

PENGARUH KEPEMILIKAN KELUARGA TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *BOARD OF INDEPENDENCE* SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Poniman, Sutrisno T, dan Abdul Ghofar

Universitas Brawijaya

ponimanlau@yahoo.co.id, sutrisnoub03@gmail.com, ghofar@ub.ac.id

Abstract. High concentration of family ownership in East Asia has led to agency conflicts between the majority and minority shareholders potentially affecting the company's dividend policy. This study aims to examine the effect of family ownership on dividend policy. This study also examined the role of board of independence as a moderator in strengthening the influence of family ownership on dividend policy. The result proves that family ownership negatively affects dividend policy but with the existence of board of independence, family ownership has positive effect on dividend policy. This study contributes to the theory of agency type II which discusses conflicts between majority shareholders by family and minority that can be eliminated by good corporate governance mechanisms.

Keywords: family ownership, dividend policy, board of independence

Abstrak. Konsentrasi kepemilikan keluarga di kawasan Asia Timur yang tinggi memunculkan konflik kepentingan antara pemilik saham mayoritas dan minoritas yang secara potensial dapat memengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen. Disamping itu, penelitian ini juga melakukan pengujian terhadap peran moderasi *board of independence* dalam memperkuat pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian membuktikan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen, namun dengan adanya *board of independence* justru kepemilikan keluarga menjadi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini berkontribusi pada teori agensi tipe II yang menyoroti konflik yang terjadi diantara pemegang saham mayoritas oleh keluarga dan minoritas yang dapat dieliminasi dengan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik.

Kata Kunci: kepemilikan keluarga, kebijakan dividen, *board of independence*

PENDAHULUAN

Di Asia Timur, perusahaan-perusahaan yang dikontrol oleh kepemilikan keluarga berjumlah lebih dari separuh perusahaan-perusahaan yang ada (Claessens *et al.*, 2000). Kondisi demikian juga dirasakan di Indonesia, bahkan lebih dari separuh entitas yang melantai di Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki struktur kepemilikan yang didominasi oleh keluarga (Carney dan Child, 2013). Kenyataan demikian bahkan diperparah dengan manajemen perusahaan yang kurang baik (Nys *et al.*, 2015), sehingga pemegang saham keluarga cenderung menggunakan pengaruhnya yang kuat didalam pembuatan kebijakan

dividen (De Angelo *et al.*, 2006; Huang *et al.*, 2012; Bistrova *et al.*, 2013) dan mengekspropriasi aset perusahaan (Setiawan dan Kee Phua, 2013; Setiawan *et al.*, 2016) dengan membentuk laba ditahan daripada membagikan dividen (Chen dan Young, 2010) dan jikalau membagikan dividen pun, dividen yang dibagikan cenderung lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan lainnya (Setiawan *et al.*, 2016; Mulyani *et al.*, 2016; Atmaja, 2017).

Pengaruh keluarga terhadap dewan dalam perusahaan yang mempengaruhi keefektifan pengawasan jalannya perusahaan dapat dibatasi dengan adanya *board of independence* dalam komposisi dewan di perusahaan (Gama dan Rodriguess, 2012). *Board of independence* ini diharapkan dapat mengawasi tim manajemen dengan keahlian, pengalaman dan pandangan obyektifnya serta mampu memitigasi tujuan yang berbeda antara mayoritas dan minoritas sehingga dapat mencegah ekspropriasi aset perusahaan oleh manajemen dan pemegang saham mayoritas (Liu dan Lu, 2007; Palmberg, 2012).

Penelitian ini fokus pada pengaruh kepemilikan keluarga yang memiliki kontrol terhadap perusahaan terutama pada kebijakan dividen di Indonesia, Singapura, Malaysia dan Thailand, Filipina dan Hong Kong. Peneliti memilih keenam negara tersebut dalam penelitian karena merupakan negara-negara di Asia Timur yang memiliki tingkat konsentrasi kepemilikan oleh keluarga yang tinggi dan kuatnya kontrol perusahaan oleh keluarga (Claessens *et al.*, 2000; Huang *et al.*, 2012; Setiawan *et al.*, 2016). Keadaan demikian seringkali menimbulkan permasalahan agensi, terutama ketika pendiri perusahaan mengawasi secara langsung dan secara substansial mengendalikan perusahaan (Mulyani *et al.*, 2016) dengan menempatkan anggota keluarganya pada posisi dewan direksi dan tim manajemen yang bertujuan untuk mengawal kepentingan mereka dalam perusahaan.

Penelitian-penelitian sebelumnya yang meneliti pengaruh kepemilikan keluarga terhadap *dividend payout* menyajikan fakta yang beragam. Beberapa penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif kepemilikan keluarga dengan *dividend payout* yang ditandai dengan meningkatnya dividen yang diterima para pemegang saham. Para peneliti tersebut antara lain, Benjamin *et al.*, (2016), Isakov dan Weisskopf (2015), Huang *et al.*, (2012), dan Atmaja (2010). Sebaliknya hasil penelitian oleh Harada dan Nguyen (2012), Djebali dan Belanes (2015), Deslandes *et al.*, (2016), Mulyani *et al.*, (2016), Setiawan *et al.*, (2016), dan Atmaja (2017) justru menunjukkan fakta bahwa pengaruh konsentrasi kepemilikan keluarga atas saham perusahaan menyebabkan *dividend payout* yang diterima pemegang saham minoritas lebih rendah.

