisaris independen;
likuiditas;
pertumbuhan penjualan;
profitabilitas;
rasio pembayaran dividen;
rasio utang terhadap modal;
ukuran perusahaan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015 – 2019. Variabel bebas dalam penelitian ini adalah kepemilikan keluarga, profitabilitas, likuiditas, rasio utang terhadap modal, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, komisaris independen dan variabel terikat adalah kebijakan dividen yang diproses dengan rasio pembayaran dividen. Jumlah sampel penelitian adalah sebanyak 44 perusahaan manufaktur barang konsumsi dengan menggunakan teknik purposive sampling. Model analisis menggunakan analisis regresi data panel yang diolah menggunakan software E-Views. Berdasarkan hasil regresi data panel menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif signifikan. Profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan, sedangkan rasio utang terhadap modal dan komisaris independen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Perusahaan sebaiknya meningkatkan profitabilitas dan memperhatikan ukuran perusahaan sehingga dapat mengetahui seberapa besar perusahaan mampu membayarkan dividen. Hasil penelitian ini diharapkan memberikan masukan bagi perusahaan dan investor agar mempertimbangkan kepemilikan keluarga, profitabilitas, likuiditas, rasio utang terhadap modal, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, dan komisaris independen karena akan mempengaruhi kebijakan dividen.

ABSTRACT

Keywords:
dividend policy;
family ownership;
independent commissioner;
liquidity; sales growth;
profitability;
dividend payout ratio;
debt to equity ratio;
company size

This study aims to determine the factors that influence the Dividend Policy. The sample used in this study are manufacturing companies in the consumer goods sector listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2015 – 2019. The independent variables in this study are family ownership, profitability, liquidity, debt to equity ratio, sales growth, company size, independent commissioners and the dependent variable is the dividend policy which is proxied by the dividend payout ratio. The number of research samples is 44 consumer goods manufacturing companies using purposive sampling technique. The analysis model uses panel data regression analysis which is processed using E-Views software. Based on the results of panel data regression, it shows that family ownership has a significant positive effect. Profitability, liquidity, sales growth, firm size have a negative and significant effect, while the debt-to-equity ratio and independent commissioners have no effect on dividend policy. Companies should increase profitability and pay attention to company size so that they can find out how much the company is able to pay dividends. The results of this study are expected to provide input for companies and investors to consider family ownership, profitability, liquidity, debt to equity ratio, sales growth, company size, and independent commissioners because they will affect dividend policy.

PENDAHULUAN

Keberhasilan suatu perusahaan tergantung pada fungsi manajemen keuangan perusahaan apakah berjalan secara optimal. Fungsi manajemen keuangan perusahaan ada tiga yaitu keputusan investasi, pendanaan dan pembayaran dividen (Zutter dan Smart, 2019). Keputusan mengenai berapa alokasi dari keuntungan tersebut yang akan diinvestasikan kembali pada perusahaan dalam bentuk laba ditahan dan yang dibayar kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai disebut dengan kebijakan dividen.

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang terdiri atas persentase laba bersih yang dibayarkan sebagai *cash dividend*. Jumlah dividen yang dibagikan berbanding lurus dengan *Dividen Payout Ratio*. Sebelum memutuskan pembagian dividen, perusahaan menetapkan hal-hal sebagai berikut: apakah menahan sebagian laba untuk diinvestasikan kembali yang mungkin akan lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen (Brigham dan Houston, 2019).

Nilai dividen bagi investor menunjukkan peran dari *signaling theory*. *Signaling theory* menjelaskan mengenai bagaimana perusahaan memberikan sinyal untuk menghindari asimetris informasi. Faktor stabilitas pembagian dividen yang berasal dari informasi laporan keuangan menarik investor, karena menunjukkan sinyal kondisi perusahaan yang baik (Dewi dan Rahyuda, 2020).

Dividen yang dibagikan per tahun oleh perusahaan di Bursa Efek Indonesia berbeda-beda. Fenomena yang terjadi adalah ketika laba perusahaan menurun, dividen yang diberikan perusahaan justru lebih besar dari tahun sebelumnya, atau sebaliknya saat perusahaan memperoleh laba, namun tidak membagikan dividen dan memilih untuk mengalihkan ke investasi atau memperluas usahanya. Hal tersebut tergantung dari kebijakan dividen masing-masing perusahaan. (Wahjudi, 2019).

Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi mekanisme perusahaan dalam pembagian dividen antara lain berasal dari profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan, *leverage* dan ukuran perusahaan. Faktor lainnya adalah *ownership structure*. Terdapat tiga macam kepemilikan suatu perusahaan yaitu keluarga, pemerintah dan asing. (Aryani dan Wicaksono, 2019).

Hasil riset tahun 2014 oleh *Pricewaterhouse Coopers* (PwC) menyebutkan bahwa 95% bisnis di Indonesia dimiliki atau dikelola oleh keluarga. Jenis perusahaan keluarga di pasar modal tersebar dalam beberapa sektor, diantaranya terbanyak pada sektor manufaktur sekitar 50%, 13% di sektor transportasi, sektor umum menyumbang setidaknya 13%, di sektor konstruksi terdapat 7%, dan sisanya terdapat di sektor lainnya (PwC, 2014). Hasil riset *Boston Consulting Group* tahun 2016 juga menyatakan bahwa kurang lebih 40% dari kapitalisasi pasar di pasar saham Indonesia berasal dari perusahaan keluarga. Hal ini menunjukkan besarnya pengaruh perusahaan keluarga dalam perekonomian Indonesia sehingga layak untuk diteliti lebih mendalam.

Menariknya, penelitian yang membahas atau menguji mengenai kepemilikan keluarga belum terlalu banyak jumlahnya. Terutama penelitian yang berfokus pada perusahaan keluarga di negara-negara Asia, termasuk Asia Tenggara, seperti di Indonesia. Oleh sebab itu, merupakan salah satu motivasi peneliti untuk mengkaji pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen. Penelitian dilakukan pada perusahaan keluarga yang ditandai dengan pemegang saham yang memiliki nama belakang atau

marga yang sama tanpa batas minimal. Hal ini disebabkan kebanyakan penelitian sebelumnya memiliki syarat kepemilikan keluarga minimal sebesar 20% untuk dapat diklasifikasikan sebagai perusahaan keluarga.

Agency problems di perusahaan keluarga jarang terjadi, hal ini disebabkan terdapat pemantauan keputusan perusahaan dari anggota keluarga yang terlibat, terutama pembayaran dividen. Menurut Isakov dan Weisskopf (2015) keputusan pembagian dividen juga dipengaruhi oleh keluarga yang bertindak sebagai *controlling shareholder* dengan motif kebutuhan pendapatan keluarga. Hal ini mengakibatkan tingginya permintaan dividen. Sebaliknya, Kılıncarslan (2018) berpendapat ketika tingkat *family ownership* tinggi, berdampak pada kebijakan dividen, karena manajemen cenderung akan mengalokasikan laba ditahan untuk kepentingan pribadi dibandingkan dalam bentuk dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Fama dan Jensen (1983) sejalan dengan kajian PwC bahwa masalah keagenan berkurang pada perusahaan keluarga. Konflik keagenan disebabkan adanya perbedaan tujuan antara manajemen dan *principal*, sedangkan di perusahaan keluarga pemegang saham dan manajemen pada posisi yang sama. Pukthuanthong, et al (2013) menyebutkan bahwa *family ownership* berperan penting dalam meminimalkan *agency problem*.

Agency problem juga bisa timbul karena mayoritas *stockholders* bertujuan untuk kepentingan pribadi dan kemakmuran perusahaan sehingga dapat dilanjutkan kepada generasi berikutnya. Berbeda dengan pemegang saham minoritas bertujuan mendapatkan *capital gain* atau dividen. Untuk mengatasi perbedaan kepentingan tersebut maka manajemen perusahaan harus membuat keputusan terbaik sehingga dapat mengakomodir semua kepentingan pemegang saham (Wijayanti, 2014).

