

Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur

Sorayya Qonita Mujahidah ^{1*}, Rachmat Sudarsono ²

^{1,2} Universitas Padjadjaran, Kabupaten Sumedang, Provinsi Jawa Barat, Indonesia.

Corresponding Email : sorayya20001@mail.unpad.ac.id ^{1*}

Abstrak. Penelitian ini mengkaji Agency Cost terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018–2022. Penelitian ini menganalisis variabel seperti insider ownership, family ownership, institutional ownership, free cash flow (FCF), collateralizable assets, pertumbuhan, serta variabel kontrol (Sales dan leverage) terhadap Dividend Payout Ratio (DPR). Hasil penelitian menunjukkan bahwa sebagian besar variabel memiliki pengaruh signifikan terhadap DPR, kecuali leverage. Temuan ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan karakteristik keuangan berperan penting dalam membentuk kebijakan dividen, mencerminkan upaya untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham. Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap pemahaman teori keagenan dan implikasinya di sektor manufaktur Indonesia selama periode pemulihan pasca pandemi.

Kata kunci: Agency Cost; Dividend Payout Ratio; Kebijakan Dividen; Perusahaan Manufaktur.

Abstract. This research examines the impact of Agency Cost on dividend policy in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2018–2022 period. The study investigates variables such as insider ownership, family ownership, institutional ownership, free cash flow (FCF), collateralizable assets, growth, and control variables (Sales and leverage) on the Dividend Payout Ratio (DPR). The findings reveal that most variables significantly influence DPR, except leverage. The results indicate that ownership structures and financial characteristics play critical roles in shaping dividend policies, reflecting efforts to align managerial and shareholder interests. These findings contribute to a better understanding of agency theory and its implications in the Indonesian manufacturing sector during the dynamic post-pandemic recovery period.

Keywords: Agency Cost; Dividend Payout Ratio; Dividend Policy; Manufacturing Companies.

Pendahuluan

Dalam pasar modal, perusahaan berusaha menarik minat investor melalui pembayaran dividen dan prospek kenaikan nilai modal. Dividen merupakan salah satu daya tarik utama karena menyediakan penghasilan yang stabil di tengah ketidakpastian pasar. Salah satu indikator penting yang perlu dianalisis adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR), yang menunjukkan persentase laba yang dialokasikan sebagai dividen. Brav *et al.* (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang secara konsisten meningkatkan laba cenderung memperbesar DPR untuk menunjukkan stabilitas finansial dan komitmen kepada pemegang saham. Kebijakan DPR yang konsisten juga mencerminkan tanggung jawab perusahaan terhadap para pemangku kepentingan.



Gambar 1. Pangsa Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia pada tahun 2023, berdasarkan sektor

Sektor manufaktur memainkan peran penting dalam perekonomian Indonesia, dengan kontribusi sebesar 18,67% terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) pada tahun 2023, menurut Badan Pusat Statistik. Meskipun sektor ini menghadapi tantangan besar akibat pandemi COVID-19, sektor manufaktur tetap menunjukkan ketahanan dan menjadi pilar stabilitas ekonomi nasional (Nasution, 2021). Sebagai industri yang membutuhkan investasi besar, sektor ini memiliki karakteristik khas, termasuk kebutuhan modal yang tinggi dan struktur kepemilikan yang kompleks. Di sisi lain, fluktuasi harga bahan baku dan biaya operasional yang signifikan memengaruhi keputusan keuangan, termasuk kebijakan dividen. Teori *keagenan* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling menjadi relevan dalam hal ini, di mana konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham berpotensi memengaruhi kebijakan perusahaan. Teori ini berbeda dengan *signaling theory*, yang melihat dividen sebagai sinyal profitabilitas,

serta teori Modigliani & Miller yang menekankan ketidakrelevanan dividen di pasar yang sempurna. Sebaliknya, teori *keagenan* menekankan peran dividen dalam mengurangi potensi penyalahgunaan laba ditahan oleh manajer. Pembagian dividen dapat mengurangi kemungkinan manajer menggunakan laba untuk kepentingan pribadi atau untuk proyek yang tidak menguntungkan bagi pemegang saham eksternal, sebagaimana dijelaskan oleh penelitian Easterbrook (1984) dan Jensen (1986). Selain itu, dividen berfungsi sebagai instrumen untuk menekan biaya *keagenan* dalam kondisi perlindungan investor yang lemah, seperti yang dijelaskan oleh Rozeff (1982).

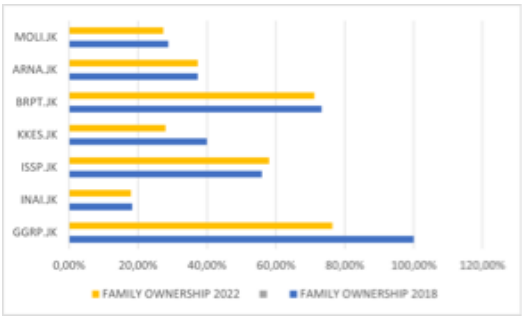
Struktur kepemilikan perusahaan memiliki peran penting dalam menentukan kebijakan dividen karena kaitannya dengan biaya *keagenan* (*agency cost*), yang timbul akibat pemisahan antara kepemilikan dan kontrol. Pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, di mana sebagian besar saham dimiliki oleh pemilik utama, pengawasan terhadap manajemen lebih ketat, sehingga biaya *keagenan* lebih rendah dan distribusi laba dalam bentuk dividen lebih terjamin (Jensen & Meckling, 1976). Sebaliknya, pada perusahaan dengan kepemilikan yang lebih tersebar, biaya *keagenan* cenderung lebih tinggi karena pemegang saham individu memiliki kontrol yang lebih lemah terhadap kebijakan manajerial. Berbagai bentuk kepemilikan, seperti kepemilikan keluarga, insider, dan institusional, berpengaruh berbeda terhadap kebijakan dividen dan tata kelola perusahaan. Studi oleh Claessens *et al.* (2000) menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan di Asia Timur, termasuk Indonesia, memiliki kepemilikan keluarga yang signifikan, yang dapat mengurangi biaya *keagenan* karena kepentingan keluarga dalam menjaga stabilitas jangka panjang. Kepemilikan insider, di mana manajer juga merupakan pemegang saham, dapat mengurangi insentif untuk bertindak demi kepentingan pribadi dan memperkuat keselarasan antara manajemen dan pemegang saham. Sementara itu, kepemilikan institusional memberikan pengawasan eksternal yang lebih ketat, yang mendorong transparansi dan kebijakan dividen yang lebih stabil (Short *et al.*, 2002). Dinamika kepemilikan ini berinteraksi dengan faktor-faktor industri seperti intensitas modal dan regulasi yang berlaku. Sebagai contoh, perusahaan dengan tingkat

