

KEPEMILIKAN TERKONSENTRASI DAN KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN SEKTOR PERBANKAN DI PT BURSA EFEK INDONESIA

Oleh:

Taufik¹
Marlina Widiyanti²

ABSTRACT

This research aimed to determine the effect of concentrated ownership, firm size, leverage and profitability to dividend payout policy of banking firms sector on the Indonesian stock exchange period of 2005 – 2012. Purposive sampling was used in this research. Off 34 banking firms, only 5 banking firms were carried out as samples. Multiple regression, t test and F test hypotheses were implemented to see the influence of concentrated ownership, firm size, leverage and profitability to dividend payout policy. The result of t test showed that only leverage had no influence to dividend payout policy while concentrated ownership, firm size and profitability had positive and significant effect to dividend payout policy. The result of F test indicated that concentrated ownership, firm size, leverage and profitability had positive and significant influence to dividend payout policy. For furthet research, it is recommended to include other related variables.

Keywords: Concentred ownership, firm size, leverage, profitability, dividend payout policy

PENDAHULUAN

1. Latar Belakang

Keputusan pembayaran dividen merupakan salah satu isu yang terus menarik perhatian dalam *literature* keuangan dikarenakan ada pihak-pihak yang mempunyai kepentingan dalam kebijakan pembayaran dividen yaitu pemilik atau pemegang saham (principal) dan manajer atau eksekutif (agent). Konflik yang mungkin terjadi antara para pemilik atau pemegang saham dengan para manajer di ungkapkan dalam teori agensi. Teori agensi adalah teori yang melihat bagaimana eksekutif atau manajer memastikan bahwa tindakannya sesuai dengan kemauan pemilik dari suatu organisasi perusahaan.

Salah satu alasan terpenting kenapa perusahaan membagikan dividen adalah adanya hipotesa arus kas bebas (*free cash flow hypothesis*) yang menyatakan bahwa adanya konflik antara manajer dan pemegang saham. Manajer dapat menggunakan arus kas bebas untuk keuntungan pribadinya (Jensen dan Meckling; 1976). Jika melihat perilaku manajer tersebut maka arus kas bebas dapat menciptakan masalah keagenan (*agency problem*) karena boleh jadi para manajer menggunakan arus kas bebas tersebut untuk proyek-proyek yang memberikan *net present value* (NPV) negatif. Sehubungan dengan itu, maka masalah keagenan sebetulnya dapat diminimalisir dengan

¹ Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya Jurusan Manajemen

² Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya Jurusan Manajemen

mengembalikan arus kas bebas kepada pemegang saham dalam bentuk pembayaran dividen kepada pemegang saham, sehingga akan mendorong para manajer mencari lebih banyak sumber pendanaan eksternal yang dimonitor oleh pihak luar serta akan mengurangi biaya agensi. Disamping itu, kebijakan pembayaran dividen tidak hanya mengurangi biaya agensi tetapi juga bertindak sebagai sinyal yang memberikan informasi kepada pemegang saham tentang kondisi perusahaan.

Pembayaran dividen dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Carvalhal-da-Silva and Leal (2004) membuktikan bahwa struktur kepemilikan sangat penting dan faktor yang berpengaruh di dalam menentukan efisiensi pasar dengan memberikan informasi tentang dua hal yakni: pertama menunjukkan diversifikasi dari resiko pemegang saham dan kedua adalah memberikan informasi tentang kemungkinan masalah agensi di dalam manajemen perusahaan. Struktur kepemilikan atau pihak-pihak yang mempunyai kepemilikan atas suatu perusahaan dapat terbagi menjadi struktur kepemilikan manajer (*managerial ownership*), kepemilikan institusi (*institutional ownership*), kepemilikan keluarga (*family ownership*), kepemilikan terkonsentrasi (*concentred ownership*), kepemilikan mayoritas (*majority ownership*), kepemilikan minoritas (*minority ownership*), kepemilikan pemerintah (*state/government ownership*), kepemilikan asing (*foreign ownership*), kepemilikan individual (*individual ownership*). Sementara itu Boubakri, Cousset (2005) membedakan struktur kepemilikan menjadi dua bagian besar yaitu 1). Ukuran kepemilikan yang terdiri dari struktur kepemilikan mayoritas dan kepemilikan non mayoritas. 2). Identiti dari kepemilikan yang terdiri dari struktur kepemilikan keluarga dan kepemilikan non keluarga. Kebanyakan perusahaan di dunia dimiliki oleh keluarga (*Family ownership*) yang mempunyai kontrol kuat terhadap perusahaan (Chu, 2011) Sementara itu (Chen dan Young, 2010; Jian dan Peng, 2010) melihat adanya konflik antara pengawasan dan pemegang saham minoritas

Penelitian tentang struktur kepemilikan terkonsentrasi (mayoritas) terhadap kebijakan pembayaran dividen banyak dilakukan, tetapi masih terjadinya perbedaan dari hasil penelitian tersebut. Harada dan Nguyen, (2011) melihat pengaruh dari struktur kepemilikan yang terkonsentrasi terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan-perusahaan di Jepang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai struktur kepemilikan yang terkonsentrasi yang lebih tinggi membayar dividen lebih rendah dan sukar menaikkan dividen jika pendapatan meningkat atau hutang turun. Khan (2006) juga menemukan hal yang sama bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi mempunyai hubungan yang negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Inggris. Remebiog dan trojonowski (2007) meneliti perusahaan di Belanda dan di Inggris. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan terkonsentrasi terhadap kebijakan pembayaran dividen. Sementara itu penelitian yang dilakukan oleh Truong dan Heaney (2007) menunjukkan hasil yang bertentangan dengan penelitian sebelumnya. Hasil penelitiannya menunjukkan hubungan yang positif antara struktur kepemilikan terkonsentrasi dengan kebijakan pembayaran dividen di 33 negara.

Penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan kebanyakan dilakukan hanya pada sektor manufaktur dan di negara-negara maju tetapi masih sedikit dilakukan di negara-negara berkembang seperti Indonesia yang pasar modalnya baru tumbuh (*emerging market*), khususnya struktur kepemilikan terkonsentrasi sektor perbankan di PT bursa efek Indonesia. Fenomena yang cukup menarik pada perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia dalam kaitan dengan struktur kepemilikan perusahaan dan

kebijakan pembayaran dividen adalah sebagai berikut: 1). Jumlah perusahaan sektor perbankan yang terdaftar di PT. bursa efek Indonesia terus meningkat dari tahun ke tahun. Pada tahun 2005 jumlah bank yang terdaftar di PT. bursa efek Indonesia sebanyak 24 bank dan terus meningkat menjadi 32 bank tahun 2012, namun peningkatan jumlah bank yang terdaftar di PT. bursa efek Indonesia tidak di iringi dengan peningkatan perlindungan atas pemegang saham. Perlindungan atas pemegang saham terutama pemegang saham minoritas di PT. bursa efek Indonesia masih sangat rendah. La Porta et.al. (2000) meneliti tentang kebijakan dividen lebih dari 4.000 perusahaan dari 33 negara termasuk Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen dinegara-negara *common law* mempunyai perlindungan yang sangat jelas dan baik terhadap investor dan cenderung memberikan pembayaran dividen yang tinggi dibandingkan dengan negara yang pasar modalnya baru berkembang seperti Indonesia. Dyck et.al (2004) membuktikan bahwa perusahaan yang mempunyai hak perlindungan yang lemah terhadap investor, maka pengawasan yang dilakukan oleh pemilik yang terkonsentrasi sangat kuat dan memberikan keuntungan yang besar terhadap pemilik mayoritas. Claessens dan Lang (2000) membuktikan adanya konsentrasi kepemilikan yang tinggi di Negara Negara asia seperti Malaysia, Thailand dan Indonesia dapat disebabkan masih rendahnya perlindungan hak kepemilikan di Negara-negara tersebut. Disamping itu juga masih lemahnya system hukum yang menyebabkan terjadinya ketidakpastian hukum dan korupsi. 2). Struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia sebagian besar terkonsentrasi sangat tinggi (*single mayoritas*). yang mengontrol perusahaan sangat dominan. Menurut Holdernes (2003) peran dari pemegang saham yang terkonsentrasi sangat tinggi tidak begitu berkembang di dalam literature kepemilikan karena pemegang saham terbesar merupakan suatu grup pemegang saham yang unik dan selalu dihubungkan dengan keuntungan dan biaya. Menurut undang-undang pasar modal Indonesia harus adanya pemisahan antara manajemen dan pemilik, namun dalam kenyataan pemilik perusahaan menempatkan orang-orang mereka dalam manajemen perusahaan. Hal ini terjadi dikarenakan kebanyakan perusahaan di Indonesia mempunyai struktur kepemilikan terkonsentrasi sangat tinggi. Al Malkawi (2007) menyatakan bahwa kebijakan pembayaran dividen di pasar modal yang baru berkembang berbeda dengan negara maju. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen dinegara berkembang masih terbatas.

Jumlah bank-bank sektor perbankan yang terdaftar di PT. bursa efek Indonesia hingga tahun 2012 berjumlah 32 bank. Tabel 1. dibawah ini menggambarkan perkembangan rata-rata pendapatan perlembar saham (EPS) dan Dividen perlembar saham (DPS) sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia dari tahun 2005-2012.

Tabel 1: Rata-rata pendapatan perlembar saham (EPS) dan Dividen perlembar saham (DPS) oleh bank-bank di PT. bursa efek Indonesia tahun 2005 – 2012 (Rp)

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EPS (Rp)	272,2	301,4	253	271	311,2	460,5	579,8	593,5
DPS (Rp)	140	130	156	100,8	88,4	107	104,8	102,4

Sumber: Bursa efek Indonesia

Berdasarkan table 1 diatas terlihat fenomena yang cukup menarik tentang pola pendapatan per lembar saham dan pembayaran dividen perlembar saham sektor perbankan di PT bursa efek Indonesia tahun 2005-2012. Pada saat terjadinya peningkatan pendapatan perlembar saham tahun 2005-2006, namun terjadi penurunan pembayaran dividen perlembar saham. Pada tahun 2007 terjadi penurunan pendapatan

perlembar saham tetapi dividen yang dibayarkan tinggi. Keadaan yang sangat kontradiktif terjadi pada tahun 2008-2009 saat terjadi peningkatan pendapatan yang tajam kebijakan dividennya turun. Sementara itu terjadinya peningkatan pendapatan yang sangat tinggi dari tahun 2009-2012 tetapi kebijakan dividennya hamper stagnan bahkan terjadi penurunan pada tahun 2012 dibandingkan dengan tahun sebelumnya.

Melihat masih adanya pertentangan hasil penelitian sebelumnya, fenomena yang cukup menarik yang terjadi di perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia serta masih sedikitnya kajian tentang keterkaitan antara struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap kebijakan pembayaran dividen sektor perbankan di PT. Bursa Efek Indonesia, maka di angap perlu untuk melakukan kajian empiris tentang pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap kebijakan pembayaran deviden sektor perbankan di PT. Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini memasukan Variabel leverage , ukuran perusahaan dan provitabilitas sebagai variabel kontrol terhadap kebijakan pembayaran deviden .Permasalahan yang timbul dalam penelitian ini adalah : Apakah struktur kepemilikan terkonsentrasi, leverage, ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan di sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia tahun 2005 -2012 Baik Varsial maupun simultan ?. Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah struktur kepemilikan terkonsentrasi, leverage, ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan di sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia tahun 2005 -2012.

