



# Pengaruh Investasi, Kepemilikan Institusional, dan Kepemilikan Institusi Asing Terhadap Dividen Pada Perusahaan LQ45

A An Arief Jusuf<sup>1\*</sup>, Avinda Vibry Lestari<sup>2</sup>, Victoria Octalisa Gunawan<sup>3</sup>, Astrida<sup>4</sup>   
<sup>1,2,3,4</sup> Program Studi Akuntansi, Universitas Widya Kartika, Surabaya, Indonesia

## ARTICLE INFO

### Article history:

Received: 2023-05-015  
Revised: 2023-05-25  
Accepted: 2023-06-05  
Available Online: 2023-06-25

### Kata Kunci:

Investasi; Kepemilikan Institusional; Kepemilikan Institusi Asing; *Pecking Order*; *Fixed Effect Random Effect*; *Weighted Least Squares*

### Keywords:

*Investment, Institutional Ownership, Foreign Institutional Ownership, Pecking Order, Fixed Effects, Random Effects, Weighted Least Squares*

### DOI:

<https://doi.org/10.38043/jiab.v8i1.4185>

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh investasi, kepemilikan institusional, dan kepemilikan institusi asing terhadap kebijakan dividen. Perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 dijadikan obyek dalam penelitian ini. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data keuangan diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan, dan pusat data Osiris. Perusahaan yang diobservasi adalah perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ45 dari tahun 2016-2021. Jumlah observasi (sampel) sejumlah 287. Dalam teori *Pecking Order* disebutkan bahwa pendanaan internal menjadi pilihan pertama dalam mendanai kebutuhan pendanaan perusahaan. Metode regresi data panel dengan pendekatan *fixed effect*, *random effect*, dan *weighted least squares* digunakan untuk mengetahui hubungan kausalitas antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Investasi, dan kepemilikan institusi asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan LQ45. *Iterated weighted least squares regression* terpilih untuk menganalisis hubungan kausalitas setelah dilakukan perbandingan dengan kedua pendekatan lainnya. Hal ini dapat disebabkan karena adanya variasi data yang tinggi. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan LQ45. Hal ini dimungkinkan karena Kebijakan dividen memiliki kecenderungan mengacu pada tingkat dividen sebelumnya. Para investor dapat mencermati kepemilikan institusi asing dalam berinvestasi pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45.

## ABSTRACT

*This study aims to determine the effect of investment, institutional ownership, and foreign institutional ownership on dividend policy. Companies that are members of the LQ45 index are used as objects in this study. The data used in this research is secondary. Financial data is obtained from the company's annual financial reports and the Osiris database. The companies observed are companies listed in the LQ45 index from 2016 to 2021. The number of observations (samples) is 287. In the Pecking Order theory, it is stated that internal funding is the first choice for funding the company's funding needs. The panel data regression method with fixed effects, random effects, and weighted least squares approaches is used to determine the causal relationship between the independent variables and the dependent variable. Investment in and ownership of foreign institutions have a positive effect on the company's dividend policy (LQ45). Iterated weighted least squares regression was chosen to analyze the causality relationship after comparison with the other two approaches. This can be caused by the high variation of the data. Institutional ownership has no effect on the company's dividend policy (LQ45). This is possible because the dividend policy tends to refer to the previous dividend rate. Investors can observe the ownership of foreign institutions when investing in companies that are members of the LQ45 index.*

This is an open access article under the [CC BY-SA](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) license.



## 1. PENDAHULUAN

Dividen, dan *capital gain* merupakan pengembalian yang diperoleh investor dalam berinvestasi di pasar modal. Kebijakan dividen akan menentukan jumlah laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan, dalam hal ini berperan sebagai investor. Kebijakan dividen ditentukan melalui rapat umum pemegang saham yang diadakan, dan terbuka bagi semua investor. Para investor individu ataupun institusional memiliki pengaruh yang berbeda dalam pengambilan keputusan, tergantung pada jumlah saham yang dimiliki.