pertumbuhan penjualan yang pesat lebih memilih untuk menahan laba guna mendukung ekspansi, sehingga pembayaran dividen cenderung lebih rendah (Fama & French, 2001). Sebaliknya, perusahaan dengan pertumbuhan yang stabil atau melambat lebih cenderung membagikan laba dalam bentuk dividen, seperti yang dijelaskan oleh Lintner (1956). Stabilitas arus kas juga menjadi faktor penting dalam menentukan kebijakan dividen, karena perusahaan dengan arus kas yang konsisten lebih mampu mempertahankan atau meningkatkan pembayaran dividen dalam jangka panjang (DeAngelo *et al.*, 2004).

Struktur kepemilikan berfungsi sebagai faktor kunci dalam pengendalian biaya *keagenan*. Pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham utama memiliki kontrol lebih besar dalam mengawasi manajemen, yang berpotensi mengurangi pengeluaran yang tidak efisien dan memastikan laba didistribusikan sebagai dividen (Jensen & Meckling, 1976). Sebaliknya, struktur kepemilikan yang lebih tersebar meningkatkan biaya *keagenan* karena kontrol terhadap manajemen lebih lemah. Periode 2018 hingga 2022 menggambarkan bagaimana stabilitas dan volatilitas ekonomi memengaruhi kebijakan dividen di sektor manufaktur. Pada tahun 2018, sektor ini mencatatkan pertumbuhan yang kuat, disertai dengan tingkat pembayaran dividen yang tinggi sebagai respons terhadap optimisme ekonomi. Namun, pandemi COVID-19 pada 2020 membawa tantangan besar bagi sektor ini. Menariknya, banyak perusahaan manufaktur justru meningkatkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) mereka, kemungkinan sebagai langkah untuk mempertahankan kepercayaan investor meskipun menghadapi tekanan operasional yang berat. Pemulihan ekonomi pada 2021 dan pertumbuhan pesat pada 2022, yang mencatatkan kenaikan penjualan mencapai 13,73%, memungkinkan peningkatan DPR menjadi 63,4% sebagai indikasi optimisme baru di industri ini. Perubahan kebijakan dividen ini dapat dikaitkan dengan teori biaya *keagenan*, yang menyatakan bahwa fluktuasi pembayaran dividen sering kali mencerminkan konflik kepentingan antara manajer (*agen*) dan pemegang saham (*prinsipal*). Dalam perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, terdapat

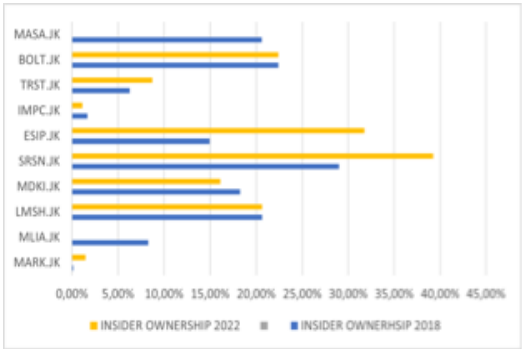
kemungkinan bahwa manajer lebih fokus pada kepentingan pribadi, seperti peningkatan kompensasi, yang mengarah pada ketidakstabilan kebijakan dividen (Jensen & Meckling, 1976). Manajer yang mengejar keuntungan jangka pendek cenderung menerapkan kebijakan dividen yang tidak konsisten, berbanding terbalik dengan perusahaan yang lebih hati-hati dan berorientasi pada keberlanjutan, yang mempertahankan stabilitas dividen meskipun laba yang dibagikan lebih rendah. Untuk mengurangi potensi konflik *keagenan*, diperlukan tata kelola perusahaan yang efektif, seperti keberadaan dewan komisaris independen atau kepemilikan saham oleh manajemen, yang dapat membantu menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham.

Studi empiris menunjukkan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang kuat lebih cenderung membayar dividen yang lebih besar, sebagai cerminan kesehatan keuangan dan kedisiplinan dalam pengelolaan sumber daya (Jiraporn *et al.*, 2011; La Porta *et al.*, 2000). Selain itu, pembayaran dividen juga berfungsi sebagai mekanisme untuk membatasi pengambilalihan kendali oleh pihak internal, karena distribusi laba kepada pemegang saham mengurangi dana yang tersedia bagi manajemen untuk digunakan secara tidak efisien (Faccio *et al.*, 2001). Struktur kepemilikan juga memengaruhi kebijakan dividen, dengan perusahaan yang memiliki kepemilikan terkonsentrasi cenderung memberikan pengawasan lebih ketat terhadap manajemen dan mendorong pembayaran dividen yang lebih besar guna melindungi kepentingan pemegang saham. Di negara maju seperti AS dan Inggris, kepemilikan saham umumnya tersebar, sedangkan di negara berkembang, termasuk Indonesia, struktur kepemilikan cenderung lebih terkonsentrasi. Perusahaan keluarga masih mendominasi lanskap bisnis Indonesia, meskipun persentasenya mengalami penurunan dari 68,6% menjadi 57,3% (Miller & Le Breton-Miller, 2007). Dalam banyak kasus, anggota keluarga tidak hanya memiliki kepemilikan mayoritas tetapi juga memegang posisi manajerial utama, yang memungkinkan mereka mengendalikan kebijakan strategis perusahaan, bahkan setelah generasi pendiri tidak lagi terlibat secara aktif dalam operasional sehari-hari.