TINJAUAN PUSTAKA

1. Teori Agensi

Teori agensi melihat hubungan bagaimana eksekutif atau manajer bertindak sesuai dengan kemauan pemilik atau pemegang saham dalam suatu organisasi perusahaan (Jensen dan Meckling; 1976). Pemilik memperkejakan manajer untuk melaksanakan bisnisnya dan mengawasi kinerja manajer sehingga apa yang dilakukan manajer sesuai dengan kemauan pemilik perusahaan tersebut. Pengawasan terhadap kinerja seseorang merupakan biaya bagi perusahaan dan ketidakefisienan suatu organisasi perusahaan dikarenakan arus informasi tentang kinerja seseorang dikurangi atau bahkan ditutup. Kondisi ini bisa terjadi jika manajer dalam suatu perusahaan bertindak secara otonomi.

Perhatian utama dari teori agensi diatas adalah bagaimana membuat suatu kontrak/perjanjian yang mana kinerja dari manajer dapat diukur dan diberi insentif sehingga mereka bertindak sesuai dengan kemauan dari pemilik perusahaan. Berdasarkan ide bahwa para pekerja pada semua level suatu organisasi perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda-beda, dua masalah keagenan akan timbul yaitu: bagaimana menyelesaikan konflik antara tujuan pemilik dengan manajer dan bagaiman mendorong manajer melaksanakan hal-hal yang sesuai dengan harapan pemilik. Masalah ini dapat terjadi ketika manajer atau eksekutif membuat keputusan sesuai dengan keinginan mereka dan memanipulasi informasi kinerja perusahaan melalui data-data akuntansi dengan tujuan memberikan gambaran yang lebih baik tentang kinerja perusahaan. Konflik antara manajer dan pemegang saham juga karena disebabkan adanya hipotesa arus kas bebas. Manajer dapat menggunakan kekayaan perusahaan untuk kepentingan pribadi. Manajer bisa melakukan merger dan akuisisi yang tidak dijustifikasi atau pengeluaran yang tidak jelas. Dengan demikian arus kas bebas dapat menciptakan masalah agensi karena boleh jadi para manajer menggunakan arus kas bebas tersebut untuk proyek-proyek yang memberikan *net present value* yang negatif.

Masalah agensi juga timbul ketika manajer memutuskan untuk membeli bahan baku yang lebih murah untuk produk perusahaan, padahal mereka mendapatkan keuntungan pribadi melalui bonus yang diterima atas pembelian barang tersebut. Konflik juga terjadi ketika manajer atau eksekutif mempunyai pandangan yang berbeda tentang resiko dengan pemilik. Eksekutif tidak mau mendanai untuk riset pengembangan jangka panjang yang boleh jadi suatu strategi pengembangan perusahaan yang berkelanjutan sehingga hal ini dapat menurunkan keuntungan jangka pendek perusahaan. Carvalhal-da-Silva and Leal (2004) juga mengatakan bahwa masalah agensi antara manajer dan pemegang saham dapat terjadi dikarenakan manajer tidak dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen dapat mengurangi biaya agensi yang muncul akibat dari konflik antara manajer dan pemilik perusahaan.

2. Sinyaling Teori

Sinyaling teori mengatakan bahwa manajer (agen) memberikan informasi kepada pemegang saham (principal) dengan tujuan untuk menciptakan hubungan yang kredibel. Manajer mempunyai banyak informasi dalam perusahaan dari pada pemegang saham tetapi mereka selalu menutupi informasi dari pemegang saham. Dengan demikian, kebijakan pembayaran dividen dapat digunakan oleh pemegang saham sebagai informasi dan juga digunakan sebagai pertanda proyeksi perusahaan dimasa yang akan datang. Li dan Zhao (2008) menyatakan bahwa kebijakan pembayaran dividen memainkan peran penting karena dapat digunakan untuk menyebarkan informasi kepada pemegang saham tentang kondisi perusahaan.

3. Penelitian Terdahulu dan Hipotesis Penelitian

Dominasi terhadap kepemilikan dalam suatu perusahaan belum tentu mendorong agar keuntungan perusahaan dibagikan walaupun pada prinsipnya masih adanya ketidakpercayaan para pemilik perusahaan pada manajer yang boleh jadi menggunakan arus kas bebas tersebut untuk kepentingan pribadinya. Penelitian empiris tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen suatu perusahaan telah dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya, namun masih terjadinya perbedaan dalam hasil penelitian tersebut. Ramli (2010) menginvestigasi pengaruh pemegang saham yang besar terhadap kebijakan pembayaran dividen di perusahaan Malaysia dengan menggunakan panel data dari tahun 2002-2006. Struktur kepemilikan di Malaysia terkonsentrasi karena itu relevansi konflik keagenan untuk di analisa salah satunya adalah hubungan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan membayar dividen lebih tinggi karena peningkatan jumlah saham mayoritas. Sementara itu Mancinelli et.al (2006) meneliti hubungan antara kebijakan pembayaran dividen dengan struktur kepemilikan pada 139 perusahaan di Italia. Hasil kajiannya menyimpulkan bahwa perusahaan membayar dividen lebih rendah ketika hak voting pemegang saham meningkat jumlahnya. Sementara itu Truong dan Heaney (2007) menunjukkan hasil yang bertentangan dengan penelitian sebelumnya. Hasil penelitiannya menunjukkan hubungan yang positif antara struktur kepemilikan terkonsentrasi dengan kebijakan pembayaran dividen di 33 negara. Setia-Atmaja (2009) menggunakan sampel perusahaan di busa efek Australia membuktikan bahwa kepemilikan terkonsentrasi mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap independensi direktur memberikan pembayaran dividen yang rendah.