Berbagai studi mengenai kepemilikan keluarga terhadap *dividend payout* terdapat hasil yang bervariasi. Penelitian dari Subramaniam (2018) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan antara *family ownership* dengan kebijakan dividen. Hal ini diperkuat dengan penelitian Ayu dan Viverita (2020), serta Benjamin, et al (2016) di Malaysia, yang mengatakan semakin tinggi tingkat kepemilikan keluarga diikuti dengan pembayaran dividen yang lebih besar. Sebaliknya hasil penelitian oleh Wu, et al (2019), Yousaf Ali dan Hassan (2019) serta Perwira dan Ratnaningsih (2019) menyatakan *family ownership* berpengaruh negatif signifikan dengan kebijakan dividen, namun Lucyanda dan Lilyana (2012) menjelaskan bahwa *family ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Dengan beragamnya hasil penelitian tersebut, peneliti tertarik untuk mendalami pengaruh *family ownership* terhadap kebijakan dividen di Indonesia, dengan tambahan beberapa *independent variable* yaitu profitabilitas, likuiditas, *leverage*, *growth*, *size* perusahaan dan menambahkan satu variabel lagi *board independence*. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan manufaktur industri *consumer good* periode tahun 2015 sampai dengan 2019.

Penelitian terdahulu mengenai pengaruh *board independence* terhadap kebijakan dividen telah dilakukan oleh Subramaniam (2018) pada perusahaan di Malaysia, hasilnya adalah dewan komisaris independen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, Poniman, et al (2018), menemukan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil berbeda dikemukakan oleh Hadistira, et al (2019) yang menyebutkan komisaris independen insignifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Industri barang konsumsi masih menjadi pilihan utama investor dalam menanamkan dana mereka. Sektor industri barang konsumsi dipilih karena tergolong sektor yang stabil, selalu tumbuh dan berkembang seiring meningkatnya penduduk.. Hal tersebut karena saham saham dari sektor barang konsumsi masih diidentifikasi mengalami potensi kenaikan. Terdapat 5 sub sektor industri barang dan konsumsi yaitu *food and beverages, tobacco manufactures, pharmaceuticals, cosmetics and household, houseware* dan *others*.

KAJIAN TEORI

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berhubungan dengan keputusan manajemen untuk menentukan jumlah laba perusahaan di akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham menjadi dividen atau ditahan sebagai laba ditahan untuk menambah modal guna membiayai investasi di masa mendatang. Apabila perusahaan memilih membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi laba yang ditahan sehingga mengakibatkan total sumber dana intern berkurang. Sebaliknya jika perusahaan tidak membagi dividen dan memilih untuk menahan laba maka dana intern akan semakin besar tetapi mengurangi kesejahteraan investor (Hadistira et al, 2019).

Masalah yang sering dihadapi perusahaan adalah manajemen kesulitan dalam menentukan pembagian dividen. Di satu sisi hal tersebut akan memenuhi harapan investor untuk mendapatkan *return* sebagai hasil dari investasinya, di sisi lain pembagian dividen mengakibatkan berkurangnya modal perusahaan. Pembagian dividen yang terlalu besar akan berakibat berkurangnya laba perusahaan untuk kembali melakukan investasi dan ekspansi. Sebaliknya, jika terlalu kecil akan membuat investor tidak mau menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Perusahaan yang selalu memberikan dividen dari tahun ke tahun menunjukkan kestabilan dan disukai investor dalam mengurangi risiko ketidakpastian (Musthafa, 2017).

Berdasarkan bentuknya terdapat 3 (tiga) jenis pembayaran dividen menurut Gitman dan Zutter (2015), yaitu:

1. *Cash Dividend*
Perusahaan membagikan sebagian keuntungan kepada pemegang saham dalam bentuk *cash* (tunai).
2. *Stock Dividend*
Dividen diberikan dalam bentuk saham kepada pemilik perusahaan atau pemegang saham.
3. *Stock Splits*
Stock splits digunakan untuk menarik investor dengan memecah harga nominal saham menjadi lebih kecil sesuai rasio yang ditentukan perusahaan untuk meningkatkan jumlah saham beredar.

Dalam buku *Principle of Managerial Finance* yang disusun oleh Zutter dan Smart (2019) dijelaskan beberapa teori kebijakan dividen, antara lain :

- a. *Dividend Irrelevance Theory*
Teori yang dikembangkan oleh Miller dan Modigliani (1961), menyatakan kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan.
- b. *Bird in the Hand Theory*
Teori yang dikembangkan oleh Gordon dan Lintner (1956), satu burung di tangan lebih berarti daripada seribu burung di udara. Burung di tangan yang dimaksud adalah

dividen, dan seribu burung yang ada di udara yaitu *capital gain*. Teori ini menyatakan bahwa investor melihat dividen yang diterima sekarang mempunyai kepastian lebih besar daripada risikonya dibanding dengan dividen dimasa mendatang atau *capital gain* (Gitman dan Zutter, 2015).

c. *Informational Content* atau *Signaling Hypothesis*

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kinerja bagus cenderung untuk memberikan sinyal pada pasar, sehingga menjadi alat ukur bagi investor untuk menilai dan memilih perusahaan yang memiliki prospek baik.

d. *Clientle Effect*

Teori Efek Pelanggan ini mengungkapkan bahwa berbagai tipe investor tertarik pada perusahaan yg memiliki kebijakan terkait aturan pajak.

e. *Residual Theory of Dividend*

Dividen yang dibagikan perusahaan dianggap sebagai jumlah yang tersisa setelah semua pembiayaan investasi telah dilakukan.

f. *Entrenchment Theory*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dengan hak kontrol yang besar cenderung bertindak untuk kepentingan pribadi mereka dengan mengontrol perusahaan dan terlibat dalam penyalahgunaan kekuasaan seperti ekspropriasi dengan membayarkan dividen yang lebih rendah.

Agency Theory

Teori keagenan pada awalnya dieksplorasi oleh Ross (1973), sedangkan eksplorasi teoritis secara mendetail dari teori ini dinyatakan oleh Jensen and Meckling (1976). *Agency problem* timbul ketika pemegang saham yang merupakan *principal* mendelegasikan pengambilan keputusan bisnis kepada manajer yang merupakan perwakilan atau agen dari pemegang saham. Permasalahan yang muncul adalah *agent* tidak selalu membuat keputusan-keputusan yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan terbaik *principal* (Hadistira et al, 2019).

Berdasarkan teori yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling, (1976), perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dapat meminimalkan atau menghilangkan masalah dan biaya keagenan antara pemegang saham mayoritas dan manajemen. Namun, hal itu akan menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas. Manajemen cenderung meningkatkan dividen untuk mengurangi konflik keagenan.

Kepemilikan Keluarga

Perusahaan keluarga didefinisikan sebagai perusahaan dengan kepemilikan dan manajemen yang dikelola dan dikendalikan oleh pendiri atau anggota keluarganya atau kelompok yang memiliki pertalian keluarga, baik yang tergolong keluarga inti atau anggota keluarga lain yang memiliki ikatan (perkawinan). Menurut Wijayanti (2014) salah satu ciri perusahaan keluarga adalah sebagian besar saham dimiliki oleh pendiri atau keluarga dari pendiri perusahaan tersebut. Kepemilikan keluarga diukur dengan persentase saham yang dimiliki keluarga dengan total saham perusahaan (Subramaniam, 2018).

Di Indonesia bisnis keluarga berkembang cukup signifikan. Berdasarkan survey pada tahun 2014 yang dilakukan Pricewaterhouse Cooper (PwC) menyatakan bahwa lebih dari 40.000 orang terkaya di Indonesia memiliki perusahaan keluarga dengan omset sekitar 5–10 juta USD dengan total kekayaan mencapai 134 juta USD, senilai 25% dari

Produk Domestik Bruto Indonesia (Price Waterhouse Cooper, 2014). Hasil survey juga mengungkapkan lebih dari 95% bisnis di Indonesia merupakan kepemilikan keluarga.

Perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga bertujuan ingin memiliki dan mempertahankan bisnisnya dalam jangka panjang serta meningkatkan laba perusahaan. Hal ini menyebabkan perusahaan keluarga cenderung akan memberikan dividen yang tinggi. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Subramaniam (2018), Ayu dan Viverita (2020) serta Benjamin et al (2016) yang mengungkapkan bahwa *family ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Wu, et al (2019) pada perusahaan di Taiwan dan Yousaf, et al (2019) meneliti perusahaan di Pakistan menunjukkan bahwa keterlibatan keluarga dalam struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan adanya kepemilikan keluarga mengakibatkan dividen yang dibagikan menjadi rendah. Hal tersebut juga didukung oleh Perwira dan Ratnaningsih (2019). Berbeda dengan Lucyanda dan Lilyana (2012) yang menyatakan *family ownership* insignifikan terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan dari seberapa besar total laba bersih yang dihasilkan dari setiap dana yang tertanam dalam total asset perusahaan (Bodie, et al 2021). Profitabilitas diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA) yang dapat digunakan oleh manajemen sebagai dasar penentuan strategi dan kebijakan dalam pengembangan dan ekspansi perusahaan sekaligus sinyal kepada calon investor apakah perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik.

Perusahaan yang memiliki nilai ROA tinggi, akan menarik investor untuk berinvestasi. Hal tersebut disebabkan penggunaan total aset perusahaan yang baik sehingga meningkatkan keuntungan perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka semakin tinggi arus kas dalam perusahaan, sehingga perusahaan diharapkan akan membayar dividen lebih besar. Madyan, et al (2021) serta Margaretha dan Febriani (2018) menyatakan bahwa ROA memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Pada penelitian lainnya memberikan hasil yang berbeda. Septiani, et al (2020) dan Imawati (2016) mengatakan bahwa perusahaan banyak menginvestasikan dananya pada aktiva tetap sehingga mengakibatkan berkurangnya pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan.

Likuiditas

Likuiditas pada penelitian ini diproksikan dengan *Current Ratio* (CR). *Current Ratio* merupakan ukuran yang secara umum digunakan untuk mengetahui kesanggupan memenuhi kewajiban jangka pendek. Likuiditas perusahaan merupakan bagian dari pertimbangan utama dalam kebijakan dividen. *Current Ratio* yang tinggi menunjukkan perusahaan dapat membayar utang perusahaan tepat pada waktunya. Namun jika *Current Ratio* rendah, walau lebih banyak mengandung risiko, menunjukkan pimpinan perusahaan menggunakan aktiva lancar sangat efektif (Kasmir, 2018).

Penelitian Tabari dan Shirazi (2015) menyatakan likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan hasil Wu, et al (2019) dan Astiti, et al (2017) yang menjelaskan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *Current Ratio*

terhadap DPR. Rasio lancar yang tinggi umumnya menunjukkan posisi likuiditas yang sangat kuat dan aman, mungkin juga menunjukkan bahwa perusahaan memiliki terlalu banyak persediaan lama yang harus dihapuskan dan terlalu banyak piutang lama yang dapat berubah menjadi piutang tak tertagih.

Leverage

Rasio *leverage* mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Artinya berapa besar beban utang yang ditanggung dibandingkan dengan aktivasinya. Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar seluruh kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Penggunaan utang dapat diartikan oleh investor sebagai kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban perusahaan di masa depan sehingga hal tersebut mendapat tanggapan positif oleh pasar (Brigham dan Houston, 2019).

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan salah satu rasio *leverage* yang digunakan dalam penelitian ini. Nilai *debt to equity ratio* yang ideal adalah dibawah angka 1 (satu). Nilai *debt to equity ratio* yang rendah diartikan bahwa perusahaan tersebut mampu membayar kewajibannya dan terhindar dari gagal bayar atau risiko bangkrut. Disisi lain, nilai *debt to equity ratio* lebih dari 1 (satu) tidak selalu menunjukkan kinerja keuangan perusahaan buruk, selama utang tersebut digunakan untuk ekspansi perusahaan sehingga menghasilkan keuntungan yang lebih besar, dapat dinilai wajar, walaupun akan berdampak pada kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen.

Tingginya tingkat utang berakibat rendahnya pada pembayaran dividen karena perusahaan memilih untuk mempertahankan dana untuk membayar utang daripada membagikannya dalam bentuk dividen (Benjamin et al, 2016). Hal ini diperkuat dengan dengan penelitian Tahir, et al (2020), Ayu dan Viverita (2020) serta Wu, et al (2019) yang menyatakan bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh *negative* signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Hartono dan Matusin (2020), Amelia dan Asmara (2019) serta Astiti, et al (2017) yang menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Meningkatnya DER tidak mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini berlawanan arah dengan teori yang mengatakan bahwa peningkatan utang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang diterima karena kewajibannya untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen (Jensen dan Meckling, 1976).

Sales Growth

Menurut Brigham dan Houston (2019) pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi kebijakan dividen karena perusahaan dengan *growth* yang tinggi akan memilih mengalokasikan dana yang diperoleh perusahaan untuk berinvestasi sehingga akan mengurangi pembagian dividen kepada para pemegang saham. Hal ini didukung oleh penelitian Subramaniam (2018) serta Maladjian dan Khoury (2014) yang mengatakan bahwa *sales growth* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Kasmir (2018) mendefinisikan pertumbuhan penjualan sebagai berikut: "Pertumbuhan penjualan menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan penjualannya dibandingkan dengan total penjualan secara keseluruhan". Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, akan semakin besar dana yang dibutuhkan untuk membiayai

ekspansi perusahaan, sehingga perusahaan akan menahan laba yang berakibat berkurangnya dividen yang dibayarkan.

Benjamin et al (2016) menyatakan tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin besar penjualan, maka dividen yang dibagikan juga bertambah besar. Namun pendapat lain mengatakan bahwa tidak ada pengaruh *Current Ratio* dengan *Dividend Payout Ratio* (Lucyanda dan Lilyana, 2012).

Ukuran Perusahaan

Definisi ukuran perusahaan menurut Brigham dan Houston (2019) yaitu ukuran besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aset, total penjualan, jumlah laba, beban pajak dan lain-lain. Semakin besar ukuran perusahaan, omset yang dihasilkan dan laba yang dihasilkan juga tinggi sehingga dividen yang dibagikan juga semakin besar. Jumlah total aktiva yang besar dapat mempermudah perolehan dana yang bersumber dari pihak ketiga. Aset perusahaan dapat digunakan sebagai jaminan. Investor melihat aset yang besar menandakan perusahaan sudah sampai di tahap *mature* dan memiliki prospek dimasa yang akan datang.

Firm size diproksikan dengan logaritma natural dari total aktiva (Subramaniam, 2018). Besarnya total aktiva dapat melancarkan penerimaan dana yang berasal dari pihak ketiga. Aset perusahaan dapat menjadi jaminan. Investor melihat aset yang besar menandakan perusahaan tersebut mapan dengan arus kas yang positif dan memiliki prospek dimasa yang akan datang.

Board Independence

Board independence merupakan posisi dalam perusahaan yang bebas dari hubungan personal dengan tim manajemen dan para pemegang saham perusahaan yang kemungkinan dapat mengerahkan pengaruhnya atas independensi mereka. *Board of independence* dipilih dengan cara yang independen dan terbuka tanpa adanya intervensi pemangku kepentingan perusahaan lainnya. Mereka terpilih karena memiliki kemampuan dan profesionalitas yang dipercayai dapat bekerja secara obyektif dengan memegang teguh prinsip-prinsip *good corporate governance* (Hadistira, et al 2019).