Hasil penelitian pengaruh kepemilikan keluarga yang beragam dan inkonsistensi memotivasi peneliti untuk menambahkan pengaruh variabel *board of independence* terhadap *dividend payout* pada perusahaan yang dikontrol oleh keluarga. Peneliti memprediksi adanya variabel lain yang dapat menginteraksi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap *dividend payout*.

Penelitian terdahulu oleh Atmaja (2010) membuktikan bahwa keberadaan *board of independence* dapat mempengaruhi kebijakan dividen yang ditandai dengan kenaikan dividen yang diterima pemegang saham. Khan *et al.*, (2014) dalam penelitiannya bahkan memberikan fakta bahwa komposisi *board of independence* yang lebih besar dalam jajaran dewan di perusahaan dapat meningkatkan *dividend payout*.

Penelitian terkait *dividend payout* pada perusahaan yang memiliki konsentrasi kepemilikan oleh keluarga di Indonesia seperti yang dilakukan oleh Mulyani *et al.*, (2016), Setiawan *et al.*, (2016) dan Atmaja (2017) belum mempertimbangkan *board of independence*. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Atmaja (2010) telah menjelaskan bahwa proporsi *board of independence* dalam jajaran dewan perusahaan dapat memengaruhi *dividend payout*. Selain itu, penelitian ini tidak hanya menelusuri kepemilikan keluarga secara imediat yakni melalui laporan tahunan perusahaan saja, namun juga melalui *database OSIRIS* yang dapat menelusuri kepemilikan saham melalui institusi lain atau secara ultimat.

Permasalahan dalam penelitian ini apakah kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap kebijakan *dividend* dan apakah *board of independence* dapat memperkuat pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan *dividen*. Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan *dividend* dan untuk menguji peran moderasi *board of independence* terhadap pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan *dividen*.

KAJIAN TEORI

Teori Agensi. Permasalahan agensi ini dijelaskan dalam teori agensi sebagai kondisi di mana terdapat pemisahan hubungan antara pemilik dan pengelola dalam perusahaan. Pemilik perusahaan sebagai pihak yang memberikan amanah disebut prinsipal, sedangkan pihak yang menerima amanah dan bertanggungjawab mengelola kekayaan perusahaan disebut agen.

Pemisahan kepemilikan dan pengendali dalam perusahaan ini pada akhirnya mengarah pada timbulnya permasalahan agensi (*agency problems*). Permasalahan agensi yang terjadi dalam kondisi ini merupakan perselisihan antara mayoritas sebagai pihak pemodal dan manajemen sebagai pihak yang mengontrol perusahaan atau lebih dikenal dengan *Agency Problems Type I* (Benjamin *et al.*, 2016).

Permasalahan agensi lainnya dapat timbul sebagai akibat dari konflik antara *shareholder* mayoritas dan minoritas yang kita kenal dengan istilah *agency problem type II* (Villalonga and Amit, 2004; Gama dan Rodrigues, 2012; Setiawan *et al.*, 2016; Acero dan Alcalde, 2016). Konflik agensi tipe II secara luas terjadi pada perusahaan yang didominasi oleh *insider*. Pemegang saham mayoritas dalam permasalahan agensi ini bertindak sebagai agen (*insiders*) dan *shareholder* minoritas bertindak sebagai prinsipal (*outsiders*). Penyebab konflik agensi tipe II ini dikarenakan adanya keinginan pemegang saham mayoritas untuk mempertahankan kendali mereka atas perusahaan sehingga diyakini akan mengekspropriasi kekayaan investor *outsider*. Hak kendali yang besar oleh pemegang saham, yang dalam penelitian ini adalah keluarga memberi peluang bagi mereka untuk memaksa manajemen supaya mengikuti haluan yang mereka inginkan (Atmaja, 2008) dan membuat keputusan sesuai dengan kepentingan dan kehendak pribadi mereka sendiri sehingga menguras dana perusahaan yang selanjutnya merugikan pemegang saham minoritas karena mereka bakal menerima *dividen* yang rendah (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Kebijakan Dividen. *Dividen* merupakan bagian dari laba bersih perusahaan setelah mengurangi pajak dan cadangan-cadangan perusahaan dan kompensasi yang diterima

pemegang saham atas risiko investasi mereka selain *capital gain* (Putri dan Rokhim, 2016). Intinya, dividen merupakan pengembalian kepada *shareholder* sebagai bagian dari kepemilikan saham atas perusahaan dan tentunya mengurangi kas perusahaan (Porta *et al.*, 2000), laba ditahan hingga sumber pendanaan perusahaan (Zulkifli *et al.*, 2017). Dividen kemudian dibayarkan kepada pemegang saham baik dalam bentuk saham maupun kas.

Kebijakan dividen perusahaan terkait dengan keputusan manajemen untuk mengalokasikan kas perusahaan sebagai dividen atau untuk diinvestasikan kembali pada proyek-proyek perusahaan. Terdapat tiga teori terkait dengan kebijakan perusahaan dalam membagikan dividen. Pertama teori sinyal, perusahaan yang secara teratur membagikan dividen memberikan gambaran kepada investor bahwa saat ini perusahaan memiliki profitabilitas dan prospek yang bagus di masa depan (Endri, 2009). Kedua teori agensi, konflik agensi antara manajer dan pemegang saham memaksa perusahaan untuk membayarkan dividen. Perusahaan dengan biaya keagenan yang tinggi biasanya membagikan dividen yang cukup tinggi pula untuk menyelesaikan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Ketiga teori siklus hidup, perusahaan yang memasuki tahap dewasa (*maturity*) membagikan dividen sebagai cara untuk memberikan sinyal pada pasar bahwa perusahaan saat ini menghadapi risiko sistematis yang rendah karena produk atau pasar yang dicapai telah memasuki tahap dewasa (Grullon *et al.*, 2002).