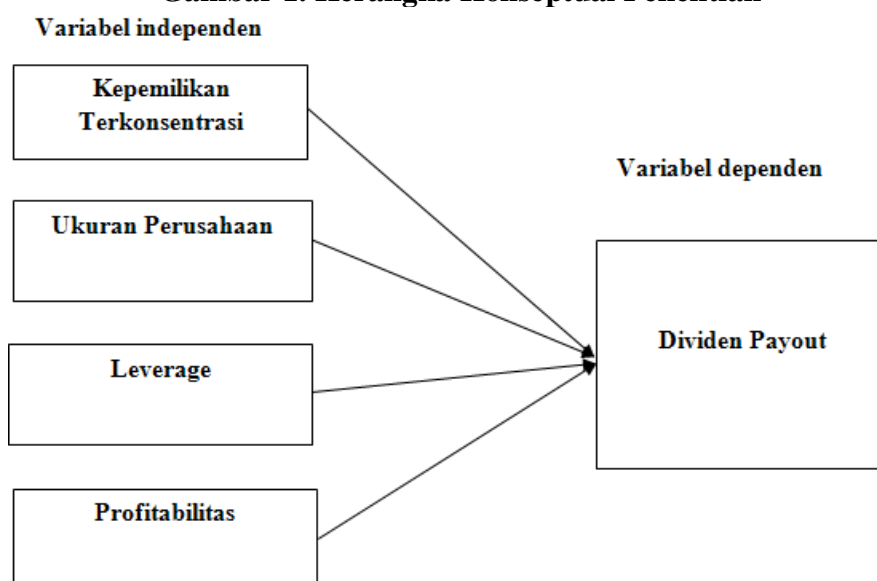
Gugler (2006) menginvestigasi hubungan antara kebijakan pembayaran dividen dengan struktur kepemilikan dan control perusahaan di Austria dari tahun 1991 -1999. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang dikendalikan pemerintah

memberikan dividen yang lancar sedangkan perusahaan yang di control keluarga tidak lancar. Fan et.al (2005), Zhu, (2006) meneliti tentang pengendalian perusahaan di cina. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pemerintah dan pengusaha mengontrol sebagian besar perusahaan yang terdaftar di bursa efek melalui struktu piramid. Belratti dan Bortolott (2006) menyatakan bahwa perusahaan pemerintah membayar kas dividen lebih besar dibandingkan perusahaan yang dikontrol swasta. Sementara itu Chen et.al (2007) meneliti 412 perusahaan yang terdaftar di bursa efek Hongkong. Hasil penelitian menyimpulkan hubungan yang positif kepemilikan terkonsentrasi keluarga terhadap *return on asset*, *return on equity* dan *market-to-book ratio*.

Studi banding tentang dampak dari ukuran perusahaan terhadap kebijakan pembayaran dividen di Australia dan Jepang dilaksanakan oleh Ho (2005) . Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan pembayaran dividen. Ahmed dan Attiya (2009) menganalisa faktor penentu kebijakan dividen di ekonomi yang baru tumbuh di Pakistan dengan sampel 320 perusahaan di KSE dari tahun 2001-2006. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara keuntungan dengan kebijakan pembayaran dividen. Lebih jauh hasil penelitiannya juga menunjukkan kesempatan tumbuh berhubungan positif dengan kebijakan pembayaran dividend sementara ukuran perusahaan berhubungan negatif signifikan. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan. Jika profitabilitas tinggi, maka arus kas bebas akan meningkat pula. Anastassiou (2007) meneliti tentang pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan pembayaran dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara profitabilitas terhadap kebijakan pembayarab dividen. Ementara itu Anil dan Kapoor (2008) membuktikan bahwa adanya hubungan yang tidak signifikan antara profitabilitas terhadap kebijakan pembayarab dividen.

Berdasarkan permasalahan yang telah dikemukakan, kajian teoritis, dan tinjauan penelitian terdahulu, maka kerangka konseptual penelitian ini digambarkan pada gambar 1. di bawah ini:

Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian



Kerangka konseptual penelitian pada gambar 1 menjelaskan pengaruh kepemilikan terkonsentrasi, ukuran perusahaan, *leverage*, dan profitabilitas terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan sektor perbankan di PT bursa efek Indonesia. Berdasarkan landasan teori, penelitian terdahulu dan berdasarkan kerangka pemikiran maka hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Kepemilikan Terkonsentrasi Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Pengawasan dan pengendalian yang besar dari pemegang saham terkonsentrasi sangat tinggi (mayoritas) menyebabkan sumber kekayaan perusahaan tidak digunakan untuk proyek-proyek yang merugikan perusahaan. Implikasinya adalah banyak arus kas bebas perusahaan dapat dibayarkan sebagai dividen kas. Perusahaan yang mempunyai *governance* yang baik membayar dividen lebih tinggi yang memberikan pilihan pada pemegang saham untuk mengeluarkan kas atau meningkatkan investasi mereka dengan membeli lebih banyak saham. Hal ini bertentangan dengan perusahaan yang *governancenya* jelek cenderung menahan kas perusahaan atau sedikit mengembalikan kepada pemegang saham. Milton (2005) menemukan bahwa perusahaan dipasar modal yang baru berkembang (*emerging market*) dengan *governance* yang baik akan membayar dividen yang tinggi. Lebih jauh, tingkat pembayaran dividen akan lebih tinggi jika kesempatan investasi rendah.