Kebijakan dividen merupakan suatu bentuk kebijakan perusahaan menetapkan proporsi laba yang diterima perusahaan untuk kemudian dibayar kepada investor sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki. Perusahaan perlu mempertimbangkan dana yang dibutuhkan untuk pengembangan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan, dan pembagian dividen adalah dua hal yang diinginkan pihak manajemen perusahaan, namun

memiliki hubungan pertukaran yang berbeda. Semakin banyak dividen yang dibagikan, maka tingkat pertumbuhan yang diekspektasikan semakin rendah.

Salah satu indeks saham yang dimiliki oleh Bursa Efek Indonesia yaitu indeks saham LQ45. Indeks saham LQ45 mengukur 45 perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi dan fundamental yang baik. LQ45 banyak digunakan sebagai acuan para pemilik modal dalam menentukan perusahaan yang akan dipilih sebagai tempat berinvestasi. Dalam berinvestasi saham terdapat konsentrasi kepemilikan, di mana besaran persentase kepemilikan saham dalam suatu perusahaan. Konsentrasi kepemilikan saham merupakan suatu keadaan ketika sebagian kecil individu/kelompok memiliki sebagian besar saham suatu perusahaan dan menjadikan individu/kelompok tersebut mempunyai pengaruh yang lebih kuat daripada pemegang saham yang lain (Nuryaman, 2009).

Sistem hukum suatu negara dapat berpengaruh pada pilihan keputusan keuangan. Perlindungan investor yang buruk mengakibatkan respon konsentrasi kepemilikan yang sangat tinggi (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998). Pemegang saham pengendali menghadapi dorongan yang kuat untuk memantau manajer dan memaksimalkan keuntungan ketika mempertahankan hak arus kas yang substansial. Pemegang saham pengendali biasanya memiliki kendali atas perusahaan jauh melebihi hak arus kas mereka (La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999). Perusahaan-perusahaan dalam naungan *common law* melakukan pembayaran dividen lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan dalam naungan *civil law*.

Perusahaan-perusahaan dalam naungan *common law* yang memiliki pertumbuhan tinggi membayarkan dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Dalam perusahaan, hubungan utama keagenan adalah antara pemegang saham dan kreditur; *inside owner* atau para manajer yang memiliki kepentingan kendali atas perusahaan dengan *outside owner* atau pemilik yang tidak memiliki kendali; dan pemegang saham eksternal dengan para manajer (Brigham & Daves, 2019). Dvořák (2005) menyimpulkan kepemilikan institusi asing yang memiliki lebih banyak pengalaman dan keahlian perdagangan daripada investor institusi domestik. Namun, investor institusi domestik memiliki lebih banyak keuntungan informasi daripada investor institusi asing. Hal ini dikarenakan informasi tersebut tidak akan memiliki hambatan dalam bahasa dan perbedaan budaya. Kepemilikan institusi asing dapat dijadikan acuan untuk mendeteksi kualitas dan masalah keagenan perusahaan sehingga secara tidak langsung kepemilikan institusional asing menjalankan fungsi monitoring.

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah investasi, kepemilikan institusi asing, dan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap dividen perusahaan LQ45. Informasi mengenai kenaikan atau penurunan dividen dapat dipengaruhi oleh variabel investasi. Investasi dapat dilakukan dengan pendanaan secara internal. Sumber pendanaan internal yang sering digunakan adalah dari laba yang diperoleh perusahaan. Investasi, dan proporsi kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusi asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Pada bagian berikutnya akan disajikan kajian literatur, metode penelitian, hasil, dan pembahasan. Pada bagian akhir akan disajikan simpulan dari penelitian ini.

Kontribusi penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) menghasilkan suatu temuan empiris berdasarkan metode ilmiah dalam investasi, dan pasar modal; 2) menguji teori mengenai kebijakan dividen berdasarkan pengamatan empiris; dan 3) memberikan petunjuk praktis kepada para investor mengenai indikasi yang bermanfaat dalam berinvestasi. Keputusan untuk melakukan investasi berdampak positif terhadap kebijakan dividen menandakan bahwa sumber dana dari laba yang dihasilkan perusahaan tidak menjadi prioritas utama dalam membiayai kebutuhan investasi. Kehadiran kepemilikan saham oleh institusi asing juga perlu diperhatikan oleh para investor ketika mengamati kebijakan pembagian dividen yang ditetapkan oleh manajemen perusahaan, terutama bagi perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan pembagian dividen.