Pada perusahaan keluarga, dividen merupakan sebuah mekanisme tata kelola internal perusahaan yang berperan penting dalam mengontrol permasalahan agensi selain hutang dan keberadaan *board of independence* (Atmaja, 2010) dan sebagai salah satu mekanisme untuk mengeliminasi permasalahan agensi tersebut. Pada perusahaan keluarga kebijakan dividen berperan dalam membatasi ekspropriasi aset perusahaan dan pengambilalihan kekayaan perusahaan oleh *shareholder* mayoritas yang memiliki hak kendali perusahaan (Porta *et al.*, 2000).

Karakteristik Board of Independence. *Board of 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* ini 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*.

Adanya *Board of independence* dalam perusahaan bertujuan untuk menciptakan iklim tata kelola perusahaan yang bebas dari intervensi pemilik atau pemegang saham pengendali dan lebih obyektif dalam pembuatan keputusan. *Board of independence* ini bertindak sebagai penengah dalam menyelesaikan perselisihan antara *shareholder* dan manajer (permasalahan agensi tipe I), memproteksi serta membela kepentingan pemegang saham minoritas (permasalahan agensi tipe II) dalam perusahaan keluarga (Acero dan Alcalde, 2016) dan bahkan memberikan perlindungan bagi seluruh *stakeholder* di luar perusahaan.

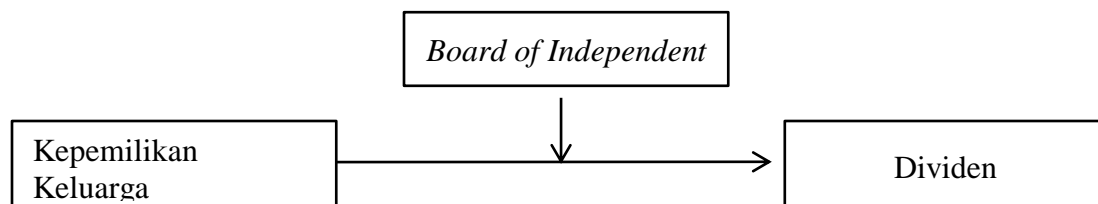
Kepemilikan Keluarga. Struktur kepemilikan perusahaan dapat dibagi menjadi dua kelompok besar, yakni perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dan

perusahaan dengan struktur kepemilikan tersebar. Struktur kepemilikan tersebar muncul ketika kepemilikan saham perusahaan dimiliki oleh investor-investor dengan saham yang dimiliki relatif kecil sehingga mereka tidak memiliki hak untuk mengendalikan perusahaan. Konsentrasi kepemilikan pada perusahaan umumnya didominasi oleh kepemilikan saham oleh keluarga kecuali di Amerika dan Inggris (Porta *et al.*, 2000). Konsentrasi kepemilikan keluarga ini begitu menonjol di negara-negara kawasan Asia Timur yang jumlahnya bisa mencapai lebih dari setengah dari perusahaan yang ada (Claessens *et al.*, 2000). Konsentrasi kepemilikan oleh keluarga seringkali muncul sebagai pemegang saham pengendali (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Keluarga merupakan pemegang saham yang unik, mereka terlibat hampir pada semua jenis bisnis (Mulyani *et al.*, 2016) dan tidak memiliki diversifikasi portofolio dalam investasi mereka (Atmaja, 2008). Mereka menginvestasikan sebagian besar kekayaan mereka dalam perusahaan dan menginginkan agar perusahaan dapat dimiliki serta dikendalikan untuk jangka waktu yang panjang sehingga mereka tidak akan menjual saham perusahaan demi mendapatkan pemasukan (Isakov dan Weisskopf, 2015) dan akhirnya perusahaan dapat diwariskan ke generasi berikutnya (Deslandes dan *et al.*, 2015). Oleh karena itu, pemegang saham keluarga ini berupaya menjaga kepemilikan mereka dalam perusahaan dengan menempati posisi direksi dan menempatkan anggota-anggota keluarga mereka dalam posisi manajemen perusahaan dengan harapan dapat mengendalikan perusahaan sesuai dengan keinginan mereka (Atmaja, 2008; Gama dan Rodrigues, 2012; Setiawan *et al.*, 2016; Atmaja, 2017) dan membuat keputusan korporasi sesuai kepentingan pribadi dan kelompoknya.

Kepemilikan keluarga yang besar dalam perusahaan juga dapat menimbulkan biaya agensi. Perusahaan keluarga memiliki rasa segan untuk memberhentikan manajer yang merupakan anggota keluarga meskipun ia tidak berkompeten dalam bekerja (Atmaja, 2010). Pemegang saham keluarga yang memegang kendali perusahaan juga cenderung mengekspropriasi kekayaan perusahaan secara sistematis dan melakukan praktik *tunneling* dengan mentransfer aset perusahaan pada perusahaan-perusahaan lain dibawah kendalinya (Johnson *et al.*, 2000) sehingga sebagai akibatnya perusahaan enggan membagikan dividen kepada para pemegang saham minoritas.

Rerangka Konseptual. Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen dengan *board of independence* sebagai variabel moderasi. Variabel kontrol yang bertindak sebagai pelengkap model empiris penelitian ini yaitu ROA, total aset, dan DAR.



Gambar 1. Model Penelitian

Hipotesis Penelitian.

Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen. Perusahaan-perusahaan di Asia Timur pada umumnya merupakan perusahaan yang terkonsentrasi dengan kepemilikan keluarga yang tinggi (Claessens *et al.*, 2000) dan salah satunya termasuk Indonesia (Siregar dan Utama, 2008). Ciri khas perusahaan seperti ini adalah *shareholder* mayoritas selalu bertindak sebagai *shareholder* pengendali (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Menurut teori agensi tipe II, kepemilikan terkonsentrasi dapat memunculkan dua situasi yaitu efek pembentengan dan efek keselarasan. Efek pembentengan yang ditunjukkan oleh pemegang saham mayoritas keluarga ini terlihat ketika mereka berupaya bertindak sebagai pengendali dalam perusahaan, misalnya menempati posisi direksi dan menempatkan anggota-anggota keluarga mereka dalam posisi manajemen perusahaan sehingga dapat membuat keputusan yang selaras dengan kepentingan mereka dan kelompoknya (Atmaja, 2008; Gama dan Rodriguess, 2012; Setiawan *et al.*, 2016; Atmaja, 2017). Situasi demikian dirasakan dapat merugikan pemegang saham minoritas karena kemungkinan mereka tidak akan menerima dividen (DeAngelo *et al.*, 2000).

Efek keselarasan ini muncul ketika pemegang saham mayoritas bertindak sesuai harapan pemegang saham minoritas dengan mengedepankan kepentingan bersama. Pemegang saham keluarga yang memegang kendali perusahaan yang awalnya cenderung mengeksploitasi kekayaan perusahaan secara sistematis, namun kali ini mereka akan bertindak lebih bersahabat dengan pemegang saham minoritas. Perilaku bersahabat ini bertujuan untuk membangun reputasi (*reputation building*) di depan pemegang saham minoritas dan ditunjukkan dengan tidak melakukan ekpropriasi kekayaan pemegang saham minoritas dalam perusahaan dan membayarkan dividen yang lebih besar (Gomes, 2000). Melalui pembagian dividen yang cukup besar, perusahaan keluarga mencoba untuk membuat pemegang saham minoritas ini puas (Atmaja, 2017) sehingga tidak menimbulkan konflik agensi.

Berdasarkan pemaparan di atas maka dapat disimpulkan hipotesis :

H₁: Kepemilikan keluarga Berpengaruh Positif Terhadap Kebijakan Dividen

Board of Independence Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Dividen. *Board of independence* merupakan bagian dari mekanisme internal tata kelola perusahaan yang berperan penting dalam mengendalikan permasalahan agensi terutama dalam mengawasi dan memberi pengarah manajemen eksekutif, melindungi kepentingan prinsipal, menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal, mengurangi informasi yang asimetri antara prinsipal (Fama dan Jansen, 1983; Utama *et al.*, 2017). Sikap independensi yang dimiliki *board of independence* dalam perusahaan keluarga penting untuk menjaga keselarasan antara kepentingan mayoritas dan minoritas.

Board of independence berperan dalam mengawasi dan memastikan bahwa seluruh kebijakan perusahaan dilaksanakan dengan baik dan operasional perusahaan berjalan dengan semestinya. Adanya *board of independence*, rata-rata kinerja pada sebagian besar perusahaan (Anderson *et al.*, 2004) lebih baik, meningkatkan nilai perusahaan dan mempengaruhi perusahaan agar membayarkan dividen ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas yang tinggi (Yarram dan Dollery, 2015).

Berdasarkan pemaparan di atas dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Board of independence* Memperkuat Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen

METODE

Pendekatan Penelitian. Pendekatan penelitian ini merupakan pendekatan kuantitatif (*positivism*) dalam bentuk asosiatif dengan tujuan untuk memahami hubungan antar variabel, baik dua variabel atau lebih dari dua variabel. Penelitian *explanatory* dalam riset ini dimaksudkan untuk menjelaskan fenomena yang terjadi dalam praktik.

Jenis dan Sumber Data. Data penelitian ini bersumber dari laporan tahunan entitas publik yang melantai di Pasar Modal Indonesia, Malaysia, Singapura, Filipina, Thailand dan Hong Kong serta *data base* Osiris periode 2014-2016.

Populasi dan Sample Penelitian. Populasi penelitian ini dilakukan dengan mengambil populasi perusahaan *go public* dan melantai di Pasar Modal Indonesia, Malaysia, Singapura, Filipina, Thailand dan Hong Kong selama tahun 2014-2016. Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling*.

Operasional Variabel. Variabel dependen penelitian ini yaitu *dividend payout* yang perhitungannya dengan membagi dividen per lembar saham biasa terhadap *earning per share* saham biasa. Variabel independen adalah kepemilikan keluarga yang ditelusuri dengan pendekatan imediat dan ultimat (Porta *et al.*, 1999). Pendekatan imediat dengan menelusuri persentase kepemilikan saham secara langsung dari catatan atas laporan keuangan perusahaan. Pendekatan ultimat dapat dilakukan dengan menelusuri persentase kepemilikan saham atas suatu perusahaan melalui institusi lain. Kepemilikan keluarga terjadi apabila saham yang dimiliki keluarga lebih dari 20%. Variabel moderasi yang digunakan adalah *board of independence*. Pengukuran *board of independence* diukur dengan membagi jumlah personel *board of independence* dengan keseluruhan personel dewan yang terdapat dalam perusahaan. Informasi mengenai jumlah personel *board of independence* dan jumlah keseluruhan personel dewan di perusahaan dapat ditemukan dalam pengungkapan laporan keuangan tahunan perusahaan.