Jika melihat sisi keuntungan, pemegang saham mempunyai alasan untuk memintak pembayaran dividen lebih tinggi. Pemegang saham besar akan merasa mendapatkan kepuasan dengan hutang yang lebih tinggi dan insentif untuk mengurangi usaha pengawasan mereka. Rasionalitas yang lain untuk melihat hubungan yang positif antara kepemilikan terkonsentrasi dengan kebijakan pembayaran dividen adalah posisi yang kuat dari pemegang saham mayoritas untuk mencapai hasil tersebut. Khan (2006) membuktikan bahwa terjadinya hubungan yang positif antara kepemilikan terkonsentrasi dengan kebijakan pembayaran dividen pada 330 perusahaan besar di Inggris. Sementara itu Ramli (2010) meneliti perusahaan di Malaysia dengan menggunakan panel data dari tahun 2002-2006. Hasil penelitian menunjukkan terjadinya hubungan yang positif antara kepemilikan terkonsentrasi dengan kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan di Malaysia. Berdasarkan argumentasi diatas, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H₁: Kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen

b. Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Perusahaan besar cenderung lebih mapan, mempunyai arus kas bebas yang tinggi dan lebih suka membayar dividen yang lebih tinggi. (Ross; 2010) Dengan demikian terdapat hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dengan pembayaran dividen. Hipotesis penelitian ini adalah:

H₂: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen

c. Leverage Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Ross (2010) menyatakan bahwa *leverage* dapat mempengaruhi perusahaan dalam pembayaran dividen. *Leverage* keuangan (*financial leverage*) mempunyai peran penting dalam memonitor manajer perusahaan sehingga dapat menyebabkan pengurangan biaya agensi yang muncul dari konflik antara manajer dan pemegang saham. Namun demikian beberapa kontrak pinjaman harus memasukkan perlindungan (*jaminan*) atas hutang (*protective covenant*) yang akan membatasi pembayaran dividen. Dengan demikian, *leverage* akan memberikan dampak negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H₃: Leverage berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen

d. Profitabilitas Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Profitabilitas diukur dari pendapatan operasi perusahaan atas total aset perusahaan (Return on total asset / ROA). Fama dan French (2005) membuktikan hubungan yang positif antara profitabilitas dan pembayaran dividen. Pendapatan yang tinggi akan menjelaskan arus kas bebas menjadi lebih besar dan akan memberikan dampak terhadap peningkatan dividen perusahaan. Penelitian tentang pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Fira (2009) membuktikan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H₄: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen

METODE PENELITIAN

1. Rencana penelitian

Penelitian ini bersifat kausalitas dan korerasional yaitu melihat dari pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi dan manajerial terhadap kebijakan pembayaran dividen sektor perbankan di PT. Bursa Indonesia tahun 2005-2012.

2. Data, Populasi dan Sampel Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder yang berasal dari laporan keuangan perusahaan pada sektor perbankan di PT. Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005-2012. Sumber data berasal dari The Indonesian Capital Market Directory. Populasi penelitian ini adalah perusahaan sektor perbankan di PT. Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005-2012. Jumlah populasi perusahaan pada sektor perbankan sebanyak 34 bank. Tehnis pengambilan sampel yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah purposive sampling dengan kriteria pengambilan sampel sebagai berikut:

- a. Perusahaan mempunyai laporan keuangan lengkap dari tahun 2005 sampai 2012.
- b. Perusahaan membayar dividen secara terus menerus dari tahun 2005-2012.
- c. Perusahaan mempunyai struktur kepemilikan terkonsentrasi sangat tinggi (diatas 50%).

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel tersebut, maka sampel yang terpilih dalam penelitian ini adalah sebanyak 5 perusahaan. Tabel 2 dibawah ini adalah jumlah populasi penelitian perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia tahun 2005 – 2012 sedangkan table 2. adalah jumlah sampel yang terpilih dalam penelitian ini.

Tabel 2: Populasi perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia tahun 2005 – 2012

No	Nama perusahaan
1.	PT. Bank artha graha internasional
2.	PT. Bank artha niaga kencana
3.	PT. Bank buana Indonesia
4.	PT. Bank bukopin
5.	PT. Bank bumi artha
6	PT. Bank ICB bumiputra
7	PT. Bank central asia
8	PT. Bank Mutiara
9	PT. Bank danamon

10	PT. Bank pundi Indonesia
11	PT. Bank internasional Indonesia
12	PT. Bank GNB kesawan
13	PT. Bank Lippo
14	PT. Bank mandiri
15	PT. Bank mayapada
16	PT. Bank mega
17	PT. Bank mega
18	PT. Bank OCBC NISP
19	PT. Bank nusantara parahyangan
20	PT. Bank pan Indonesia
21	PT. Bank permata
22	PT. Bank rakyat Indonesia
23	PT. Bank india Indonesia
24	PT. Bank Victoria internasional
25	PT. Bank Negara Indonesia
26	PT. Bank CIMB niaga
27	PT. Bank capital Indonesia
28	PT. Bank ekonomi raharja
29	PT. Bank himpunan saudara 1906
30	PT. Bank Jabar
31	PT. Bank Sinarmas
32	PT. Bank Tabungan Negara
33	PT. Bank tabungan pensiunan nasional
34	PT. Bank windu kencana internasional

Sumber: PT. Bursa Efek Indonesia

Tabel 3: Sampel perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia tahun 2005 – 2012

No	Nama perusahaan
1	PT. Bank Central Asia
2	PT. Bank Negara Indonesia
3	PT. Bank Danamon
4	PT. Bank Mandiri
5	PT. Bank Rakyat Indonesia

Sumber: PT Bursa Efek Indonesia

3. Variabel, Defenisi Variabel dan Pengukuran Variabel .

Tabel 4 dibawah ini menjelaskan jenis variabel penelitian, definisi variabel penelitian dan pengukuran variabel penelitian. Penelitian ini juga memasukkan variabel ukuran perusahaan, leverage, kesempatan investasi dan profitabilitas sebagai kontrol variabel.