## 2. KAJIAN LITERATUR

### Penggunaan Kas, Investor Institusional, dan Struktur Modal

Lima cara penggunaan arus kas bebas, yaitu pembayaran biaya bunga setelah pajak, pelunasan pokok utang, pembayaran dividen, pembelian kembali saham perusahaan, dan investasi jangka pendek atau investasi non-operasional lainnya. Strategi operasional dan peluang investasi perusahaan akan mempengaruhi jumlah arus kas bebas. Kebijakan struktur modal perusahaan menentukan jumlah utang dan pembayaran bunga. Kebijakan modal kerja menentukan investasi dalam surat berharga yang dapat dijual. Rasio pembayaran target dividen, yang merupakan persentase laba bersih yang dibayarkan sebagai dividen tunai, dan rasio distribusi target menentukan rasio *yield* dividen terhadap keuntungan modal (Brigham & Daves, 2019).

Ada perusahaan yang membayar dividen, dan saham tanpa dividen, seperti dalam keadaan nyata, ekonomi digambarkan dalam lingkungan yang stabil. Struktur yang stabil ini diciptakan dengan mempertimbangkan pasar saham yang mencakup dua jenis ekuitas tambahan yang membayar dividen secara bergantian, selain jenis saham standar yang membayar dividen secara terus-menerus (Atmaz & Basak, 2022). Selama tiga dekade terakhir, kepemilikan institusional atas saham yang diperdagangkan secara publik telah tumbuh signifikan, dari 33% pada tahun 1980 menjadi 61% pada tahun 2018. Hal ini menunjukkan pentingnya investor institusional dalam pasar keuangan. Investor individu mendapatkan manfaat dari manajemen institusional dalam berbagai cara, termasuk akses yang lebih baik ke kelas aset yang sebaliknya sulit dijangkau oleh mereka dan diversifikasi portofolio dengan biaya rendah berkat skala ekonomi (Dennis, Gerardi, & Schenone, 2022).

Ketidakeimbangan informasi berkaitan dengan nilai intrinsik dari penelitian bisnis. *Insiders* perusahaan menyadari tingkat kualitas dan kemajuan yang sebenarnya (nilai intrinsik) dari penelitian yang dilakukan oleh perusahaan mereka masing-masing, tetapi mereka mungkin tidak dapat meyakinkan investor lain tentang pengetahuan ini hanya dengan melakukan pengungkapan publik (Rajaiya, 2023). Ketika ada lebih sedikit asimetri informasi, perusahaan mungkin memutuskan untuk mendanai proyek mereka dengan saham daripada utang. Ekuitas adalah sekuritas yang paling sensitif secara "informasi" yang dapat dikeluarkan oleh perusahaan, seperti yang ditunjukkan secara teoritis oleh Myers & Majluf (1984), sehingga ketika terdapat asimetri informasi, perusahaan lebih memilih untuk menerbitkan utang daripada ekuitas untuk menarik pendanaan dari pihak eksternal.

Temuan dari Li, Hoque, & Liu (2023) memiliki implikasi penting, mereka membuktikan bahwa gelombang sentimen positif di pasar membantu membuka jendela pendanaan ketika biaya pendanaan eksternal menurun. Hal ini sangat berguna bagi bisnis dengan sumber daya keuangan terbatas karena memungkinkan untuk mengumpulkan modal dari pihak luar dan mengurangi keparahan masalah keuangan mereka. Menurut teori struktur modal, bisnis harus mempertimbangkan keuntungan dan kerugian dalam mengambil utang. Dalam dunia ideal, struktur modal perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena investor telah memperhitungkan semua risiko yang mungkin terkait dengan biaya pinjaman mereka. Preferensi perusahaan terhadap sumber pendanaan memiliki sedikit dampak terhadap struktur modal perusahaan (Modigliani & Miller, 1958). Namun dalam analisis bibliometrik yang dilakukan oleh Ed-Dafali, Patel, & Iqbal (2023) menunjukkan bahwa di antara berbagai alasan mengapa perusahaan membayar dividen, teori Agensi adalah salah satu gagasan yang paling umum. Kemampuan para teoris agensi untuk sepenuhnya menjelaskan bagaimana pembayaran dividen dapat menyelaraskan kepentingan dan mengatasi masalah agensi antara manajer, dan pemegang saham.