Metode Analisis Data. Metode analisis data pada penelitian ini dimulai dengan analisis deskriptif, penjujian asumsi klasik, dan analisis regresi data panel. Pada penelitian ini *statistic tool* yang digunakan adalah *Eviews* versi 7.

Pengujian Efek Moderasi atau Hipotesis. Hipotesis penelitian diuji dengan analisis regresi data panel *common effect*, *fixed effect* dan *random effect*. Model terbaik dipilih dengan uji Chow dan uji Hausman (Endri, 2008). Bentuk persamaan statistik dalam penelitian ini adalah :

$$DPR = \alpha + \beta_1 FO + \beta_2 DAR + \beta_3 ROA + \beta_4 TA + \varepsilon \quad (1)$$

$$DPR = \alpha + \beta_5 FO + \beta_6 BOI + \beta_7 DAR + \beta_8 ROA + \beta_9 TA + \varepsilon \quad (2)$$

$$DPR = \alpha + \beta_{10} FO + \beta_{11} BOI + \beta_{12} DAR + \beta_{13} ROA + \beta_{14} TA +$$

$$B15 \text{ Ownership} * BOI + \varepsilon \quad (3)$$

Keterangan :

DPR = *Dividend Payout Ratio*

FO = *Kepemilikan Keluarga*

DAR = *Debt to Assets Ratio*

ROA = *Return on Assets*

TA = *Total Aset*

α = *Konstanta*

β = *Koefisien masing-masing variabel*

ε = *Kesalahan*

Persamaan satu digunakan dalam rangka menguji hipotesis pertama, kemudian persamaan dua dan tiga menguji variabel pemoderasi yang terdapat pada hipotesis kedua. Pengujian satu arah diterapkan pada hipotesis penelitian ini untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah uji T dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Adapun keputusan diterima atau ditolaknya hipotesis 2 dapat dilihat dari nilai signifikansi koefisien β_{15} dari interaksi (FO * BOI).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
DPR	324	0,567	9,790	0,001	0,702
FO	324	0,424	0,960	0,201	0,161
BOI	324	0,443	0,714	0,250	0,096
DAR	324	0,366	1,331	0,000578	0,206
ROA	324	0,103	1,055	0,000662	0,089
Total aset	324	20,713	30,837	16,518	3,251

Tabel 1 menunjukkan hasil pengujian statistik deskriptif. Data pada tabel menunjukkan nilai rata-rata DPR adalah sebesar 0,567 dengan standar deviasinya sebesar 0,702. Nilai maksimum DPR 9,790 dan nilai minimumnya 0,001. Variabel *Family Ownership* yang ditelusuri dengan melihat persentase saham yang dimiliki keluarga baik secara imediat maupun ultimat kemudian dikonversikan dalam logaritma natural, nilai rata-ratanya sebesar 0,424 dengan nilai standar deviasinya sebesar 0,161. Nilai maksimum *Family Ownership* 0,960 dan nilai minimumnya 0,201.

Variabel *Board of Independence* yang diukur dengan cara membagi jumlah *board of independence* dengan total jumlah personel dewan yang terdapat dalam perusahaan kemudian dikonversikan dalam bentuk logaritma natural menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,443 dengan standar deviasinya sebesar 0,096. Nilai maksimum dan minimumnya masing-masing 0,714 dan 0,250. Variabel berikutnya adalah *debt to asset ratio* (DAR) yang merupakan hasil pembagian total hutang dengan total aset yang kemudian dikonversikan dalam logaritma natural, nilai rata-ratanya sebesar 0,366 dengan nilai standar deviasinya sebesar 0,206. Nilai maksimum DAR sebesar 1,331 dan nilai minimumnya sebesar 0,0005.

Variabel ROA diukur dengan membagi *profit before tax* dengan total aset yang kemudian dikonversikan dalam bentuk logaritma natural, nilai rata-ratanya sebesar 0,103 dengan standar deviasinya sebesar 0,089. Nilai maksimum ROA sebesar 1,055 dan nilai minimumnya sebesar 0,0006. Variabel terakhir yaitu ukuran perusahaan yang diukur dengan *logaritma natural* total aset memiliki nilai rata-rata 20,713 dengan standar deviasinya sebesar 3,251. Nilai maksimum total aset sebesar 30,837 nilai minimumnya sebesar 16,518.

Hasil Pengujian Hipotesis. Berdasarkan hasil regresi data panel, penelitian ini telah memenuhi asumsi klasik. Uji multikolinearitas dengan melihat nilai *centered* VIF diperoleh nilai dibawah 10 (tidak terjadi multikolinearitas). Uji heterokedastisitas dengan uji white diperoleh nilai prob. Chi-Square dibawah nilai signifikansi sebesar 5% (tidak terjadi heterokedastisitas) dan uji autokorelasi Breusch-Godfrey diperoleh nilai prob. *Chi-Square* dibawah nilai signifikansi sebesar 5% (tidak terjadi autokorelasi).

Hasil uji regresi data panel diperoleh model terbaik yaitu *fixed effect* yang ditunjukkan dari hasil uji spesifikasi model uji Chow dan Uji Hausman. Berdasarkan *output* hasil uji Chow, nilai probabilitas *cross-section* F adalah 0,0000. Uji Hausman dengan *output cross-section random* sebesar 0,0000. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model terbaik adalah model *fixed effect*. Pada model *fixed effect* dapat diketahui nilai signifikansi uji t. Jika nilai signifikansinya < 0.05, maka kesimpulannya hipotesis diterima. Nilai t digunakan untuk menyimpulkan bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Tabel 2 menunjukkan variabel Family Ownership nilai signifikansinya sebesar 0,0015 (< 0,05) dan koefisien regresinya -0,309 sehingga variabel *Family Ownership* dapat dikatakan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap DPR.