Board independence diukur dengan membagi *independent non executive director* dengan total *board of director* (Benjamin et al, 2016). Komisaris independen memiliki hubungan erat dengan perusahaan keluarga dalam mempengaruhi kebijakan dividen. Poniman et al (2018) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa *Board of Independence* berpengaruh positif signifikan dalam penentuan dividen di perusahaan keluarga, karena dapat mengurangi konflik keagenan antara pemilik saham mayoritas dengan minoritas. Sebaliknya, Subramaniam (2018), Margaretha dan Febriani (2018) serta Benjamin et al (2016) menyatakan *board independence* berpengaruh *negative* signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Berbeda dengan hasil penelitian Hadistira et al (2019) serta Perwira dan Ratnaningsih (2019) yang mengungkapkan bahwa dewan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan penentuan dividen ditentukan oleh pemegang saham mayoritas dan kurang efektifnya peran dewan komisaris independen dalam mempengaruhi keputusan pembagian dividen perusahaan.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh *Family Ownership* terhadap Kebijakan Dividen

Subramaniam (2018) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa terdapat hubungan yang *positif* signifikan antara *family ownership* dengan kebijakan dividen. Hal ini didukung oleh Ayu dan Viverita (2020) serta Benjamin et al (2016) Hasil *negative* signifikan diperoleh Wu, et al (2019) pada perusahaan di Taiwan yang mengatakan bahwa perusahaan yang dikendalikan keluarga membagikan dividen lebih kecil daripada perusahaan non keluarga. Hal ini sejalan dengan penelitian oleh Yousaf et al (2019) serta Perwira dan Ratnaningsih (2019).

Berdasarkan penelitian di atas maka dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H1: Terdapat pengaruh *Family Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap Kebijakan Dividen

Investor menyukai perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi karena menunjukkan kemampuan menghasilkan tingkat keuntungan lebih besar dan efisiensi operasi perusahaan. Dengan hasil tersebut diharapkan perusahaan akan membayar dividen lebih besar. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* bahwa perusahaan memberikan sinyal mengenai prospek perusahaan dimasa depan.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Madyan, et al (2021) serta Margaretha dan Febriyanti (2018) menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif dengan kebijakan dividen. Namun hasil berbeda terdapat pada penelitian Septiani et al (2020) dan Imawati (2016) yang mengungkapkan ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini disebabkan perusahaan menggunakan keuntungan sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan pada sektor-sektor yang produktif guna memperoleh keuntungan yang lebih besar dan memperkuat modal perusahaan di tahun selanjutnya.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Terdapat pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Tabari dan Shirazi (2015), menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan posisi kas dan likuiditas yang besar secara keseluruhan mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Berbeda dengan penelitian oleh Wu et al (2019) serta Astiti et al (2017) yang menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *current ratio* dengan *dividend payout ratio*.

H3: Terdapat pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan yang berkinerja baik cenderung menggunakan utang untuk membiayai kegiatan ekspansi perusahaan, apabila perusahaan tidak mempunyai dana internal untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut. Pelunasan utang pada jatuh tempo menuntut perusahaan menyediakan dana dengan cara melakukan penyimpanan laba. Semakin besar hutang yang harus dilunasi, semakin besar pula dana yang harus disediakan oleh perusahaan, maka dividen yang dibagikan akan semakin kecil. Pernyataan ini didukung dengan penelitian Ayu dan Viverita (2020), Tahir, et al (2020) serta Wu, et al (2019). Berbeda dengan hasil penelitian dari Hartono dan Matusin (2020) menjelaskan bahwa

leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini didukung oleh Amelia dan Asmara (2019) serta Astiti, et al (2017).

H4: Terdapat pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh Sales Growth Terhadap Kebijakan Dividen

Pada penelitian yang ditemukan oleh Subramaniam (2018) memperlihatkan adanya *sales growth* yang berpengaruh negatif dengan kebijakan dividen. Hal ini disebabkan semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, cenderung membutuhkan dana besar yang berasal dari laba ditahan, dibandingkan dengan sumber pembiayaan lain seperti penerbitan saham baru, sehingga berakibat memberikan dividen yang rendah. Pengaruh negatif juga didukung oleh penelitian Maladjian dan Khoury (2014). Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Benjamin et al (2016) yang menyatakan bahwa *sales growth* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

H5: Terdapat pengaruh *Sales Growth* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh Firm Size terhadap Kebijakan Dividen

Ukuran perusahaan merupakan gambaran besar atau kecilnya suatu perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Subramaniam (2018), Madyan et al (2021) serta Benjamin et al (2016) menunjukkan hubungan positif signifikan antara *firm size* dengan pembayaran dividen. Sebaliknya, Hartono dan Matusin (2020), Yousaf et al (2019) serta Septiani, et al (2020) mengemukakan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan antara *firm size* dengan *dividend policy*.

H6: Terdapat pengaruh *Firm Size* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh Board Independence terhadap Kebijakan Dividen

Poniman, et al (2018) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa semakin besar jumlah dewan komisaris independen, akan berdampak pada pemberian dividen yang semakin besar. Sebaliknya, Subramaniam (2018), Margaretha dan Febriani (2018) serta Benjamin et al (2016) menyatakan *board independence* berpengaruh *negative* signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Selain itu terdapat penelitian dari Hadistira, et al (2019) serta Perwira dan Ratnaningsih (2019) yang menunjukkan bahwa *board independence* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H7: Terdapat pengaruh *Board Independence* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Sales Growth, Firm Size dan Board Independence Terhadap Kebijakan Dividen

Untuk meneliti apakah variabel independen (*Family ownership*, Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage*, *Sales Growth*, *Firm Size*, dan *Board Independence*) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (kebijakan dividen) maka hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H8: Terdapat pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Sales Growth, Firm Size, dan Board Independence terhadap Kebijakan Dividen

METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengambil sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menyediakan laporan lengkap dalam mata uang rupiah (Rp) selama tahun 2015-2019.
2. Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang tidak mengalami *delisting* selama periode penelitian.
3. Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan memiliki kepemilikan keluarga selama tahun 2015-2019.

Berdasarkan kerangka konseptual penelitian, maka untuk menganalisis pengaruh *family ownership, return on asset, current ratio, debt, growth, firm size dan board independence* terhadap kebijakan dividen, model persamaan yang dibentuk sebagai berikut:

$$DPR = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 DER_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 IND_BD_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

α	= konstanta
β	= koefisien regresi
DPR	= <i>Dividend Payout Ratio</i>
FO	= <i>Family Ownership</i>
ROA	= <i>Return On Asset</i>
CR	= <i>Current Ratio</i>
DEBT	= <i>Debt Equity Ratio</i>
GROWTH	= <i>Sales Growth</i>
SIZE	= <i>Firm Size</i>
BD_IND	= <i>Board Independence</i>
ε	= <i>Standard error</i>

Family Ownership = *Dummy* memiliki saham 1, tidak memiliki saham 0.

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menjelaskan tentang karakteristik data yang digunakan dalam penelitian berdasarkan nilai mean, maksimum, minimum, dan standar deviasi. Nilai maksimum adalah nilai tertinggi untuk setiap variabel, sedangkan nilai minimum merupakan nilai terendah untuk setiap variabel. Standar deviasi merupakan sebaran data yang digunakan untuk mencerminkan data tersebut homogen atau heterogen.

Uji t (Uji Parsial)

Uji t dilakukan untuk menguji apakah masing-masing variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Tingkat signifikan dalam penelitian ini sebesar 5%, yang berarti risiko kesalahan pengambilan keputusan sebesar 5%. Pengujian hipotesis dalam uji t yaitu:

H₀: Variabel independen tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

H_a: Variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

Kriteria pengambilan keputusan :

- a. Jika sig dari $t < 0.05$ maka H₀ ditolak
- b. Jika sig dari $t > 0.05$ maka H₀ diterima

Uji Serentak (Uji F)

Uji F atau yang dikenal dengan uji anova bertujuan untuk menunjukkan bahwa semua variabel independen dalam pengujian memiliki pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen. Kriteria pengambilan keputusan:

- a. Jika probabilitas $F > \alpha$ 0,05 maka H_0 ditolak yang artinya secara simultan variabel independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen, sehingga model regresi tidak layak digunakan untuk penelitian.
- b. Jika probabilitas $F < \alpha$ 0,05 maka H_0 diterima yang artinya secara simultan variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen, sehingga model regresi layak digunakan untuk penelitian.