### **Pecking Order Theory**

Berdasarkan teori *Pecking Order*, perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, dan menyesuaikan *target dividend ratio* terhadap peluang investasi. Jika pendanaan eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan mengutamakan sekuritas teraman. Urutan sekuritas yang teraman dimulai dari utang, sekuritas *hybrid*, dan ekuitas yang menempati urutan terakhir (Myers, 1984). Myers dalam mengemukakan teori ini mengecualikan teori manajerial, dan *neutral mutation* dalam menjelaskan struktur modal. Para investor memperhatikan keputusan pendanaan karena harga saham dapat mengalami perubahan ketika ada informasi mengenai hal tersebut.

Perusahaan memiliki alasan yang baik untuk menghindari keharusan membiayai investasi riil dengan menerbitkan saham biasa atau sekuritas berisiko lainnya. Pihak manajemen menetapkan target rasio pembayaran dividen sehingga tingkat normal investasi ekuitas dapat dipenuhi oleh dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan juga merencanakan memenuhi kebutuhan sebagian dana investasi dengan pinjaman baru yang aman. Karena target rasio pembayaran dividen tidak mudah berubah, dan peluang investasi berfluktuasi relatif terhadap arus kas internal, perusahaan dari waktu ke waktu akan sepenuhnya menggunakan kemampuannya untuk menerbitkan utang yang aman.

H1: investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan LQ45.

### **Agency Theory**

Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak di mana satu atau lebih pemilik perusahaan melibatkan orang lain (agen) untuk melakukan beberapa pendelegasian pengambilan keputusan mewakili pemilik perusahaan. Jika kedua pihak dalam hubungan tersebut adalah pemaksimal utilitas, ada alasan kuat untuk percaya bahwa agen tidak akan selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemilik perusahaan. Pemilik perusahaan dapat membatasi penyimpangan dari kepentingannya dengan menetapkan insentif yang sesuai untuk agen dan dengan mengeluarkan biaya pemantauan yang dirancang untuk membatasi aktivitas menyimpang dari agen. Asumsi bahwa struktur dan jaringan organisasi yang kompleks dapat direduksi menjadi dua individu adalah satu dari banyak asumsi mengenai efisiensi dan keseimbangan, individu adalah pemaksimal utilitas yang rasional dan mementingkan diri sendiri yang rentan terhadap peluang. Asumsi dari satu prinsipal dan agen selalu diperluas untuk mencakup beberapa prinsipal dan agen (Shapiro, 2005).

Ketika kepemilikan terkonsentrasi pada tingkat di mana satu atau beberapa pemilik yang bertindak bersama-sama memiliki kendali efektif atas perusahaan, sifat masalah keagenan bergeser dari konflik manajer-pemegang saham. Pemilik pengendali sering juga manajer dapat diasumsikan bersedia, dan mampu memantau, serta mendisiplinkan manajemen secara ketat. Permasalahan prinsipal-agen akan lebih cenderung menyangkut pemegang saham minoritas versus pemegang saham pengendali (Claessens, 2006).