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Data Panel

Keterangan	Variabel	Koefisien	Signifikansi	R ²	Sig. F
Persamaan 1 (hipotesis 1)	Konstanta	7.633	0	0.9716	0.0000
	FO	-0.338	0.0002		
	DAR	-0.006	0.6633		
	ROA	-0.543	0.0000		
	Total Aset	-0.422	0.0000		
Persamaan 2 (Hipotesis 2)	Konstanta	7.3787	0.0000	0.9503	0.0000
	FO	-0.309	0.0015		
	DAR	-0.002	0.8612		
	ROA	-0.512	0.0000		
	Total Aset	-0.399	0.0000		
	BOI	-0.131	0.0386		
Persamaan 3 (Hipotesis 2)	Konstanta	9.567	0.0000		
	FO	1.333	0.0000		
	DAR	0.006	0.6016		
	ROA	-0.461	0.0000		
	Total Aset	-0.421	0.0000		
	BOI	1.785	0.0000		
	FO*BOI	1.663	0.0000		

Berdasarkan tabel 2 persamaan 3 diketahui variabel *Family Ownership* berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR yang ditunjukkan dengan nilai *probability* (0,000) < 5% dan nilai koefisien bernilai positif.

Pengujian moderasi dapat dilihat melalui nilai R^2 pada persamaan 2 yang merupakan efek utama dan persamaan 3 berupa efek utama dan interaksi. Nilai R^2 persamaan 2 sebesar 0.9503 sedangkan persamaan 3 memiliki nilai R^2 sebesar 0.9301. Ini berarti variabel *board of independence* dapat memoderasi *Family ownership* terhadap DPR. Selain itu persamaan 1, persamaan 2 dan persamaan 3 dengan nilai F sebesar 0.0000 (dibawah 5%) sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel *board of independence* dapat memoderasi *Family ownership* terhadap DPR.

Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen. Hipotesis pertama berasumsi bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. *Output* pengujian ini menunjukkan hipotesis satu ditolak. *Output* penelitian ini berseberangan dengan penelitian Benjamin *et al.*, (2016), Isakov dan Weisskopf (2015), Huang *et al.*, (2012) dan Atmaja (2010) yang membuktikan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh keluarga pada sebuah perusahaan akan menekan manajemen perusahaan untuk meningkatkan dividen yang diberikan kepada *shareholder*. Penelitian ini justru menguatkan hasil penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa pengaruh konsentrasi kepemilikan keluarga atas saham perusahaan menyebabkan *dividend payout* yang diterima pemegang saham minoritas lebih rendah jika merujuk pada penelitian Harada dan Nguyen (2012), Djebali dan Belanes (2015), Deslandes *et al.*, (2016), Mulyani *et al.*, (2016), Setiawan *et al.*, (2016), dan Atmaja (2017).

Permasalahan agensi tipe II yang terjadi antara *shareholder* keluarga dan *shareholder* minoritas dalam penelitian ini menggambarkan adanya perbedaan pandangan antara mereka terkait dengan dividen. Besarnya hak kontrol operasional dan aliran kas perusahaan oleh keluarga ini menjadikan pemegang saham keluarga cenderung mengekspropriasi aset perusahaan untuk kepentingan keluarganya dan sebagai akibatnya dividen yang seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham menjadi lebih kecil dari sepatutnya. Keadaan ini sangat merugikan pemegang saham minoritas yang telah berharap *return* berupa dividen (Setiawan dan Kee Phua, 2013; Setiawan *et al.*, 2016) yang sesuai dan layak atas investasi yang telah mereka lakukan.

Output penelitian ini menyimpulkan bahwa teori *agency type II* yang melibatkan konflik antara *shareholder* keluarga dan *shareholder* minoritas atas dividen terbukti dapat diperkuat. *Shareholder* yang mayoritas keluarga terbukti cenderung tidak mengindahkan kepentingan pemegang saham minoritas.

Peran Board of independence dalam Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen. Rendahnya nilai dividen yang diterima oleh *shareholder* terutama pemegang saham minoritas dapat diminimalisir apabila terdapat tata kelola perusahaan yang lebih baik (Porta *et al.*, 2000). Salah satu cara meningkatkan *Good Corporate Governance* (GCG) yang baik dapat diwujudkan dengan menempatkan *board of independence* dalam perusahaan. *Board of independence* berperan dalam mengawasi dan membatasi perilaku untuk mengutamakan kepentingan para pemegang saham mayoritas dan

berupaya mengeliminasi benturan kepentingan antara *shareholder* mayoritas dan minoritas. Hal ini dikarenakan *board of independence* berfungsi sebagai penengah yang netral dalam membela kepentingan semua pemegang saham.

Atmaja (2010) yang dalam penelitiannya terkait dengan kepemilikan mayoritas saham oleh keluarga pada entitas yang *listing* di Bursa Efek Australia menegaskan bahwa *board of independence* dapat mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan yang mayoritas sahamnya dimiliki oleh keluarga. Bahkan persentase yang signifikan dari komposisi *board of independence* dalam jajaran personel dewan dapat meningkatkan *dividend payout* yang diterima pemegang saham (Khan *et al.*, 2014).