Tabel 1
Variabel dan Pengukuran

Variabel	Pengukuran	Referensi
Dependen		
Dividend Payout Ratio (DPR)	$DPR = \frac{\text{Cash Dividend}}{\text{Net Income}} \times 100\%$	Madyan et al (2021), Tahir et al (2020), Sharma dan Bakshi (2019), Benjamin et al (2016), Brigham (2019)
Independen		
Family Ownership (FO)	$FO = \frac{\text{Juml saham yang dimiliki keluarga}}{\text{Total Saham}}$	Wu et al (2019), Aryani dan Wicaksono (2019), Subramaniam (2018)
Return On Asset	$ROA = \frac{EAT}{\text{Total Asset}} \times 100\%$	Madyan et al (2021), Atmoko et al (2017)
Current Ratio	$CR = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}} \times 100\%$	Hartono et al (2020) Wu et al (2019), Sharma dan Bakshi (2019), Kasmir (2018)
Growth	$\text{Growth} = \frac{\text{Net Sales}_t - \text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}} \times 100\%$	Hartono dan Matusin (2020), Subramaniam (2018)
Size	Size = Ln Total Asset	Ayu dan Viverita (2020), Surasmi et al (2019), Subramaniam (2018)
Debt to Equity Ratio	$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$	Hartono dan Matusin (2020), Wahjudi (2019),

Variabel	Pengukuran	Referensi
Board of Independence	$B. Ind = \frac{\text{Total Board Independent Directors}}{\text{Total Board Directors}}$	Hadistira et al (2019), Subramaniam (2018), Poniman (2018) Benjamin et al (2016)

PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menjelaskan tentang karakteristik data yang digunakan dalam penelitian yang dilihat dari nilai minimum, maksimum, *mean*, dan standar deviasi. Nilai minimum merupakan nilai terendah untuk setiap variabel, sedangkan nilai maksimum merupakan nilai tertinggi untuk setiap variabel dalam penelitian. Nilai *mean* merupakan nilai rata-rata dari setiap variabel dalam penelitian. Standar deviasi merupakan sebaran data penelitian yang digunakan untuk mencerminkan data itu heterogen atau homogen yang bersifat fluktuatif.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	DPR	FAM	ROA	CR	DER	SALES	FRM	BOARD
Mean	0.402898	0.775694	0.155510	3.331552	1.527968	0.115307	21.96339	0.402196
Median	0.265700	0.805300	0.077950	2.480200	0.732600	0.101100	22.77605	0.400000
Maximum	2.492600	0.996100	0.997100	19.30650	14.29570	2.028600	28.31070	0.833300
Minimum	0.012000	0.500800	0.000700	0.132800	0.015400	-0.849800	13.51200	0.000000
Std. Dev.	0.423770	0.131710	0.188611	3.157981	2.192063	0.536201	3.661574	0.160301

Sumber: Olahdata dengan Eviews 10, 2021

Dari hasil statistik deskriptif pada tabel 2, maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. DPR *memiliki* nilai rata- rata 0.402898 dengan nilai standar deviasi 0.423770. PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk., memiliki DPR terbesar dengan nilai 3,028644 pada tahun 2017, sedangkan PT. Phapros Tbk. memiliki DPR terkecil 0,011970 pada tahun 2019.
2. *Family ownership memiliki* nilai rata- rata 0.775694 dengan nilai standar deviasi 0.131710. PT. Nippon Indosari Corpindo Tbk. memiliki *Family ownership* terbesar dengan nilai 0,996084 pada tahun 2015 dan PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. memiliki *Family ownership* terkecil 0,500828 pada tahun 2015 - 2019.
3. ROA memiliki nilai rata- rata 0.155510 dengan nilai standar deviasi 0.188611. PT. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. memiliki *ROA* terbesar dengan nilai 0,644167 pada tahun 2016, sedangkan PT. Kedaung Indah Can Tbk. memiliki *ROA* terkecil -0,023575 pada tahun 2019.
4. *Current Ratio memiliki* nilai rata- rata 3.331552 dengan nilai standar deviasi 3.157981. PT. Mandom Indonesia Tbk memiliki *current Ratio* terbesar dengan nilai 19,306468 pada tahun 2017, sedangkan PT. PT. Kalbe Farma Tbk. memiliki *current ratio* terkecil 0,132484 pada tahun 2019.

5. *Debt to equity ratio* memiliki nilai rata-rata 1.527968 dengan nilai standar deviasi 2.192063. PT. Sekar Bumi Tbk. memiliki *debt to equity ratio* terbesar dengan nilai 14,295712 pada tahun 2015, sedangkan PT. Mustika Ratu Tbk. memiliki *debt to equity ratio* terkecil 0,015418 pada tahun 2019.
6. *Sales Growth* memiliki nilai rata-rata 0.115307 dengan nilai standar deviasi 0.536201. PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk. memiliki *sales* terbesar dengan nilai 1,608339 pada tahun 2017, sedangkan PT. Mandom Indonesia Tbk. memiliki *sales* terkecil - 0,849792 pada tahun 2019.
7. Ukuran Perusahaan memiliki nilai rata-rata 21.96339 dengan nilai standar deviasi 3.661574. Ukuran Perusahaan tertinggi terjadi pada PT. Indofood Sukses Makmur Tbk dengan nilai 32,200956 pada tahun 2018 dan terendah terjadi pada PT. Pratama Abadi Nusa Industri Tbk dengan nilai 13,511955 pada tahun 2018.
8. *Board Independence* memiliki nilai rata-rata 0.402196 dengan nilai standar deviasi 0.160301. *Board Independence* tertinggi terjadi pada PT Unilever Indonesia Tbk dengan nilai 0.83 pada tahun 2017-2018 dan terendah terjadi pada PT. Nippon Indosari Corpindo Tbk dengan nilai 0.00 pada tahun 2015-2016.

Adapun hasil persamaan regresi berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0.120612 + 0.694005 \text{ FAM} - 0.092261 \text{ ROA} - 0.001775 \text{ CR} - 0.000192 \text{ DER} - 0.095483 \text{ SALES} - 0.011331 \text{ FRM} + 0.060644 \text{ BOARD}$$

Uji Hipotesis (Uji t)

Uji T merupakan pengujian koefisien regresi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen untuk mengetahui seberapa besar pengaruh dari *Family ownership*, *ROA*, *Current Ratio*, *Debt to equity ratio*, *Sales growth*, Ukuran Perusahaan, dan *Board Independence* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Tabel 3
Hasil Uji t

Variabel Independen	Variabel Dependen		
	DPR		
	Koefisien	Probabilitas	Kesimpulan
Konstanta	0.120612	-	-
FAM	0.694005	0.0239	Positif Signifikan
ROA	-0.092261	0.0183	Negatif Signifikan
CR	-0.001775	0.0003	Negatif Signifikan
DER	-0.000192	0.9417	Tidak Signifikan
SALES	-0.095483	0.0000	Negatif Signifikan
FRM	-0.011331	0.0004	Negatif Signifikan
BOARD	0.060644	0.4432	Tidak Signifikan

Sumber: *Output* Regresi Data Panel Eviews 10, 2021

Uji Serentak (Uji F)

Berdasarkan hasil uji F, terlihat bahwa probabilita *F-statistic* menghasilkan nilai sebesar $0,000000 < 0,05$. Dengan demikian hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen yaitu *family ownership*, *return on asset*, *current ratio*, *debt*, *growth*, *firm size*, dan *board independence*

memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen sehingga model regresi layak digunakan dalam penelitian ini.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji t, maka dapat dijelaskan pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen sebagai berikut:

H1: Terdapat Pengaruh *Family Ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil uji regresi, hasil penelitian ini menunjukkan terdapat pengaruh positif dan signifikan antara kepemilikan keluarga terhadap DPR dengan nilai probabilitas sebesar 0.0239 dan nilai koefisien 0.694005. Pengaruh ini menjelaskan semakin tinggi kepemilikan keluarga suatu perusahaan maka pembayaran dividen perusahaan yang digunakan semakin tinggi. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan temuan Subramaniam (2018), Ayu dan Viverita (2020), serta Benjamin et al (2016).