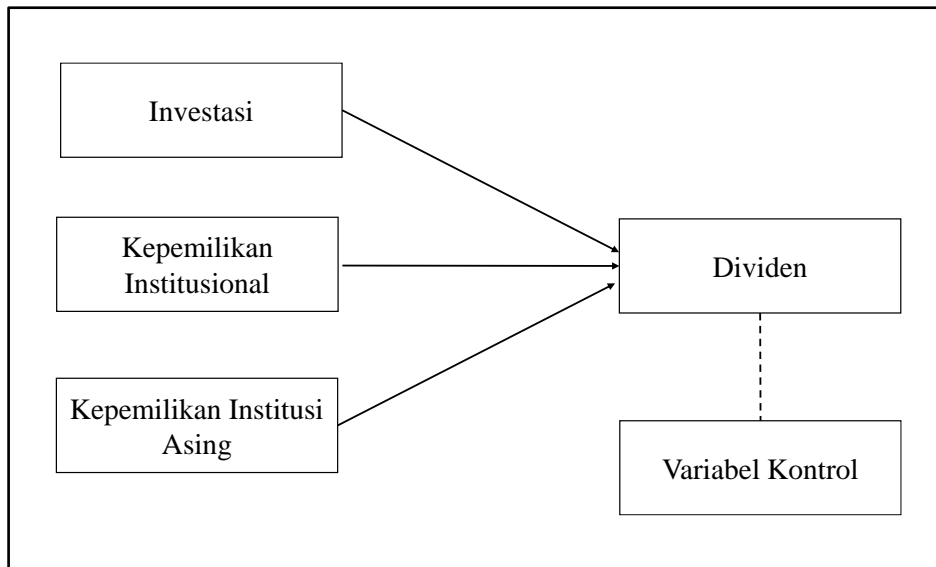
Kebijakan dividen perusahaan menyiratkan informasi kepada investor. Perusahaan membayar dividen secara tunai kepada investor karena peluang untuk salah menginvestasikannya sebagian dibatasi oleh hukum, dan karena pemegang saham minoritas memiliki kekuatan yang cukup untuk mengekstraknya. Kualitas perlindungan hukum bagi investor sama pentingnya dengan kebijakan dividen seperti halnya keputusan penting lainnya dalam perusahaan (La Porta et al., 2000). Keterkaitan tingkat kepemilikan yang tinggi oleh pemegang saham minoritas, yang tidak dapat mempengaruhi keputusan dividen perusahaan, berdampak negatif pada kemungkinan bahwa suatu perusahaan adalah perusahaan dengan dividen tinggi (Lee, 2022). Hasil ini menunjukkan bahwa pemegang saham mayoritas memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen untuk memenuhi persyaratan dividen tinggi. H2: kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan LQ45.

***Institutional Ownership and Corporate Governance***

Kepemilikan institusional suatu perusahaan adalah satu dikurangi bagian dari sahamnya yang dimiliki oleh non institusi (yaitu, investor individu). Investor institusional memiliki tanggung jawab fidusia yang kuat. Terlepas dari masalah *free-rider*, investor institusional memiliki insentif yang jauh lebih kuat untuk memantau perusahaan yang dimiliki daripada investor individu karena bagian saham yang dimiliki lebih besar di perusahaan tersebut, terutama jika divestasi mahal (Chung & Zhang, 2011).

Perusahaan keluarga mendominasi pasar modal Indonesia, membuat perusahaan menjadi sangat terkonsentrasi dan mengakar oleh anggota keluarga, yang memegang posisi di dewan atau manajemen perusahaan (Mulyani, Singh, & Mishra, 2016). Keputusan perusahaan dapat menyebabkan kepentingan saham minoritas kurang diperhatikan. Manfaat yang diharapkan dari liberalisasi keuangan adalah partisipasi lembaga keuangan internasional besar di pasar negara berkembang kecil akan mengurangi tingkat asimetri informasi dan meningkatkan likuiditas pasar lokal. Kondisi di Indonesia bertentangan dengan manfaat tersebut (Rhee & Wang, 2009). Hasil penelitian Baba (2009), serta Setiawan, Christiana, & Singh (2020) menunjukkan bahwa keberadaan kepemilikan institusi asing di perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Adanya kepemilikan institusi asing meningkatkan kecenderungan perusahaan untuk membayar dividen.

H3: kepemilikan institusi asing berpengaruh positif terhadap dividen pada perusahaan LQ45.



**Gambar 1.** Kerangka Konseptual Penelitian

**3. METODE**

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat dalam indeks LQ45 dari tahun 2016 sampai dengan 2021. Jumlah observasi sejumlah 287 observasi. Setiap perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 pada periode pengamatan akan dipilih untuk diteliti. Penelitian ini merupakan penelitian empiris yang menganalisis kausalitas antara variabel independen dengan variabel dependen.