Gambar 2. Perbandingan *Family ownership* Perusahaan Manufaktur 2018 & 2022

Penurunan *Family ownership* pada BRPT.JK di tahun 2022 menunjukkan adanya perubahan dalam struktur kepemilikan yang berpotensi mengurangi kontrol keluarga terhadap perusahaan. Hal ini dapat mengarah pada peningkatan potensi konflik *keagenan* akibat berkurangnya pengawasan langsung dari pihak keluarga. Sebaliknya, peningkatan kepemilikan keluarga di GGRP.JK menunjukkan adanya penguatan kontrol yang dapat mengurangi biaya *keagenan* dengan menyelaraskan kepentingan pemegang saham utama dengan kebijakan manajemen. Beberapa perusahaan lain, seperti ISSP.JK dan ARNA.JK, tetap mempertahankan dominasi kepemilikan keluarga pada kisaran 35%-60%, yang mencerminkan kendali signifikan dalam proses pengambilan keputusan. Sementara itu, KKES.JK mengalami peningkatan kepemilikan keluarga pada tahun 2022 sebagai strategi untuk mempertahankan pengaruh terhadap perusahaan. Dalam industri manufaktur, dinamika kepemilikan keluarga menunjukkan bagaimana pemegang saham mayoritas dapat menyesuaikan kepemilikan mereka sebagai respons terhadap perubahan kondisi pasar dan strategi bisnis.



Gambar 3. Perbandingan *Insider ownership* Perusahaan Manufaktur 2018 & 2022

Insider ownership, yaitu saham yang dipegang oleh direktur dan manajemen eksekutif, memainkan peran penting dalam menyelaraskan kepentingan manajerial dengan pemegang saham. Ketika kepemilikan *insider* meningkat, terdapat insentif lebih besar bagi manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan memastikan bahwa keputusan strategis mereka berorientasi pada kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Grafik perbandingan *insider ownership* menunjukkan bahwa TRST.JK dan ESIP.JK mengalami peningkatan kepemilikan manajerial, yang sering kali mencerminkan keyakinan manajemen terhadap prospek perusahaan. Sebaliknya, MASA.JK dan MDKI.JK mengalami penurunan kepemilikan *insider*, yang dapat meningkatkan biaya *keagenan* karena berkurangnya insentif bagi manajemen untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Perusahaan seperti BOLT.JK dan LMSH.JK yang mempertahankan stabilitas kepemilikan *insider* mencerminkan tata kelola yang lebih stabil tanpa perubahan signifikan dalam strategi kepemimpinan. Dengan demikian, kepemilikan *insider* yang tinggi cenderung memberikan kepastian dan komitmen manajemen dalam menghadapi tantangan bisnis.



Gambar 4. Perbandingan *Institutional ownership* Perusahaan Manufaktur 2018 & 2022

Kepemilikan *institusional*, yang terdiri dari saham yang dimiliki oleh entitas besar seperti dana pensiun dan perusahaan asuransi, memiliki pengaruh signifikan dalam memastikan bahwa manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Investor *institusional* cenderung mendukung kebijakan yang mendorong stabilitas jangka panjang, seperti konsistensi dividen dan alokasi modal yang disiplin (Gillan & Starks, 2000). Grafik perbandingan kepemilikan *institusional*

menunjukkan bahwa pada tahun 2022, kepemilikan *institusional* meningkat di TPIA.JK dan PICO.JK, yang menunjukkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut serta potensi pengawasan yang lebih ketat terhadap manajemen. Sebaliknya, penurunan kepemilikan *institusional* pada JPFA.JK dan AGII.JK dapat mencerminkan menurunnya kepercayaan investor dan meningkatnya potensi konflik *keagenan*. Di sisi lain, stabilitas kepemilikan *institusional* pada SMBR.JK dan BUDI.JK menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan ini tetap menarik bagi investor *institusional*, yang dapat membantu menjaga disiplin manajemen dalam pengambilan keputusan strategis.



Gambar 5. Rata-rata *Free Cash Flow* Perusahaan Manufaktur 2018-2022

Selain kepemilikan, faktor lain seperti *free cash flow* (FCF) dan *collateralizable assets* juga memengaruhi kebijakan dividen dan struktur tata kelola perusahaan. *Free cash flow* adalah kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi kebutuhan belanja modal, yang dapat digunakan untuk membayar dividen atau diinvestasikan kembali untuk pertumbuhan (Jensen, 1986). Tanpa pengawasan yang ketat, FCF yang besar dapat menyebabkan biaya *keagenan*, di mana manajemen cenderung mengalokasikan dana secara tidak efisien. Oleh karena itu, kepemilikan *institusional* sering kali berperan dalam mendorong perusahaan untuk mendistribusikan FCF sebagai dividen guna mengurangi risiko pemborosan (Gill, 2012). Sementara itu, perusahaan dengan *collateralizable assets* yang besar memiliki fleksibilitas dalam pembiayaan dan lebih cenderung membayar dividen lebih tinggi karena ketergantungan mereka pada laba ditahan berkurang (Stulz, 1990). Berbagai penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan *institusional* cenderung berkorelasi positif dengan pembayaran dividen, sedangkan kepemilikan *insider* dan keluarga memberikan

hasil yang beragam tergantung pada struktur kepemilikan dan strategi perusahaan (Shaheen *et al.*, 2021; Mehdi *et al.*, 2017; Hasan *et al.*, 2023). Oleh karena itu, penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh faktor-faktor ini terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia menjadi krusial untuk memahami bagaimana struktur kepemilikan memengaruhi stabilitas keuangan dan daya saing industri.

Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder. Data yang digunakan dalam penelitian ini mencakup:

- 1) *Dividend Payout Ratio* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018-2022, yang diperoleh dari Refinitiv.
- 2) Laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018-2022.

Pemilihan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling*. Sampel ditentukan berdasarkan kriteria berikut:

- 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018-2022.
- 2) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan membagikan dividen setidaknya satu kali dalam periode 2018-2022.

Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 114 perusahaan, yang kemudian disaring menjadi 21 perusahaan untuk memastikan relevansi data dan mencerminkan kondisi umum industri manufaktur. Penyaringan dilakukan dengan mengeliminasi perusahaan yang memiliki kebijakan dividen konservatif, keterbatasan peluang reinvestasi, tekanan likuiditas, atau dominasi pasar yang berlebihan, yang dapat memengaruhi stabilitas keuangan dan validitas analisis. Kebijakan dividen konservatif berfokus pada pemegang saham tetapi mengurangi potensi reinvestasi, sementara keterbatasan reinvestasi terjadi pada perusahaan dengan pertumbuhan yang melambat. Tekanan likuiditas dialami oleh perusahaan dengan arus kas yang tidak stabil, sedangkan dominasi pasar oleh perusahaan besar dapat menciptakan bias

dalam analisis. Dengan penyaringan ini, data yang digunakan lebih relevan dan representatif terhadap kondisi normal sektor manufaktur. Penelitian ini menggunakan *Econometric Views* (EViews) untuk mengevaluasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Data yang digunakan berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018–2022 dan Portal Refinitiv. Variabel independen yang dianalisis mencakup insider ownership, institutional ownership, family ownership, free cash flow, growth, dan collateralizable assets. Sedangkan, variabel dependen yang dianalisis adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR), dengan variabel kontrol berupa sales dan leverage.

Penelitian dimulai dengan uji statistik deskriptif untuk memberikan gambaran umum data sampel, diikuti oleh uji asumsi klasik untuk memastikan model regresi yang digunakan bebas dari bias, akurat, dan konsisten. Pemilihan model data panel terbaik dilakukan melalui uji Chow dan Hausman, untuk menentukan model yang sesuai antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), atau *Random Effect Model* (REM). Setelah model terbaik dipilih, analisis dilanjutkan dengan uji hipotesis menggunakan regresi linier berganda. Uji *t* digunakan untuk menguji pengaruh parsial masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, sedangkan uji *F* digunakan untuk menguji pengaruh secara keseluruhan. Nilai *Adjusted R²* juga digunakan untuk mengevaluasi sejauh mana variabel independen dapat menjelaskan variasi dalam variabel dependen.

Hasil dan Pembahasan

Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah data residual dalam model regresi memiliki distribusi yang mengikuti pola normal. Uji ini penting untuk memastikan bahwa asumsi dasar dari model regresi linier terpenuhi, yang akan mempengaruhi keakuratan hasil analisis. Dalam penelitian ini, uji normalitas digunakan untuk memverifikasi bahwa data yang digunakan

memenuhi kriteria distribusi normal, yang merupakan syarat untuk melanjutkan analisis regresi lebih lanjut.

Tabel 1. Uji Normalitas

Jarque-Bera	Prob.
2,64	0,27

Berdasarkan hasil uji normalitas pada tabel di atas, residual dalam model menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,27. Nilai ini lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa residual dalam model regresi ini berdistribusi normal. Dengan demikian, asumsi klasik berupa normalitas residual telah terpenuhi dalam penelitian ini.

Tabel 2. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Prob.
C	0,4194
INS	0,4739
IO	0,4021
FO	0,8654
FCF	0,4013
GR	0,5622
COLLAS	0,4779
SALES	0,3977
LEV	0,1661

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada tabel tersebut, seluruh variabel independen, seperti *insider ownership* (IO), *institutional ownership* (INS), *family ownership* (FO), *free cash flow* (FCF), *growth* (GR), *collateralizable assets* (COLLAS), *Sales*, dan *leverage* (LEV), tidak menunjukkan indikasi adanya heteroskedastisitas. Hal ini dibuktikan dengan nilai probabilitas masing-masing variabel yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Selain itu, konstanta (C) juga tidak mengindikasikan adanya heteroskedastisitas dengan nilai probabilitas sebesar 0,4194. Dengan demikian, hasil uji heteroskedastisitas yang menunjukkan terpenuhinya asumsi homoskedastisitas, model regresi dianggap memenuhi syarat untuk memberikan hasil estimasi yang stabil dan relevan.

Tabel 3. Hasil Uji Autokorelasi

Model Penelitian	Durbin Watson
3.2	1.86

Hasil uji autokorelasi pada tabel menunjukkan nilai *Durbin-Watson* (DW) sebesar 1,86 berada dalam rentang yang tidak menunjukkan adanya autokorelasi kuat pada data panel penelitian ini. Maka dari itu, model regresi memenuhi asumsi klasik terkait independensi residual.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel Penelitian	VIF
INS	1,27
IO	1,32
FO	1,27
FCF	1,36
COLLAS	1,35
GR	1,06
SALES	1,41
LEV	1,54
Mean VIF	1,32

Berdasarkan tabel yang ditampilkan, seluruh variabel memiliki nilai VIF di bawah ambang

batas 10, dengan *leverage* (LEV) tertinggi sebesar 1,54, masih jauh dari angka kritis. Rata-rata VIF sebesar 1,46 mengindikasikan tidak adanya multikolinearitas yang signifikan, sehingga asumsi klasik dalam model regresi terpenuhi.

Hasil Pengujian Hipotesis

Pada bagian ini, akan dibahas hasil dari pengujian hipotesis yang dilakukan untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel independen terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda untuk mengidentifikasi hubungan signifikan antara variabel-variabel yang diuji. Hasil pengujian ini memberikan gambaran tentang faktor-faktor yang berkontribusi pada kebijakan dividen perusahaan dan validitas dari hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

Tabel 5. Hasil Uji Regresi Model

Variabel	Exp.	Kontrol		Kontrol	
	Sign	Non- Weighted Panel Data	Weighted Panel Data	Non- Weighted Panel Data	Weighted Panel Data
C	(+)	23,718**	19,595**	6,511**	6,780**
INS	(+)	0,195	0,244**	0,313*	0,411***
IO	(+)	0,400	0,536***	2,803	1,097*
FO	(+)	2,242**	1,984	1,244**	2,171
FCF (Dalam satuan Triliun)	(-)	3,17	7,10**	3,54	5,71**
COLLAS	(+)	-0,359*	-0,395***	-0,368*	-0,519*
GR	(-)	0,222*	0,223***	0,190*	0,169*
SALES (Dalam satuan Triliun)	-	-	-	0,810**	0,892
LEVERAGE	-	-	-	-0,00047	-0,016
Adj R2 (%)		14,35	33,02	20,65	48,10
F-Test		2,737**	9,545	3,123*	13,05