Penelitian yang dilakukan (Ayu & Viverita, 2020) ditemukan pengaruh positif dan signifikan antara kepemilikan keluarga terhadap DPR. Kepemilikan keluarga yang ada di perusahaan dapat menyelaraskan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham sehingga konflik keagenan dapat diminimalisasikan. Hal tersebut sesuai dengan penelitian Subramaniam (2018) bahwa perusahaan keluarga membagikan dividen lebih tinggi dipengaruhi motif kebutuhan pendapatan. Perusahaan keluarga sengaja membayarkan dividen dalam jumlah yang tinggi untuk memperlakukan pemegang saham minoritas secara baik sehingga akan menurunkan tensi kendalinya terhadap mayoritas. Selain itu, motivasi dalam membangun reputasi baik dengan membayar dividen tinggi ini juga dapat dilakukan jika perusahaan berencana menerbitkan tambahan ekuitas di masa mendatang.

Penelitian yang dilakukan (Suhartono, 2015) menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pengendali memiliki hak suara yang lebih besar dalam pemilihan direksi dan komisaris dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sehingga direksi dan komisaris perusahaan dijabat oleh anggota keluarga. Berdasarkan teori yang dikembangkan oleh (Jensen & Meckling, 1976), perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dapat meminimalkan atau menghilangkan masalah dan biaya keagenan antara pemegang saham mayoritas dan manajemen. Namun, hal itu akan menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas. Manajemen cenderung meningkatkan dividen untuk mengurangi konflik keagenan.

Berdasarkan hasil penelitian, nilai maksimal kepemilikan keluarga tahun 2015 sebesar 0.996100 pada PT. Nippon Indosari Corpindo Tbk, perusahaan roti terbesar di Indonesia dengan kode emiten ROTI. Perusahaan yang dikenal dengan produknya Sari Roti merupakan anak perusahaan dari Salim Group. Pada tahun 2015 perusahaan melakukan *buyback* saham sejumlah 50,61 juta lembar saham. Hal ini bertujuan untuk menambah tingkat kepemilikan dan stabilisasi harga saham atas kondisi yang fluktuatif serta pengelolaan modal jangka panjang.

H2: Terdapat pengaruh antara ROA terhadap DPR

Berdasarkan hasil uji regresi, hasil penelitian ini menunjukkan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara ROA terhadap DPR dengan nilai probabilitas sebesar 0.0183 dan nilai koefisien -0.092261. Pengaruh ini menjelaskan semakin besar profitabilitas suatu perusahaan maka pembayaran dividen semakin rendah. Temuan ini sesuai dengan temuan Septiani et al (2020) dan Imawati (2016) yang menyatakan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara Profitabilitas terhadap DPR

Penelitian yang dilakukan (Imawati, 2016) menyatakan bahwa tanda negatif dalam *Return On Assets* (ROA) menunjukkan adanya penurunan pembayaran dividen oleh perusahaan. Perusahaan banyak menginvestasikan dananya pada aktiva tetap. Hal ini mengakibatkan berkurangnya pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan.

Rasio profitabilitas yang semakin tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki manajemen yang baik dan mampu mengelola sumber daya dengan baik dan efisien. ROA yang semakin tinggi juga menunjukkan bahwa biaya harga pokok perolehan dan beban yang dikeluarkan relatif kecil dibandingkan dengan penjualan bersih yang diperoleh perusahaan dalam satu periode. Jika ROA tinggi, perusahaan dapat menarik investor untuk menanam modal ke perusahaan karena perusahaan terbukti untuk dapat mengelola sumber daya yang dimiliki secara efisien. Modal yang diperoleh dapat digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan kegiatan operasional perusahaan yang nantinya dapat meningkatkan pertumbuhan laba perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian, nilai maksimal ROA sebesar 0.997100 pada PT. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO) tahun 2016. Perusahaan melakukan akuisisi PT. Berlico Mulia Farma yang bergerak dibidang industri jamu dan farmasi di tahun 2016. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi lebih menyukai pembiayaan ekspansi dengan menggunakan sumber dana internal dibandingkan membagikan dalam bentuk dividen.

H3: Terdapat pengaruh antara *Current Ratio* terhadap DPR

Berdasarkan hasil uji regresi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara *Current Ratio* terhadap DPR dengan nilai probabilitas sebesar 0.0003 dan nilai koefisien -0.00177. Pengaruh ini menjelaskan semakin besar *Current Ratio* yang dimiliki suatu perusahaan maka pembayaran dividen semakin rendah. Temuan ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Wu et al (2019) Astiti et al (2017).

Hasil negatif dapat disebabkan karena perusahaan ingin berfokus pada pengembangan aset perusahaan sehingga dana yang ada digunakan untuk pengembangan perusahaan. Rasio lancar yang tinggi umumnya menunjukkan posisi likuiditas yang sangat kuat dan aman, atau menunjukkan bahwa perusahaan memiliki terlalu banyak persediaan lama yang harus dihapuskan dan terlalu banyak piutang lama yang dapat berubah menjadi piutang tak tertagih. Bagi seorang kreditur, khususnya kreditur jangka pendek seperti pemasok, semakin tinggi rasio lancar semakin baik. Bagi perusahaan, rasio lancar yang tinggi menunjukkan likuiditas, tetapi juga dapat menunjukkan penggunaan kas dan aset jangka pendek lainnya yang tidak efisien.

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai maksimal *current ratio* perusahaan manufaktur barang konsumsi mencapai 19.30650 pada PT. Mandom Indonesia Tbk. Hal ini menunjukkan aset lancar perusahaan 19.31 kali lebih banyak dari kewajiban lancarnya. Rasio lancar yang tinggi mengindikasikan perusahaan tidak mengalokasikan aktiva lancarnya secara optimal yang berakibat mengurangi kemampuan laba perusahaan.

H4: Tidak Terdapat pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap DPR

Berdasarkan hasil uji regresi, hasil penelitian ini menunjukkan tidak terdapat pengaruh antara *debt to equity ratio* terhadap DPR dengan nilai probabilitas sebesar -0.9417 dan nilai koefisien 0.000192. Hal ini menjelaskan bahwa besar kecilnya nilai DPR tidak terpengaruh oleh *debt to equity ratio*. Temuan ini sesuai dengan penelitian oleh

Hartono dan Matusin (2020), Amelia dan Asmara (2019) serta Astiti et al (2017) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *debt to equity ratio* terhadap DPR

Hasil penelitian ini berlawanan arah dengan teori yang mengatakan bahwa peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang diterima karena kewajibannya untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen (Jensen & Meckling, 1976). Menurut Astiti et al (2017) peningkatan rasio hutang suatu perusahaan tidak akan mempengaruhi pendapatan yang akan diterima pemegang saham. Hal ini dapat terjadi karena kewajiban perusahaan melunasi hutang yang ada tidak dibiayai dari laba perusahaan, melainkan dibiayai dari sumber eksternal yaitu modal pemegang saham. Tujuannya agar keuntungan yang baru dihasilkan dapat digunakan untuk membayar dividen kepada pemegang saham

Menurut Hartono dan Matusin (2020) *debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*, disebabkan penggunaan hutang dalam pendanaan perusahaan akan lebih berdampak dalam manajemen perusahaan. Pemegang saham akan mengutamakan pendanaan perusahaan melalui hutang. Pemilik perusahaan akan mengupayakan untuk mendapatkan dividen dari keuntungan yang didapatkan perusahaan daripada menggunakannya untuk membiayai hutang.

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai maksimal *debt to equity ratio* perusahaan manufaktur barang konsumsi mencapai 14.29570 pada PT. Sekar Bumi Tbk., perusahaan yang bergerak dibidang makanan olahan beku hasil laut. Hal ini disebabkan adanya perpanjangan dan restrukturisasi pembiayaan modal kerja dari Bank Muamalat Tbk. Semakin tinggi tingkat utang akan mempengaruhi keuntungan perusahaan karena harus membayar beban bunga, namun disisi lain pendanaan melalui utang dapat menghemat beban pajak tahun berjalan.