Hasil pengujian hipotesis pengaruh *board of independence* dalam penelitian ini mengungkapkan bahwa *board of independence* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan keluarga sehubungan dengan *dividend payout*. Ini bermakna bahwa keberadaan *board of independence* dengan komposisi yang lebih tinggi pada perusahaan keluarga dapat meningkatkan *dividend payout* yang akan diterima para pemegang saham. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini selaras dengan penelitian Setia-Admaja pada tahun 2010 yang menyatakan bahwa *board of independence* mempengaruhi perusahaan keluarga untuk membayar dividen yang lebih tinggi.

PENUTUP

Kesimpulan. Penelitian ini memberikan bukti empiris pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen. Variabel moderasi *board of independence* ditambahkan dalam penelitian ini untuk memperkuat pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen. Secara empiris, penelitian ini membuktikan bahwa pemegang saham keluarga berpengaruh kuat terhadap kebijakan dividen. Tanpa pengaruh *board of independence*, perusahaan membagikan dividen yang lebih kecil kepada pemegang sahamnya. Tentu hal ini tidak sesuai harapan pemegang saham minoritas yang mengharapkan imbalan menarik atas investasinya. Keadaan ini juga dapat semakin memperuncing konflik kepentingan antara *shareholder* mayoritas dan minoritas.

Hadirnya *board of independence* yang merupakan wujud dari tata kelola perusahaan (*Good of Corporate Governance*) dalam memoderasi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen secara empiris justru memberikan fakta yang berbeda. *Board of independence* terbukti secara empiris dapat bertindak menjadi penengah yang baik dalam menyelesaikan konflik kepentingan antara *shareholder* mayoritas keluarga dan *shareholder* minoritas sehubungan *dividend payout*. Adanya *board of independence* dapat mengawasi dan mengontrol perilaku expropriasi aset perusahaan oleh pemegang saham mayoritas dapat dihindari sehingga dividen yang dibagikan menjadi lebih tinggi. Penelitian ini dapat dikatakan juga memberikan bukti nyata bahwa *keberadaan board of independence* justru menyeimbangkan dan mengakomodir kepentingan dua pihak yang berbeda sehingga dalam hal ini dapat mengeliminasi konflik kepentingan yang terjadi sebagaimana yang diungkapkan dalam *theory agency type II*.

Hasil penelitian ini berkontribusi pada *theory agency type II* terkait konflik antara *shareholder* mayoritas keluarga dengan *shareholder* minoritas sehubungan perbedaan kepentingan atas dividen. Penelitian ini memberi bukti empiris bahwa pemegang saham

mayoritas cenderung memengaruhi manajemen perusahaan untuk mendistribusikan dividen yang lebih kecil dengan tujuan untuk mengalihkannya kekayaan perusahaan. Selain itu, dengan adanya *board of independence* terbukti dapat memberi keseimbangan antara kepentingan dari *shareholder* mayoritas dan minoritas. Proporsi *board of independence* yang lebih banyak dapat mempengaruhi manajemen perusahaan dalam membela kepentingan pemegang saham minoritas terutama untuk memperoleh *dividend payout* yang tinggi. Bagi para investor, penelitian ini diharapkan untuk sebagai referensi dalam memilih perusahaan yang memiliki *board of independence* yang proporsional agar dapat membela kepentingannya dalam kebijakan perusahaan. Bagi manajemen perusahaan, pentingnya penerapan kebijakan dividen yang mengakomodir keinginan pemegang saham secara keseluruhan. Perusahaan yang menerapkan kebijakan dividen dapat menambah kepercayaan bagi *stakeholders* dan mengeliminasi konflik kepentingan diantara sesama pemegang saham.

Saran. Bagi peneliti berikutnya yang ingin membuat penelitian terkait dengan kepemilikan keluarga dapat menelusuri persentase saham yang dimiliki keluarga secara ultimat melalui *data base* OSIRIS. Hal ini disebabkan karena laporan tahunan (*annual report*) perusahaan hanya menyajikan persentase kepemilikan saham secara imediat sehingga kurang mendukung perolehan data yang lengkap. Selain itu, peneliti hanya fokus pada variabel *family ownership* untuk meneliti hubungannya dengan kebijakan dividen, maka ada potensi penelitian dimasa depan terkait kebijakan dividen dengan kepemilikan yang lain seperti pemerintah, perusahaan lain, dan asing. Peneliti seterusnya juga dapat menguji apakah *board of independence* dapat memperkuat beberapa tipe kepemilikan tersebut terhadap kebijakan dividen perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Acero, I., dan Alcalde, N. 2016. Controlling Shareholders and The Composition of The Board: Special Focus on Family Firms. *Review Management Science*, 10(1), pp. 61-83.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. 2003. Founding Family Ownership and The Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285
- Atmaja, Lukas Setia. 2008. Corporate Governance in Family Firms. *Jurnal Manajemen Bisnis*,1(1), pp. 103-115.
- Atmaja, Lukas Setia. 2010. Dividend and Debt Policies of Family Control Firms: The Impact of Board Independence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), pp. 128 – 142. .
- Atmaja, Lukas Setia. 2017. The Impact of Family Control on Dividend Policy: Evidence from Indonesia. *International Research Journal of Business Studies*. Vol. IX No. 03, pp.147-156.
- Benjamin, S. J., Wasiuzzaman, S., Mokhtarinia, H., and Nejad, N. R. 2016. *International Journal of Managerial Finance*,12 (3), pp. 314-334.
- Bistrova, J., Lace, N., and Kozlovskis, K. 2013. Ownership Type Influence on Dividend Payments in CEE Countries. *Theory and Practice Journal*, 1(3), pp. 259-266.