Metode analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda data panel dengan *heteroskedasticity and autocorrelation-robust standard errors* untuk *fixed effect*, dan *random effect*, serta *iterated weighted least squares regression*. Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5%. Data yang digunakan diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan, pusat data Osiris, dan situs Bursa Efek Indonesia (<https://www.idx.co.id/id/data-pasar/data-saham/indeks-saham/>) untuk penentuan data emiten yang tergabung dalam indeks LQ45.

Tahap pertama akan dilakukan analisis persamaan yang dihasilkan dengan metode *fixed effect*, dan *random effect*. Tahap kedua adalah penentuan persamaan terpilih yang paling sesuai untuk menguji kausalitas variabel bebas terhadap variabel terikat.

### Spesifikasi Model

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 D_{it} + \sum \beta_{nit} X_{nit} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

- $Y_{it}$  : dividen yang dibagikan perusahaan i pada tahun t;
- $X_{1it}$  : investasi perusahaan i tahun t;
- $X_{2it}$  : kepemilikan institusional pada perusahaan i tahun t;
- $D_{it}$  : kepemilikan institusi asing pada perusahaan i tahun t;
- $\beta_0$  : *intercept*;
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ : koefisien regresi
- $\beta_{nit}$  : koefisien regresi variabel kontrol
- $X_{nit}$  : variabel kontrol pada perusahaan i tahun t
- $\varepsilon_{it}$  : *error term* estimasi perusahaan i tahun t.

### Definisi Operasional Variabel

Investasi adalah rasio arus kas investasi dibandingkan dengan jumlah aset. Perhitungan dilakukan dengan membagi arus kas investasi perusahaan i pada tahun t dengan jumlah aset perusahaan i pada tahun t.

$$\text{Investasi}_{it} = \frac{\text{ arus kas investasi}_{it}}{\text{aset}_{it}} \dots\dots\dots(2)$$

Untuk uji *robustness* rasio investasi yang digunakan dalam persentase.

$$\text{Investasi}_{it} = \frac{\text{ arus kas investasi}_{it}}{\text{aset}_{it}} \times 100 \dots\dots\dots(2a)$$

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan institusional dalam modal saham perusahaan i pada tahun t (nama variabel yang digunakan = institusi, penggunaan desimal dalam model utama, uji *robustness* dalam persentase).

Kepemilikan institusi asing adalah adanya kepemilikan institusi asing pada perusahaan pada tahun t. Penggunaan variabel *dummy* bernilai 1 jika terdapat kepemilikan institusi asing, dan bernilai 0 jika tidak terdapat kepemilikan institusi asing (nama variabel yang digunakan = asing).

Dividen adalah rasio arus kas yang dibayarkan perusahaan dibandingkan dengan laba bersih. Perhitungan dilakukan dengan membagi arus kas dividen perusahaan i pada tahun t dengan laba bersih perusahaan i pada tahun t.

$$\text{Dividen}_{it} = \frac{\text{ arus kas dividen}_{it}}{\text{ laba bersih}_{it}} \dots\dots\dots(3)$$

Untuk uji *robustness* rasio dividen yang digunakan dalam persentase.

$$\text{Dividen}_{it} = \frac{\text{ arus kas dividen}_{it}}{\text{ laba bersih}_{it}} \times 100 \dots\dots\dots(3a)$$

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat pengembalian aset (*return on assets* atau roa), dan tingkat solvabilitas (*solvency*). Tingkat pengembalian ekuitas (*return on equity* atau roe) akan digunakan sebagai variabel kontrol dalam uji *robustness*.

Tingkat pengembalian aset (*return on assets*) adalah laba sebelum pajak perusahaan i pada pada tahun t dibagi jumlah aset perusahaan i pada tahun t.

$$\text{roa}_{it} = \frac{\text{ laba sebelum pajak}_{it}}{\text{ jumlah aset}_{it}} \dots\dots\dots(4)$$

Untuk uji *robustness* rasio roa yang digunakan dalam persentase.

$$\text{roa}_{it} = \frac{\text{ laba sebelum pajak}_{it}}{\text{ jumlah aset}_{it}} \times 100 \dots\dots\dots(4a)$$

Tingkat solvabilitas (*solvency*) adalah perbandingan antara nilai buku ekuitas pemegang saham perusahaan i pada tahun t dibagi dengan jumlah aset perusahaan i pada tahun t.