H5: Terdapat pengaruh antara *Sales Growth* terhadap DPR

Berdasarkan hasil uji regresi, hasil penelitian ini menunjukkan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara *Sales Growth* terhadap DPR dengan nilai probabilitas sebesar 0.0000 dan nilai koefisien -0.095483. Pengaruh ini menjelaskan semakin tinggi *Sales Growth* yang dimiliki suatu perusahaan maka pembayaran dividen semakin rendah. Temuan ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Subramaniam (2018) serta Maladjian dan Khoury (2014).

Berdasarkan penelitian, PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk memperoleh nilai maksimal sales growth sebesar 2.028600. Salah satu produk unggulannya adalah beras dan makanan pokok contohnya mie kering serta makanan konsumsi (wafer, biskuit, permen dan *snack* lainnya). Pertumbuhan penjualan berasal dari kenaikan penjualan makanan pokok dan makanan konsumsi. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi, umumnya lebih menyukai menggunakan labanya untuk membiayai investasi dan ekspansi perusahaan dibanding untuk membayar dividen.

H6: Terdapat pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap DPR

Berdasarkan hasil uji regresi, hasil penelitian ini menunjukkan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara Ukuran Perusahaan terhadap DPR dengan nilai probabilitas sebesar 0.0004 dan nilai koefisien -0.011331. Pengaruh ini menjelaskan semakin tinggi ukuran perusahaan yang dimiliki suatu perusahaan maka pembayaran dividen semakin rendah. Temuan ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Hartono dan Matusin (2020), Septiani et al (2020) serta Yousaf et al (2019).

Menurut Septiani et al (2020), ukuran perusahaan didasarkan oleh total aset yang dimiliki perusahaan tersebut. Hasil negatif disebabkan karena perusahaan akan lebih memilih untuk meningkatkan total asetnya dengan menambah aset-aset baru atau menambah investasi, sehingga proporsi dana yang tersedia untuk pembagian dividen menjadi lebih kecil. Ketika dana yang tersedia telah digunakan untuk menambah aset-aset baru atau menambah investasi, maka manajemen akan cenderung mengambil kebijakan dividen yang rendah, begitupun sebaliknya

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai maksimal *firm size* perusahaan manufaktur barang konsumsi sebesar 28.31070 pada PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. PT. Indofood telah bertransformasi menjadi perusahaan *total food solution*, dimana kegiatan operasionalnya mencakup seluruh tahapan produksi makanan, mulai dari produksi, pengolahan bahan baku hingga menjadi produk akhir. Perusahaan memilih untuk melakukan ekspansi usahanya dengan membangun tiga pabrik kelapa sawit baru dan akuisisi pabrik gula di Brazil dibandingkan memperbesar pembayaran dividen.

H7: Tidak Terdapat pengaruh *Board Independence* terhadap DPR

Berdasarkan hasil uji regresi, hasil penelitian ini menunjukkan tidak terdapat pengaruh antara *Board Independence* terhadap DPR dengan nilai probabilitas sebesar 0.4432 dan nilai koefisien 0.060644. Hal ini menjelaskan bahwa besar kecilnya nilai *Board Independence* tidak terpengaruh oleh DPR. Temuan ini sesuai dengan penelitian oleh Hadistira et al (2019) serta Prawira dan Ratnaningsih (2019) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *Board Independence* terhadap DPR

Penelitian yang dilakukan Hadistira, et al (2019) menjelaskan bahwa peran komisaris independen di perusahaan hanya sebatas untuk mengawasi kegiatan dan kebijakan yang dilakukan oleh dewan direksi dan memberikan saran kepada dewan direksi. Seharusnya komisaris independen menjalankan kewajibannya tidak hanya demi kepentingan perusahaan tetapi juga kepentingan pemegang saham yaitu mengenai pembagian dividen di perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai maksimal *board independence* perusahaan manufaktur barang konsumsi sebesar 0.833300 pada PT. Unilever Indonesia Tbk. Pembayaran dividen selama periode penelitian mengalami fluktuasi. Berfluktuasinya *dividend payout ratio* terjadi karena PT. Unilever Indonesia, Tbk tidak membagikan seluruh laba dalam bentuk dividen walaupun ada kenaikan laba bersih dan lebih memilih untuk membiayai perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat.

H8: Terdapat pengaruh *Family Ownership, ROA, Current Ratio, DER, Sales Growth, Ukuran Perusahaan, Board Independence* terhadap DPR

Adjusted R-squared menunjukkan nilai sebesar 0.906233 atau sebesar 90,6 %. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat 90,6 % variabel Kebijakan Dividen dijelaskan oleh variabel Kepemilikan Keluarga, Profitabilitas, *Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Sales Growth, Ukuran Perusahaan, dan Board Independence* sedangkan sisanya sebesar 9,4 % dijelaskan variabel lain yang tidak dijelaskan dalam variabel ini. Hal tersebut menjelaskan bahwa terdapat hubungan kuat antara Kepemilikan Keluarga, Profitabilitas, *Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Ukuran Perusahaan, dan Board Independence* terhadap *Dividend Payout Ratio*. Adapun nilai probabilitas F-statistik sebesar 0.000000 yang berarti bahwa variabel tersebut berpengaruh signifikan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Family ownership*, *Return On Asset*, *Current Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, *Sales Growth*, Ukuran Perusahaan, dan *Board Independence* terhadap *Dividend Payout Ratio* perusahaan manufaktur barang konsumsi yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015- 2019. Kesimpulan yang dapat diambil dari hasil penelitian ini adalah 1) Kepemilikan Keluarga berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. 2) Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. 3) Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan antara terhadap DPR. 4) *Leverage* tidak berpengaruh terhadap DPR. 5) Pertumbuhan Penjualan berpengaruh negatif terhadap DPR. 6) Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. 7) *Board Independence* tidak berpengaruh terhadap DPR. 8) Berdasarkan hasil *Adjusted R- squared* menunjukkan sebesar 0.906233 atau sebesar 90,6 %. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat 90,6 % variabel Kebijakan Dividen dijelaskan oleh variabel Kepemilikan Keluarga, Profitabilitas, *Current Ratio*, DER, *Sales Growth*, Ukuran Perusahaan, dan *Board Independence* sedangkan sisanya sebesar 9,4 % dijelaskan variabel lain yang tidak dijelaskan dalam variabel ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Amelia, Y., & Asmara, R. Y. (2019). The Effect of Current Ratio, Debt to Equity Ratio and Return in The Consumer Goods Industry Sector Listed in Indonesia Stock Exchange 2012-2017. *International Humanities and Applied Science Journal*, 2(3), 30–37. <https://doi.org/10.22441/ihaj.2019.v2i2.04>
- Aryani, M. G. A., & Wicaksono, D. A. (2019). Kepemilikan Keluarga dan Kebijakan Dividen dengan Moderasi Kepemilikan Asing. *INOBISS: Jurnal Inovasi Bisnis dan Manajemen Indonesia*, 2(4), 586-596. <https://doi.org/10.31842/jurnal-inobis.v2i4.114>
- Astiti, N. K. A., Yuniarta, G. A., AK, S., & Edy Sujana, S. E. (2017). Pengaruh Debt To Equity Ratio (DER), Current Ratio (CR), Net Present Margin (NPM), Return On Asset (ROA), Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) Studi Pada Perusahaan Basic Industry Dan Properti, Real Estate & Building Contruction Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi) Undiksha*, 7(1). DOI: <http://dx.doi.org/10.23887/jimat.v7i1.9375>
- Ayu, L., & Viverita, V. (2020). The Effect of Family Ownership and Control on Dividend Policy of Publicly Listed Firms in Indonesia and Malaysia. *Indonesian Capital Market Review*, 1-11. DOI: <https://doi.org/10.21002/icmr.v12i1.12048>
- Benjamin, S. J., Wasiuzzaman, S., Mokhtarina, H., & Nejad, N. R. (2016). Family ownership and dividend payout in Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*. DOI: <http://dx.doi.org/10.1108/IJMF-08-2014-0114>
- Bisnis.com (2020). Kinerja ihsg kuartalI2020-sektor barang konsumsi. [https://market.bisnis.com/read/20200403/7/1222199/kinerja-ihsg-kuartal-i2020-sektor-barang-konsumsi-pimpin-kinerja-sektoral-\(diakses 2 November 2021\)](https://market.bisnis.com/read/20200403/7/1222199/kinerja-ihsg-kuartal-i2020-sektor-barang-konsumsi-pimpin-kinerja-sektoral-(diakses%20November%202021))
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2021). *Investments*. 12th Edition. New York: Mc Graw Hill.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management*. 15st edition. Singapore: Cengage Learning.