- Carney, R. W. and Child, T. B. 2013. Changes to The Ownership and Control of East Asian Corporations Between 1996 and 2008: The Primacy of Politics. *Journal of Financial Economics*, 107(2), pp. 494-513.
- Chen, Y. Y., and Young, M. N. 2010. Cross-Border Merges and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal-Principal Perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 27(3), pp. 523-539.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L.H.P. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1/2), pp. 81-112
- DeAngelo, H, and DeAngelo, L. 2000. Controlling Stockholders and The Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: A Study of The Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56(2), pp. 153-207.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. M. 2006. Dividend Policy and Earned/Contributed Capital Mix: A Test of The Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp. 227-254.
- Deslandes, M., Fortin, A., and Landry, S. 2016. Payout Differences Between Family and Nonfamily Listed Firms: A Socioemotional wealth Perspective. *Journal of Family Business Management*, 6(1), pp. 46-63.
- Djebali, R., and Belanes, A. 2015. On The Impact of Family Versus Institutional Blockholders on Dividend Policy. *The Journal of Applied Business Research*, 31(4), pp. 1329-1342.
- Endri. 2008. Analisis Teknikal dan Fundamental Saham: Aplikasi Model Data Panel, *Akuntabilitas: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 8(1), pp. 90-96.
- Endri. 2009. Efek Pengumuman Kebijakan Dividen Terhadap Return Saham Yang Tergolong Jakarta Islamic Indexs. *Jurnal Ekuitas*, 13(4), pp. 526 – 543.
- Fama, E. dan Jensen, M. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301-25.
- Gama, A. P. M., and Rodrigues, C. 2013. The Governance-Performance Relations in Publicly Listed Family Controlled Firms: An Empirical Analysis. *Journal of Corporate Governance*, 13(4), pp. 439-456.
- Gomes, A. 2000. Going Public with Asymmetric Information, Agency Costs, and Dynamic Trading. *Journal of Finance*, 55(2), pp. 303-323.
- Grullon, G., Michaely, R. dan Swaminathan, B. 2002. Are Dividend changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, 75(3), pp. 387-424.
- Harada, K., and Nguyen, P. 2011. Ownership Concentration and Dividend Policy in Japan. *Journal of Managerial Finance*, 37(4), pp. 362-379.
- Huang, Y., Chen, A., and Kao, L. 2012. Corporate Governance in Taiwan: The Nonmonotonic Relationship Between Family Ownership and Dividend Policy. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(1), pp. 39-58.
- Isakov, D., and Weisskopf, J. P. 2015. Pay-Out Policies in Founding Family Firms. *Journal of Corporate Finance*, 33(2015), pp. 330-344.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E. 2000. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Finance*, 58(1/2), pp. 55, 1-33.
- Khan, H., Bajuri, N. H., Rehman, S. U., Yoke, L. B., and Khan, F. 2014. Do Market Power, Board Composition and Ownership Concentration Influence Dividend Policy? An

- Empirical Study of Malaysian Industrial Sector. *International Journal of Information Processing and Management*, 5(3).
- Liu, Q., and Lu, Z. J. 2007. Corporate Governance and Earnings Management in the Chinese Listed Companies: A Tunneling Perspective. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), pp. 881-906.
- Mulyani, E., Singh, H., and Mishra, S. 2016. Dividends, Leverage, and Family Ownership in Emergin Indonesian Market. *International Financial Market Institution and Money*, 43(C), pp. 16-29.
- Nys, E., Tarazi, A., and Trinugroho, I. 2015. Political Connections, Bank Deposits and Formal Deposit Insurance. *Journal of Financial Stability*, 19(1), pp. 83-104.
- Palmberg, J. 2015. The Performance Effect of Corporate Board of Directors. *Eur Journal Law Economics*, 40(2), pp. 273-292.
- Porta, R. La, Silanes, F. L. de, & Shleifer, A. 1999. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517.
- Porta, R. La, Silanes, F. L. de, Shleifer, A. and Vishny, R.W. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1/2), pp. 3-27.
- Putri, R. A., dan Rokhim, R. 2016. The Effect Of Ownership Structure And Cash Flow To The Non-Financial Firms' Dividend Payout Ratio Listed In Idx. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 8(2), pp. 181-194.
- Setiawan, D., and Kee Phua, L. 2013. Corporate Governance and Dividend Policy in Indoensia. *Journal of Business Strategy Series*, 14(5/6), pp. 135-143.
- Setiawan, D., Bandi, B., Kee Phua, L., and Trinugroho, I. 2016. Ownership Structure and Dividend Policy in Indonesia. *Journal Of Asia Business Studies*, 10(3), pp. 230-252.
- Siregar, S. V., dan Utama, S. 2008. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*, 43(1), pp. 1-27.
- Utama, C. A., Utama, S., Amarullah, F. 2017. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society Corporate governance and ownership structure: Indonesia evidence. *The International Journal of Business in Society*, 17(2), pp.165-191.
- Villalonga, B., dan Amit, R. 2004. How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value ? *Journal of Financial Economics*, 80 (2), pp. 385-417.
- Yarram, S. R., and Dollery, B. 2015. Corporate Governance and Financial Policies. *Journal of Managerial Finance*, 41(3), pp. 267-285.
- Zulkifli, Endri, dan Kurniasih, A. 2017. Determinan Internal Dividend Payout Ratio Perusahaan Farmasi Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(2), pp. 238-252.