Tabel di atas menyajikan hasil analisis regresi dengan dan tanpa variabel kontrol, serta membandingkan model robust dan non-robust. Dalam kaitannya dengan *institutional ownership* (INS) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), INS tanpa variabel kontrol pada model *non-weighted* memiliki koefisien 0,195 yang tidak signifikan, menunjukkan pengaruhnya lemah secara statistik. Namun, pada model *weighted*

tanpa variabel kontrol, INS menunjukkan pengaruh positif signifikan pada tingkat 1% dengan koefisien 0,244, mengindikasikan bahwa metode *weighted* lebih efektif dalam mengatasi *outlier*. Ketika variabel kontrol ditambahkan, koefisien INS dalam model *non-weighted* meningkat menjadi 0,313 dan signifikan pada tingkat 10%. Hasil yang lebih kuat ditemukan dalam model *weighted* dengan koefisien INS

sebesar 0,411 dan signifikan pada tingkat 1%. Hal ini mendukung penelitian Jory *et al.* (2017) dan Riffat Shaheen *et al.* (2021), yang menegaskan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi *Agency Costs* dan berkontribusi positif terhadap pembayaran dividen. Analisis terhadap *insider ownership* (IO) menunjukkan hasil yang bervariasi tergantung pada model yang digunakan. Dalam model *non-weighted* tanpa variabel kontrol, koefisien IO sebesar 0,400 dan tidak signifikan, sedangkan dalam model *weighted* tanpa variabel kontrol, koefisien meningkat menjadi 0,536 dan signifikan pada tingkat 1%. Hal ini menegaskan bahwa metode *weighted* memberikan hasil yang lebih valid dengan mengatasi pengaruh *outlier*. Ketika variabel kontrol dimasukkan, koefisien IO pada model *non-weighted* meningkat menjadi 2,803 tetapi tetap tidak signifikan, menunjukkan bahwa model ini tidak cukup andal. Sebaliknya, dalam model *weighted* dengan variabel kontrol, koefisien IO sebesar 1,097 dan signifikan pada tingkat 10%. Temuan ini sejalan dengan penelitian Mossadak *et al.* (2016) dan Balachandran *et al.* (2019), yang menunjukkan bahwa kepemilikan *insider* yang lebih tinggi dapat menyelaraskan kepentingan pemegang saham dengan manajemen, sehingga mengurangi *Agency Costs* dan meningkatkan pembayaran dividen.

Pada *family ownership* (FO), hasil menunjukkan perbedaan signifikan antara model *non-weighted* dan *weighted*. Tanpa variabel kontrol, model *non-weighted* menunjukkan koefisien FO sebesar 2,242 yang signifikan pada tingkat 5%, sedangkan model *weighted* menghasilkan koefisien 1,984 yang tidak signifikan. Ketika variabel kontrol dimasukkan, koefisien FO dalam model *non-weighted* menjadi 1,244 dan tetap signifikan pada tingkat 5%. Hasil yang lebih kuat ditemukan dalam model *weighted* dengan koefisien 2,171 yang signifikan pada tingkat 1%. Ini menunjukkan bahwa variabel kontrol dan penyesuaian *outlier* meningkatkan validitas analisis. Temuan ini mendukung penelitian Hasan *et al.* (2023), yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga cenderung memiliki pembayaran dividen lebih tinggi karena perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dan *Agency Costs* yang lebih rendah. Analisis terhadap *free cash flow* (FCF)

menunjukkan bahwa tanpa variabel kontrol, model *non-weighted* menghasilkan koefisien 3,17 yang tidak signifikan, sementara model *weighted* memberikan koefisien 7,10 yang signifikan pada tingkat 5%. Ketika variabel kontrol dimasukkan, model *non-weighted* menunjukkan peningkatan koefisien FCF menjadi 3,54 tetapi tetap tidak signifikan. Sebaliknya, model *weighted* dengan variabel kontrol menghasilkan koefisien 5,71 yang signifikan pada tingkat 5%, menegaskan bahwa metode *weighted* meningkatkan keandalan model. Hasil ini berbeda dengan temuan Nguyen Trong & Nguyen (2020) serta Dewalsiri *et al.* (2019), yang menemukan hubungan negatif antara FCF dan kebijakan dividen, di mana perusahaan dengan *free cash flow* tinggi lebih cenderung menahan dana untuk investasi daripada membayar dividen. Berdasarkan analisis tanpa memasukkan variabel kontrol, model *non-weighted* menunjukkan koefisien *COLLALS* sebesar -0,359, yang signifikan pada tingkat kepercayaan 10%. Hasil ini mengindikasikan adanya hubungan negatif antara *COLLALS* dengan DPR meskipun tidak melibatkan variabel kontrol. Sementara itu, dalam model *weighted* tanpa variabel kontrol, koefisien *COLLALS* sedikit berubah menjadi -0,395 dan tetap signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Penyesuaian dalam model *weighted* memastikan bahwa pengaruh negatif *COLLALS* terhadap DPR tetap konsisten dan signifikan (Mangasih & Asandimitra, 2017).

Ketika variabel kontrol dimasukkan, pengaruh negatif *COLLALS* tetap signifikan. Dalam model *non-weighted* dengan variabel kontrol, koefisien *COLLALS* tercatat sebesar -0,368, signifikan pada tingkat kepercayaan 10%. Hal ini menunjukkan bahwa penambahan variabel kontrol tidak mengubah arah hubungan *COLLALS* dengan DPR, namun memperkuat hubungan negatifnya. Di sisi lain, dalam model *weighted* dengan variabel kontrol, koefisien *COLLALS* turun menjadi -0,519 dan tetap signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Temuan ini bertentangan dengan studi Mangasih & Asandimitra (2017) yang menunjukkan bahwa *collateralizable assets* dapat meningkatkan peluang pinjaman besar, keuntungan, serta pembagian dividen kepada pemegang saham. Dalam analisis tanpa variabel

kontrol, variabel growth (GR) memiliki koefisien sebesar 0,222 dan signifikan pada tingkat kepercayaan 10% dalam model *non-weighted*. Ini menunjukkan bahwa GR memiliki pengaruh positif terhadap DPR meskipun tanpa variabel kontrol. Dalam model *weighted*, koefisien GR tetap 0,223 tetapi signifikan pada tingkat kepercayaan 1%, menandakan bahwa model *weighted* memberikan hasil yang lebih handal. Ketika variabel kontrol dimasukkan, koefisien GR sedikit menurun menjadi 0,190 dalam model *non-weighted* namun tetap signifikan pada tingkat kepercayaan 10%. Model *weighted* dengan kontrol menunjukkan koefisien GR sebesar 0,169 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5% (Danila *et al.*, 2020). Variabel kontrol *Sales* dan *leverage* (LEV) menunjukkan dinamika yang berbeda dalam mempengaruhi DPR. Dalam model *non-weighted*, koefisien *Sales* sebesar 0,810 signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Ketika menggunakan model *weighted*, koefisien meningkat menjadi 0,892 dengan tingkat kepercayaan 1%. Hal ini menunjukkan peran *Sales* dalam meningkatkan kualitas analisis. Sebaliknya, variabel LEV tidak menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap DPR dalam model *non-weighted* maupun *weighted*, meskipun dimasukkan sebagai variabel kontrol. Hal ini menunjukkan pentingnya mempertimbangkan variasi *Sales* untuk menjelaskan hubungan dengan DPR secara lebih akurat (Mangasih & Asandimitra, 2017).