- Dewi, K. Y., & Rahyuda, H. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Di Bei. *E-Jurnal Manajemen*, 9(4), 1252-1272. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2020.v09.i04.p02>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/725104>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance Global Edition* 14th. England: Pearson Educational Limited.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika dengan Eviews 10*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2020). *Dasar - Dasar Ekonometrika*, Edisi kelima, ISBN 978-979-061-064-4, Jakarta: Salemba Empat
- Hadistira, V., Buchdadi, A. D., & 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. *JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 10(1), 167-184. <http://dx.doi.org/10.21009/JRMSI.010.1.08>
- Hartono, P. G., & Matusin, A. R. (2020). Determinants of Dividend Policy of Real Estate, Property, and Building Construction Companies Listed in IDX with Unbalanced Panel Data Approach. *TIJAB (The International Journal of Applied Business)*, 4(2), 139-156. DOI: <http://dx.doi.org/10.20473/tijab.V4.I2.2020.139-156>
- Hussein, A. S. (2019). *Manajemen Bisnis Keluarga*. Universitas Brawijaya Press.
- Imawati, M. (2016). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Pay Out Ratio Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013. *Jurnal Ekonomi*, 18(1), 80-92. <https://doi.org/10.37721/je.v18i1.288>
- 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>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kariyoto. (2017). *Analisa Laporan Keuangan*. Malang: UB Press.
- Kasmir. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi kesatu. Cetakan kedelapan. ISBN: 978-979-769-216-2. Jakarta: Rajawali Press.
- Kementrian Perindustrian. (2019). *Pemerintah serius tingkatkan investasi sektor manufaktur*. <https://kemenperin.go.id/artikel/21254/Pemerintah-Serius-Tingkatkan-Investasi-Sektor-Manufaktur> (diakses pada tanggal 31 Oktober 2021)
- Kılıncarslan, E. (2018). The factors determining the dividend policy of financial firms listed on the bursa istanbul. *Boğaziçi Journal*, 32(1), 1-31. <http://dx.doi.org/10.21773/boun.32.1.5>
- Kontan.co.id (2019). Indeks saham sektor barang konsumsi. <https://investasi.kontan.co.id/news/indeks-saham-sektor-barang-konsumsi-turun-begini-pendapat-analis> (diakses pada tanggal 31 Oktober 2021)
- Lerebulan, E., Susilawati, R. A. E., & sulistyoy, sulistyoy. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Pendanaan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur

- (Studi Pada Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 4(2). Retrieved from <https://ejournal.unikama.ac.id/index.php/jrma/article/view/1378>
- Gordon, M., & Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1910664>.
- Lucyanda, J., Lilyana. (2012). Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur kepemilikan terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 4(2), 129-138. DOI: <https://doi.org/10.15294/jda.v4i2.2171>
- Madyan, M., Sasikirono, N., Kusmayana, W., & Meidiaswati, H. (2021). The Role of Family Involvement in Moderating the Relationship Between Company Characteristics and Dividend Policy in Indonesia. *Matrik: Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 75 - 85. <https://doi.org/10.24843/MATRIK:JMBK.2021.v15.i01.p07>
- Maladjian, C. dan Khoury, R.E. (2014). *Determinants of the Dividend Policy: An Empirical Study on the Lebanese Listed Banks*. *International Journal Economics and Finance*, 6(4): 240 -256. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n4p240>
- Margaretha, F., dan Febriani, M. 2018. Factors That Determine Dividend Policy On Banking in The Indonesia Stock Exchange. *Bussiness and Entrepreneurial Review*, 18 (2), 145-164. <http://dx.doi.org/10.25105/ber.v18i2.5332>
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. Retrieved July 27, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2351143>
- Musthafa, H. (2017). *Manajemen Keuangan edisi pertama*. Yogyakarta. Penerbit Andi.
- Perwira, H., & Ratnaningsih, D. (2019). Pengaruh Struktur Kepemilikan Ultimat dan Struktur Dewan Komisaris Independen terhadap Dividend Payout Ratio. *MODUS* 31(1): 89-104. DOI: <https://doi.org/10.24002/modus.v31i1.1956>
- 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>
- Price Waterhouse Coopers Indonesia (PwC). (2014). *Survey Bisnis Keluarga 2014. November 2014, November, 1–35*. <https://www.pwc.com/id/en/publications/assets/indonesia-report-family-business-survey-2014.pdf>
- 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, <https://doi.org/10.1108/17439131311298511>
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review* 63(2), 134-39. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1817064>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamental of Corporate Finance*. International Edition. 9th edition. New York: Mc Graw-Hill.
- Sartono, A. (2015). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* . Edisi Lima. Jakarta: Rajawali Pers.
- Septiani, M., Ariyani, N., & Ispriyahadi, H. (2020). The effect of stock prices, return on assets, and firm size on dividend payout ratio: evidence from Indonesian financial

- service companies. *Diponegoro International Journal of Business*, 3(1), 17-27. <https://doi.org/10.14710/dijb.3.1.2020.17-27>
- Sharma, R. K., & Bakshi, A. (2019). An evident prescience of determinants of dividend policy of Indian real estate companies: An empirical analysis using co-integration regression and generalised method of moments. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(3), 358–384. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-02-2019-0012>
- Subramaniam, V. (2018). Family Ownership and Dividend Policy: Empirical Evidence from Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 13(5), 112. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n5p112>
- Suhartono, A. (2015). The Effect of Free cash flow and Ownership Structure on Dividend payout ratio in Manufacturing Companies in Indonesia. *The Indonesian Accounting Review*, 5(2), 129-140. DOI: <http://dx.doi.org/10.14414/tiar.v5i2.643>
- Surasmi, I. A., Widari, D. A. P. N., Warmana, G. O., & Widnyana, I. W. (2019). The Impact of Business Risk on Dividend Policy in Manufacturing Companies Listed on Indonesia Stock Exchange. *Academy of Social Science Journals*, 4(11), 1488–1493. <http://assj.info/index.php/assj/article/view/2531/2051>
- Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. (2020). Determinants of Dividend Pay-Out Policy of Listed Non-financial Firms in Malaysia. *International Journal of Financial Research*, 11(2), 68-76. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n2p68>
- Tabari, N. A. Y., & Shirazi, S. (2015). Examining the determinants of dividend policy in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 5, 2375-2382. Retrivied from <https://cibtech.org/sp.ed/jls/2015/03/276-JLS-S3-281-18-4.pdf>
- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39 (1), 4-17. DOI: <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>
- Wijayanti, L. (2014). Pengaruh Kontrol Keluarga dan Komisaris Independen Terhadap Kebijakan Deviden dan Struktur Modal Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI. *Majalah Ekonomi*, 24(1). Retrivied from <https://media.neliti.com/media/publications/3992-ID-pengaruh-kontrol-keluarga-dan-komisaris-independen-terhadap-kebijakan-deviden-da.pdf>
- Wu, M., Ni, Y., & Huang, P. (2019). Dividend payouts and family-controlled firms-The effect of culture on business. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 75, 221–228. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.03.004>
- Yousaf, I., Ali, S., & Hassan, A. (2019). Effect of family control on corporate dividend policy of firms in Pakistan. *Financial Innovation*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0158-9>
- Zutter, C. J., & Smart, S. B. (2019). *Principles of Managerial Finance, Brief, eBook*. London: Pearson Higher Ed.