Tabel 4: Variabel penelitian, definisi variabel penelitian dan pengukuran variabel penelitian.

Variabel	Difinisi variabel	Ukuran variabel
1. Kebijakan Dividen (Variabel	Kebijakan Dividen dengan <i>persentase</i> tetap pembayaran tunai yang dikenal dengan	Divident pershare / Earning pershare

Dependen).	nama <i>constant – payout – ratio dividen policy</i> yaitu <i>Dividend Payout Ratio</i> atau DPR (Ross.et.al 2010).	
2. Kepemilikan Terkonsentrasi (Variabel Independen)	Kepemilikan terkonsentrasi adalah kepemilikan atas saham perusahaan oleh pemegang saham melebihi 50% saham yang beredar.(Khan.et.al 2011)	Persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham terkonsentrasi.
3. Ukuran Perusahaan (Variabel Kontrol)	Ukuran perusahaan (SIZE) berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan Brealey et.al 2007)	log dari total asset perusahaan.
4. Leverage (Variabel Kontrol).	adalah kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan Ross :2010)	Total hutang dibagi dengan nilai buku dari ekuitas.
5. Profitabilitas (Variabel Kontrol)	merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Dengan rasio <i>Return On Asset</i> yang mengukur pengembalian atas total aktiva setelah bunga dan pajak (Ross :2010)	ROA = Laba bersih/ Total Aktiva

4. Teknis Analisis

Multiple Regression Analysis di gunakan dalam penelitian ini untuk melihat pengaruh antara variabel dependen berupa : Kebijakan pembayaran dividen terhadap variabel independen berupa : kepemilikan terkonsentrasi, ukuran perusahaan, leverage dan profitabilitas perusahaan sektor perbankan di PT bursa efek Indonesia periode 2005 - 2012. Model regresi yang dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Model Regresi : } DPR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 KT_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 PRO_{i,t} + \alpha_4 UP_{i,t} + \text{error}_{i,t}$$

Keterangan :

- DPR i,t : dividen payout ratio perusahaan ke i periode ke t
- KT i,t : kepemilikan terkonsentrasi perusahaan ke i periode ke t
- LEV i,t : *Leverage* perusahaan ke i periode ke t
- PRO i,t : profitabilitas perusahaan ke i periode ke t
- UP i,t : ukuran perusahaan ke i periode ke t
- α_0 : nilai konstanta persamaan regresi .
- $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ adalah nilai koefisien masing-masing dari kepemilikan terkonsentrasi, ukuran perusahaan, leverage dan profitabilitas
- error, i,t : adalah nilai error dari model persamaan regresi

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Hasil Penelitian

Hasil statistik dari variabel *entered/removed*

Hasil statistik yang berupa variabel *entered/removed* dapat dilihat pada table 5 dibawah ini:

Tabel 5
Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	K.TERKONSENTRASI LEVERAGE PROFITABILITAS U.PERUSAHAAN ^a		Enter

Sumber: Hasil oleh data

- a All requested variables entered.
- b Dependent Variable: DPR

Pada Variabel removed terlihat bahwa tidak ada variabel dalam model regresi dikeluarkan, sehingga semua variabel dapat digunakan dalam melihat pengaruhnya terhadap kebijakan pembayaran dividen (DPR) perusahaan.

Hasil statistik dari Model Summary

Hasil statistik yang berupa variabel model summary dapat dilihat pada table 6 dibawah ini:

Tabel 6.
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.528 ^a	.279	.197	.14024

Sumber: Hasil oleh data

- a Predictors: (Constant), K.TERKONSENTRASI LEVERAGE, PROFITABILITAS, U.PERUSAHAAN
- b Dependent Variable: DPR

Pada model regresi tabel 6 diatas menunjukkan bahwa nilai R adalah 0,528, R square 0,279 dan adjusted R square 0,197. Kondisi ini menunjukkan bahwa 19,7 persen variasi dividen payout ratio dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, leverage, profitabilitas dan ukuran perusahaan, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh sebab-sebab lain.

Hasil Statistik ANOVA

Hasil statistik Anova, coefficient dan *excluded variables* dapat dilihat pada table 7 dibawah ini.

Tabel 7
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.266	4	.067	3.387	.019 ^a
	Residual	.688	35	.020		
	Total	.955	39			

Sumber: Hasil oleh data

a Predictors: (Constant), K.TERKONSENTRASI, LEVERAGE, PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN

b Dependent Variable: DPR

Hasil ANOVA pada table 7. diatas menunjukkan nilai F. 3,387 dengan nilai p = 0,019. Dikarenakan nilai $p < 0,05$, maka patut diduga bahwa variabel kepemilikan terkonsentrasi, *leverage*, profitabilitas dan nilai perusahaan secara bersama sama mempengaruhi dividen payout rasio pada perusahaan sektor perbankan di PT. Bursa Efek Indonesia pada tingkat kepercayaan 95%.