Penambahan variabel kontrol seperti *Sales* dan LEV memperkuat hubungan antara variabel independen dan DPR. INS, IO, dan FO menunjukkan hubungan yang lebih kuat dan signifikan ketika variabel kontrol dimasukkan. IO, yang sebelumnya tidak signifikan dalam model *non-weighted*, menjadi signifikan dalam model *weighted* dengan kontrol. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel kontrol berkontribusi dalam menjelaskan variasi DPR secara lebih baik dan menegaskan pentingnya faktor-faktor tambahan dalam analisis (Abdurrozaq *et al.*, 2023). Variabel kontrol berperan signifikan dalam meningkatkan keandalan dan kekuatan model analisis, yang tercermin dari peningkatan nilai *Adjusted R²*. Dalam model *non-weighted* tanpa variabel kontrol, nilai *Adjusted R²* relatif rendah. Namun,

ketika variabel kontrol dimasukkan, nilai *Adjusted R²* meningkat signifikan, terutama dalam model *weighted* di mana nilainya mencapai 48,10%, dibandingkan 20,65% dalam model *non-weighted* dengan kontrol. *F-Test* juga menunjukkan model keseluruhan lebih signifikan dengan variabel kontrol, terutama dalam model *weighted* dengan tingkat signifikansi 1% (***). Hal ini menunjukkan perbaikan kualitas analisis melalui penggunaan variabel kontrol (Danila *et al.*, 2020). Hasil pengujian menunjukkan bahwa *collateralizable assets* (COLLALS) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Sebaliknya, variabel seperti *institutional ownership*, *insider ownership*, *family ownership*, *free cash flow* (FCF), *growth*, dan *Sales* menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap DPR. Temuan ini mendukung monitoring hypothesis dari Shleifer & Vishny (1986), yang menegaskan bahwa pemegang saham dominan, seperti investor institusional, memainkan peran penting dalam mengurangi *Agency Costs*. Investor institusional memiliki insentif dan kapasitas untuk memantau perilaku manajerial secara efektif, sehingga meningkatkan pengawasan dan memastikan alokasi sumber daya perusahaan berjalan optimal (Abdurrozaq *et al.*, 2023).

Insider ownership memainkan peran penting, terutama di industri dengan modal yang besar seperti manufaktur. Jensen dan Meckling (1976) menyoroti bahwa meskipun kecil, kepemilikan saham oleh pihak internal dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham (prinsipal) melalui insentif finansial langsung. Hal ini mendorong manajer untuk memprioritaskan nilai pemegang saham, termasuk dengan menjalankan kebijakan dividen yang lebih tinggi, yang pada gilirannya mengurangi konflik agen-prinsipal. Di sektor manufaktur Indonesia pada periode 2018-2022, terdapat hubungan positif antara kepemilikan saham internal dan kebijakan dividen, yang semakin berkualitas. Tantangan ekonomi akibat pandemi COVID-19, seperti gangguan rantai pasokan dan fluktuasi permintaan, memberikan tekanan besar terhadap stabilitas perusahaan. Di tengah situasi ini, kepemilikan saham internal berperan penting dalam menjaga stabilitas dengan mendorong manajer untuk mempertahankan kepercayaan investor melalui

kebijakan dividen yang konsisten atau meningkat, meskipun dalam kondisi ekonomi yang sulit. Stabilitas yang ditunjukkan oleh *insider ownership* juga berfungsi sebagai mekanisme pengelolaan yang unik, meningkatkan akuntabilitas dan meredakan kebutuhan pengawasan eksternal. Manajer cenderung mengoptimalkan efisiensi penggunaan sumber daya perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan finansial organisasi. Kebijakan ini, meskipun tidak bebas dari tantangan eksternal, berperan dalam menjaga kelangsungan hidup perusahaan bahkan selama krisis. Signifikansi kepemilikan keluarga berhubungan erat dengan hipotesis entrenchment yang dikemukakan oleh Morck *et al.* (1988). Hipotesis ini menunjukkan bahwa tingginya kepemilikan keluarga sering kali terkait dengan keputusan-keputusan yang tidak efisien, terutama dalam perusahaan yang lebih tua. Namun, dalam sektor manufaktur Indonesia, meskipun kepemilikan keluarga relatif kecil, mereka memiliki pengaruh besar, karena keterlibatan aktif keluarga dalam pengambilan keputusan strategis dan operasional.

Keterlibatan aktif keluarga di sektor manufaktur Indonesia membantu meningkatkan efisiensi penggunaan sumber daya perusahaan dan mengurangi potensi konflik agen-prinsipal. Melalui jaringan pengawasan internal, keluarga memprioritaskan distribusi dividen untuk menjaga stabilitas keuangan perusahaan, membangun kepercayaan pemegang saham minoritas, dan menghindari keputusan manajerial yang tidak efisien. Hipotesis tentang *free cash flow* (FCF), pertumbuhan, dan aset yang dapat dijaminkan memiliki pengaruh yang berbeda terhadap rasio pembayaran dividen (DPR). Hubungan positif antara FCF dan DPR sesuai dengan teori siklus hidup (DeAngelo *et al.*, 2006), yang menyatakan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang cukup cenderung lebih memilih untuk mendistribusikan kelebihannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, meskipun pada saat yang sama mereka juga memiliki peluang untuk reinvestasi. Namun, hasil ini berbeda dengan hipotesis pertama yang memprediksi hubungan negatif antara FCF dan DPR. Dalam sektor manufaktur Indonesia

pada periode 2018–2022, meskipun perusahaan memiliki FCF yang stabil, mereka lebih memilih untuk mendistribusikan dividen daripada mengalokasikan dana untuk reinvestasi, terutama di tengah ketidakpastian ekonomi yang disebabkan oleh pandemi. Hal tersebut mencerminkan keunikan konteks budaya di Indonesia, di mana dividen dianggap sebagai simbol stabilitas dan kepercayaan, yang memotivasi perusahaan untuk memprioritaskan distribusi dividen meskipun menghadapi tantangan eksternal. Meskipun FCF menurun pada 2021 akibat penundaan investasi dan peningkatan persediaan, perusahaan tetap memprioritaskan pembayaran dividen untuk menjaga kepercayaan investor.