Hasil Statistik Uji t

Hasil statistik uji t dapat dilihat pada table 8 dibawah ini.

Tabel 8
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
		B	Std Error	Beta		
1	(Constant)	1.708	.915		1.866	..000
	K.TERKONSENTRASI	.033	.002	.231	1.495	..010
	LEVERAGE	.244	.135	.261	1.808	.079
	PROFITABILITAS	.188	.868	.032	.216	.030
	U.PERUSAHAAN	.191	.103	.292	1.859	.021

Sumber: Hasil oleh data

a Dependent Variable: DPR

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 8 diatas menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentras, profitabilitas dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan sektor perbankan di PT bursa efek Indonesia periode 2005-2012. Sementara itu *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan sektor perbankan di PT bursa efek Indonesia periode 2005-2012.

2. Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan sesuatu yang menarik dimana kepemilikan terkonsentrasi memberikan pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia. Hasil ini sejalan dengan hipotesis penelitian ini yang menyatakan adanya hubungan yang positif antara kepemilikan terkonsentrasi terhadap kebijakan dividen. Kondisi ini mengindikasikan bahwa perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia dengan pemegang saham mayoritas baik itu milik pemerintah maupun non pemerintah mengontrol

perusahaan dalam segala keputusan termasuk dalam kebijakan dividen. Hal lain yang dapat di indikasikan dari hasil penelitian adalah masih adanya kurang kepercayaan para pemilik terhadap para manajer yang boleh jadi mereka akan menggunakan arus kas bebas tersebut untuk kepentingan pribadinya, sehingga jika adanya arus kas bebas pada perusahaan maka akan mendorong pemilik untuk membagikannya kepada pemegang saham. Temuan ini juga dapat mengindikasikan bahwa para pemegang saham mayoritas menggunakan dividen sebagai alat untuk membatasi kesempatan dari para manajer dalam mementingkan kekayaan pribadinya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Faccio et al (2007) yang menyatakan bahwa adanya hubungan yang positif antara kepemilikan terkonsentrasi dengan kebijakan pembayaran dividen. Penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Ramli (2010) yang menginvestigasi pengaruh pemegang saham yang besar terhadap kebijakan pembayaran dividen di perusahaan Malaysia dengan menggunakan panel data dari tahun 2002-2006. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan membayar dividen lebih tinggi karena peningkatan jumlah saham mayoritas. Namun demikian hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Mancinelli et.al (2006) yang meneliti hubungan antara kebijakan pembayaran dividen dengan struktur kepemilikan pada 139 perusahaan di Italia. Hasil kajiannya menyimpulkan bahwa perusahaan membayar dividen lebih rendah ketika hak voting pemegang saham meningkat jumlahnya. Setia-Atmaja (2009) menggunakan sampel perusahaan di bursa efek Australia membuktikan bahwa kepemilikan terkonsentrasi mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Sementara itu variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *leverage*, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Berdasarkan hasil statistik uji t menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, maka hipotesis penelitian ini ditolak. Tipikal perusahaan di Indonesia masih banyak yang menganut *pecking order theory*. Perusahaan di Indonesia lebih mengutamakan kebijakan pendanaan internal dulu yaitu laba ditahan, baru setelah itu menggunakan hutang dan menerbitkan saham dalam memenuhi pendanaannya. Kondisi ini mungkin dapat menyebabkan bahwa *leverage* tidak memberikan dampak dalam kebijakan dividen selama periode penelitian ini. Hasil penelitian ini sejalan dengan yang dilakukan oleh Fira (2009) menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian Lisa dan Clara (2009) juga membuktikan bahwa *leverage* mempunyai tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di PT Bursa efek Indonesia. Namun demikian hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ross (2010) menyatakan bahwa *leverage* dapat mempengaruhi perusahaan dalam pembayaran dividen. *Leverage* keuangan (*financial leverage*) mempunyai peran penting dalam memonitor manajer perusahaan sehingga dapat menyebabkan pengurangan biaya agensi yang muncul dari konflik antara manajer dan pemegang saham. Namun demikian beberapa kontrak pinjaman harus memasukkan perlindungan (jaminan) atas hutang (*protective covenant*) yang akan membatasi pembayaran dividen.

Profitabilitas menunjukkan hubungan yang positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan hipotesis penelitian bahwa adanya hubungan yang positif antara profitabilitas terhadap kebijakan pembayaran dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia periode 2005-2012 menginginkan bahwa arus kas bebas dibagikan sebagai dividen atau

sebagai sumber pendanaan internal yang akan digunakan untuk kepentingan pemegang saham dan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Anastassiou (2007) yang menunjukkan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara profitabilitas terhadap kebijakan pembayaran dividen. Namun demikian Anil dan Kapoor (2008) membuktikan bahwa adanya hubungan yang tidak signifikan antara profitabilitas terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan sektor perbankan di PT. bursa efek Indonesia akan memberikan kebijakan dividen yang lebih besar jika ukuran perusahaan tersebut besar. Kondisi ini dapat dilihat dari data dimana pada perusahaan yang besar memberikan dividen per lembar saham yang lebih besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan Ross (2010) yang menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung lebih mapan dan mempunyai arus kas bebas yang tinggi dan lebih suka membayar dividen yang tinggi. Namun demikian hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Faris.et.al (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan:

1. kepemilikan terkonsentrasi mempunyai hubungan yang positif terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan sektor perbankan di PT Bursa Efek Indonesia tahun 2005 – 2012.
2. Variabel kontrol *leverage* tidak mempunyai hubungan terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan sektor perbankan di PT Bursa Efek Indonesia tahun 2005 – 2012.
3. Variabel kontrol profitabilitas mempunyai hubungan yang positif terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan sektor perbankan di PT Bursa Efek Indonesia tahun 2005 – 2012.
4. Variabel kontrol ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang positif terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan sektor perbankan di PT Bursa Efek Indonesia tahun 2005 – 2012.