Hasil ini juga menunjukkan pentingnya pertumbuhan dalam menentukan DPR, sesuai dengan teori signaling (Spence, 1973). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, meskipun lebih berfokus pada reinvestasi, tetap memprioritaskan pembayaran dividen untuk mengurangi ketidakpastian informasi dan membangun kepercayaan pemegang saham. Namun, hasil ini bertentangan dengan hipotesis yang memprediksi hubungan negatif antara pertumbuhan dan DPR. Dalam manufaktur Indonesia selama 2018–2022, hubungan positif ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak hanya berfokus pada reinvestasi tetapi juga membayar dividen sebagai strategi untuk mengurangi ketidakpastian dan memberikan sinyal stabilitas kepada pemegang saham, terutama dalam kondisi ekonomi yang fluktuatif. Akhirnya, hubungan negatif antara aset yang dapat dijaminkan dan rasio pembayaran dividen (DPR) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat aset yang tinggi cenderung lebih memilih untuk mengalokasikan dana untuk investasi internal, mengurangi kemungkinan pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih fokus pada penguatan struktur modal mereka dan meningkatkan nilai perusahaan melalui investasi jangka panjang daripada memberikan dividen yang besar.

Pembahasan

Penelitian ini menganalisis pengaruh biaya *keagenan* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa

Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018-2022. Berdasarkan hasil yang diperoleh, pengaruh struktur kepemilikan dan karakteristik keuangan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur Indonesia dapat dijelaskan melalui beberapa faktor. Kepemilikan *insider* terbukti berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini mencerminkan bahwa manajer yang juga merupakan pemegang saham cenderung mengutamakan kepentingan pemegang saham, karena mereka memiliki bagian dalam keuntungan perusahaan. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Dengan adanya insentif bagi manajer untuk menjaga kestabilan perusahaan, keputusan mengenai pembagian dividen menjadi lebih stabil dan konsisten (Balachandran *et al.*, 2019). Begitu pula dengan *institutional ownership*, yang juga menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Investor institusional memberikan pengawasan yang lebih ketat terhadap manajemen, yang pada gilirannya mengurangi potensi penyalahgunaan dana dan memastikan kebijakan dividen yang lebih transparan.

Penelitian oleh Gillan dan Starks (2000) serta Jory *et al.* (2017) mendukung temuan ini, di mana kepemilikan institusional yang stabil mendorong perusahaan untuk mengelola keuangan dengan lebih hati-hati dan memperhatikan kepentingan pemegang saham, termasuk dalam keputusan pembayaran dividen. Pada *family ownership*, temuan menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang tinggi lebih cenderung membagikan dividen yang lebih besar. Kepentingan keluarga dalam menjaga keberlanjutan perusahaan berperan dalam keputusan-keputusan keuangan, termasuk kebijakan dividen. Hal ini selaras dengan penelitian oleh Claessens *et al.* (2000), yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga dapat mengurangi biaya *keagenan* dan lebih fokus pada kepentingan jangka panjang. Faktor keuangan seperti *free cash flow* (FCF) juga memainkan peran penting dalam keputusan dividen. Perusahaan dengan

arus kas bebas yang tinggi memiliki lebih banyak dana untuk dibagikan sebagai dividen. Namun, dalam beberapa kasus, meskipun memiliki FCF yang besar, perusahaan memilih untuk menahan dana tersebut untuk reinvestasi atau pengembangan lainnya. Hal ini sering terjadi pada perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat atau dalam periode ketidakpastian ekonomi. DeAngelo *et al.* (2006) menunjukkan bahwa meskipun perusahaan memiliki dana yang cukup untuk membayar dividen, mereka mungkin memilih untuk menahan dana tersebut guna mendukung ekspansi atau investasi jangka panjang. Selain itu, *collateralizable assets* memiliki pengaruh negatif terhadap DPR. Perusahaan yang memiliki aset yang dapat dijaminkan cenderung lebih memilih untuk menggunakan aset tersebut untuk pembiayaan eksternal daripada membagikan laba sebagai dividen. Aset yang dapat dijaminkan memberi perusahaan lebih banyak fleksibilitas dalam pembiayaan, yang mengurangi ketergantungan pada laba ditahan. Stulz (1990) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan *collateralizable assets* yang besar lebih cenderung untuk memprioritaskan pembiayaan eksternal, yang dapat mengurangi kebutuhan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Struktur kepemilikan dan faktor keuangan memiliki peran yang signifikan dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan dari Rozeff (1982), yang menekankan bahwa kebijakan dividen dapat berfungsi sebagai mekanisme untuk mengurangi biaya *keagenan* dan menyelaraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Selain itu, pentingnya tata kelola perusahaan yang baik dalam mengelola keputusan keuangan juga terlihat dari peran pengawasan oleh pemegang saham mayoritas dan investor institusional, yang dapat mengurangi risiko pengelolaan yang tidak efisien.

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh biaya *keagenan* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama

periode 2018-2022. Berdasarkan hasil analisis, dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan dan faktor-faktor keuangan berperan signifikan dalam mempengaruhi kebijakan dividen, yang mencerminkan bahwa biaya *keagenan* dapat memengaruhi keputusan pembagian dividen perusahaan. Salah satu temuan utama dari penelitian ini adalah pengaruh positif dari *institutional ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Investor institusional berperan penting dalam mengurangi biaya *keagenan* dengan memberikan pengawasan yang lebih ketat terhadap manajemen dan mendorong kebijakan dividen yang lebih stabil. Hasil ini sejalan dengan temuan penelitian Riffat Shaheen *et al.* (2021), yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berkontribusi pada peningkatan kualitas pengelolaan perusahaan dan distribusi dividen. Selain itu, *insider ownership* juga memiliki pengaruh positif terhadap DPR, yang mengindikasikan bahwa tingginya kepemilikan saham oleh manajer mencerminkan keselarasan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga mengurangi potensi *agency cost*. Temuan ini mendukung penelitian Mossad *et al.* (2016), yang menyatakan bahwa kepemilikan *insider* dapat mengurangi ketidakselarasan antara manajer dan pemegang saham.

Kepemilikan keluarga (*family ownership*) juga terbukti memiliki pengaruh positif terhadap DPR. Perusahaan yang dimiliki oleh keluarga cenderung memiliki kebijakan dividen yang konsisten, yang membantu menjaga kepercayaan pemegang saham minoritas dan mengurangi potensi konflik *keagenan*. Temuan ini sesuai dengan penelitian Halsan *et al.* (2023), yang menunjukkan bahwa perusahaan keluarga memiliki kecenderungan untuk mengurangi biaya *keagenan* melalui kebijakan dividen yang stabil. Dalam hal faktor keuangan, *free cash flow* (FCF) berpengaruh positif terhadap DPR. Perusahaan dengan FCF yang tinggi memiliki kapasitas keuangan yang lebih besar untuk membayar dividen tanpa mengganggu kegiatan operasional atau rencana investasi, sebagaimana diungkapkan oleh Alnazonwu *et al.* (2018). Sebaliknya, *collateralizable assets* menunjukkan pengaruh negatif terhadap DPR. Perusahaan dengan aset yang dapat dijaminkan cenderung lebih memprioritaskan pembiayaan investasi

atau utang dibandingkan dengan distribusi dividen. Hal ini sejalan dengan penelitian Y. Setialwan (2014), yang menunjukkan bahwa aset tetap lebih sering digunakan untuk pembiayaan pinjaman, yang mengurangi likuiditas untuk pembayaran dividen. Pertumbuhan perusahaan (*growth*) juga terbukti berpengaruh positif terhadap DPR. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menghasilkan laba lebih besar, memberikan fleksibilitas yang lebih besar untuk membayar dividen tanpa mengganggu kebutuhan investasi, sesuai dengan temuan Faljalrial & Isnallital (2018). Penjualan (*sales*) juga memiliki pengaruh positif terhadap DPR, yang menunjukkan bahwa kinerja keuangan yang baik memungkinkan perusahaan untuk mendistribusikan dividen yang lebih besar dan mengurangi biaya *keagenan*. Hal ini konsisten dengan penelitian Gill *et al.* (2010). Akhirnya, meskipun *leverage* menunjukkan hasil negatif, pengaruhnya terhadap DPR tidak signifikan, namun tetap relevan dalam konteks *agency cost*. Penelitian oleh Widyawalti & Indrialni (2019) menunjukkan bahwa penggunaan utang yang tinggi dapat meningkatkan disiplin manajemen dalam pengelolaan arus kas bebas, yang pada akhirnya dapat mendukung stabilitas keuangan dan meningkatkan potensi pembayaran dividen. Secara keseluruhan, temuan penelitian ini menegaskan bahwa struktur kepemilikan dan karakteristik keuangan perusahaan memiliki peran penting dalam mempengaruhi kebijakan dividen. Faktor-faktor ini dapat mengurangi biaya *keagenan*, serta meningkatkan transparansi dan stabilitas dalam pengambilan keputusan mengenai pembagian dividen kepada pemegang saham.

Daftar Pustaka

- Abdurrozaq, S. B., Leon, F. M., Widyaty, S. R., Sari, W. R., Alam, M. M., & Pratama, P. (2024, January). Corporate Governance and Dividend Policy in Indonesian Manufacturing Companies. In *International Conference on Entrepreneurship, Leadership and Business Innovation (ICELBI 2022)* (pp. 657-665). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-350-4_65.

- Balachandran, B., Khan, A., Mather, P., & Theobald, M. (2019). Insider ownership and dividend policy in an imputation tax environment. *Journal of Corporate Finance*, 54, 153-167. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.014>.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>.
- Danila, N., Noreen, U., Azizan, N. A., Farid, M., & Ahmed, Z. (2020). Growth opportunities, capital structure and dividend policy in emerging markets: Indonesia case study. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 1-8. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.001>.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: Evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54-78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275-305. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1).
- Hasan, M. B., Wahid, A. N. M., Amin, M. R., & Hossain, M. D. (2023). Dynamics between ownership structure and dividend policy: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Emerging Markets*, 18(3), 588-606. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-06-2020-0711>.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jiraporn, P., Kim, J.-C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00299.x>.
- Jory, S. R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). Institutional ownership stability and dividend payout policy. *Managerial Finance*, 43(10), 1170-1188. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2016-0272>.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.

<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.

- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Mangasih, G. V., & Asandimitra, N. (2017). Pengaruh Insider Ownership, Institutional Ownership, Dispersion of Ownership, Collateralizable Assets, Dan Board Independence Terhadap Kebijakan Dividen Pada Sektor Finance Periode 2011-2015. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 5(3), 1-8.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2007). Kicking the habit. *Journal of Management Inquiry*, 16(1), 27-30. <https://doi.org/10.1177/1056492606294519>.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7).
- Mossadak, A., Fontaine, R., & Khemakhem, H. (2016). The relationship between ownership structure and dividend policy in an emerging market: A Moroccan study. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 89-95. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2016.040205>.
- Nguyen, T., & Nguyen, C. T. (2020). Firm performance: The moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(1), 47-63. <https://doi.org/10.1108/JABES-12-2019-0128>.
- Riffat Shaheen, & Sabeeh Ullah. (2021). Effect of institutional and insider ownership on dividend policy: Evidence from Pakistan. *Journal of Business & Tourism*, 4(2), 155-166. <https://doi.org/10.34260/jbt.v4i2.169>.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>.
- Statistik, B. P. (2022). *Indikator Industri Manufaktur Indonesia 2020*.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26(1), 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N).