2. Saran

1. Para pihak pengambilan keputusan dalam perusahaan hendaknya memperhatikan jumlah kepemilikan terkonsentrasi, ukuran perusahaan serta kinerja keuangan perusahaan sehingga dapat menentukan kebijakan dividen yang akan dilakukan.
2. Para pemegang saham hendaknya memperhatikan jumlah kepemilikan terkonsentrasi, ukuran perusahaan, leverage dan profitabilitas sebelum melakukan pembelian saham perusahaan yang bersangkutan.
3. Penelitian ini hanya menfokuskan pada sektor perbankan, diharapkan peneliti selanjutnya untuk memasukkan semua sektor.
4. Penelitian ini hanya memasukkan satu bentuk kepemilikan dan tiga variabel kontrol. Peneliti selanjutnya diharapkan untuk memasukkan semua bentuk kepemilikan dan menambah variabel kontrol yang secara teoritis mempunyai pengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, H. and J. Attiya. (2009). Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange Non Financial Firms), *International Journal of Finance and Economics*, Issue 25, 148-171.
- Al-Malkawi, N. H. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An application of the Tobit Model, *Journal of Economic & Administrative Sciences* Vol. 23, No. 2, 44-70.
- Anastassiou, T.A., (2007), A Dividend Function for Greek Manufacturing, *Managerial Finance*, 33 (5), hal. 344-347.
- Beltratti, A. & Bortolotti, B., (2006). *The nontradable share reform in the Chinese stock market* Working Paper, Bocconi University
- Chu, W. 2011. Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size. *Asia Pacific Journal of Management*.
- Chen, Y. Y., & Young, M. N. 2010. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal-principal perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 27: 523–539.
- Chen ZH, Cheung Y, Stouratis A. Wong A (2007). Ownership concentration, Firm performance and Dividend policy in Hongkong. *Pac. Bas. Finance journal* 13: pp. 498-513
- Classens. S, Djankov, S & Lang L (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporation. *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.
- Carvalho-da-Silva, André L. and Leal ,Ricardo P. C.(2004). Corporate Governance and Value in Brazil(and in Chile). *Frontiers in Finance and Economics*, 2004, vol. 1, issue 1, pages 1-16
- Dyck, I, Alexander. J & Luigi. Z (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The journal of finance*.
- Faccio,M,Lang,L.H.P, & Young,L(2007), Dividend and Expropriation, *American Economic Review*, Vol. 74,pp.650-659
- Fan, J.P.H., Wong, T.J., & Zhang, T., (2005). *The emergence of corporate pyramids in China*, the Chinese University of Hong Kong, Working Paper
- Fira Puspita. 2009. *Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio*. Tesis Dipublikasikan. Jurusan Manajemen. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ho, H. (2005). Dividend policies in Australia and Japan, *International Advances in Economics*, Res 9(2), p 91-100.
- Gugler, K. (2003). Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment. *The Journal of Banking and Finance*, 27, 1297-1321.

- Holderness, C.G., (2003). "A Survey of Blockholders and Corporate Control " *Economic Policy Review* 9(1):51-63
- Harada, K., & Nguyen, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*,37, 362-379
- Jiang, Y., & Peng, M. W. 2010. Principal-principal conflicts during crisis. *Asia Pacific Journal of Management*.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Khan, T. (2006). Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. *The Economic Journal*, Volume 116, Issue 510, C172–C189, March 2006.
- La Porta,R, Lopez-De-Silanes, F, Shleifer, A and Vishney, R (2000). Agency problem and dividend policies around the world," *Journal of Finance*, Vol 55. Pp. 1-33.
- Li, Kai , Xinlei Zhao (2008). Asymmetric Information and Dividend Policy, *Financial Management*, 37(4), 673-694.
- Lisa Marlina dan Clara Danica, 2009, *Analisis Pengaruh Cash Position, Debt to Equity Ratio dan Return On Asset Terhadap Dividend Payout Ratio*, Jurnal Manajemen Bisnis, Vol.2, No.1, Hal.1
- M Y Khan dan P K Jain (2011).” *Financial Management*” 3thMc-Graw-Hill Company
- Mancinelli, L., & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *The European Journal of Finance*, Volume 12, Number 3, 265-282.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. 2005. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 63: 655–720.
- Mitton, T. (2005), “Corporate governance and dividend policy in emerging markets”, *Emerging Markets Review*, Vol. 5, pp. 409-26.
- Renneboog, L. and Trojanowski, G. (2007), “Control structures and payout policy”, *Managerial Finance*, Vol. 33, pp. 43-64.
- Ramli, N. M. (2010). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Papers*, Vol. 6, No. 1, 170-180.
- Richard A. Brealey. Stewart C. Myers dan Alan J. Marcus (2007).” *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*”
- Stephen A. Ross. Randolph w. Wasterfield dan Jeffrey F. Jaffe. (2010) ” *Corporate Finance*” Mc-Graw-Hill Inc.
- Setia-Atmaja. L (2009), “Governance Mechanisms and Firm Value: The Impact of Ownership Concentration and Dividends”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, No.6, pp: 694–709.
- Truong, T., & Heaney, R., (2007). "Largest shareholder and dividend policy around the world." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 47(5):667-687.
- Zhu, S., (2006). —The Characteristics of ultimate shareholders and informativeness of accounting earnings, *China Accounting and Finance Review* 3, 1-30.