$$\text{Solvency}_{it} = \frac{\text{ ekuitas}_{it}}{\text{ jumlah aset}_{it}} \dots\dots\dots(5)$$

Untuk uji *robustness* rasio *solvency* yang digunakan dalam persentase.

$$\text{Solvency}_{it} = \frac{\text{ ekuitas}_{it}}{\text{ jumlah aset}_{it}} \times 100 \dots\dots\dots(5a)$$

Tingkat pengembalian ekuitas (*return on equity*) adalah laba sebelum pajak perusahaan i pada pada tahun t dibagi nilai buku ekuitas pemegang saham perusahaan i pada tahun t (hasil dalam persentase, digunakan dalam uji *robustness*).

$$\text{roe}_{it} = \frac{\text{ laba sebelum pajak}_{it}}{\text{ ekuitas}_{it}} \times 100 \dots\dots\dots(6)$$

#### 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

**Tabel 1.** Deskripsi Data Observasi Model Utama

	Observasi	Rata-rata	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
dividen	287	0,4532	0,5838	-3,0335	3,634
investasi	287	0,0590	0,0614	-0,0956	0,338
institusi	287	0,5975	0,1656	0,0000	1,000
asing	287	0,2544	0,4363	0	1
roa	287	0,0946	0,1052	-0,1479	0,598
<i>solvency</i>	287	0,4788	0,2183	0,0553	0,874

Variabel dividen, investasi, institusi, roa, dan *solvency* dalam desimal. Variabel asing dinyatakan dalam angka sebenarnya. Variabel dividen diukur dari perbandingan arus kas dividen dibandingkan dengan laba bersih. Deskripsi data pada tabel 1 menunjukkan penyebaran yang lebar untuk variabel dividen. Nilai 0 untuk pengukuran dividen digunakan dalam penelitian ini untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen pada tahun pengamatan.

Variabel investasi diukur dari perbandingan arus kas investasi tahun pengamatan dibandingkan dengan jumlah aset. Jika perusahaan mengeluarkan kas untuk investasi, maka nilai yang digunakan untuk perhitungan



bernilai positif. Jika perusahaan mendapatkan kas dari aktivitas investasi (divestasi), maka nilai yang digunakan dalam perhitungan adalah negatif. Hal ini dilakukan untuk memprediksi pengaruh variabel investasi terhadap dividen seperti yang telah dihipotesiskan.

Variabel asing merupakan variabel *dummy* yang merepresentasikan ada tidaknya kepemilikan asing atas modal saham perusahaan. Nilai maksimum adalah satu, yang berarti ada kepemilikan institusi asing. Nilai minimum adalah nol, yang menunjukkan tidak adanya kepemilikan institusi asing.

Variabel institusi merepresentasikan proporsi kepemilikan institusional atas modal saham perusahaan. Dalam pengamatan yang dilakukan dalam penelitian ini, ada kepemilikan institusi yang bernilai nol, dan ada yang mendekati satu. Nilai nol menunjukkan tidak adanya kepemilikan oleh institusi dalam modal saham perusahaan. Korelasi antar variabel bebas pada tabel 2 menunjukkan hubungan yang lemah. Hasil korelasi ini mengindikasikan terhindarnya permasalahan multikolinearitas.

**Tabel 2.** Matriks Korelasi Variabel Dependen Persamaan Regresi dalam Model Utama

		investasi	institusi	asing	roa	solvency
investasi	Pearson's r	—				
	Spearman's rho	—				
	Kendall's Tau B	—				
institusi	Pearson's r	-0,141	—			
	Spearman's rho	-0,066	—			
	Kendall's Tau B	-0,043	—			
asing	Pearson's r	0,026	0,164	—		
	Spearman's rho	0,050	0,086	—		
	Kendall's Tau B	0,042	0,071	—		
roa	Pearson's r	0,086	0,158	0,049	—	
	Spearman's rho	0,248	0,063	-0,010	—	
	Kendall's Tau B	0,172	0,046	-0,008	—	
solvency	Pearson's r	0,110	0,008	0,027	0,340	—
	Spearman's rho	0,194	0,027	0,013	0,571	—
	Kendall's Tau B	0,122	0,018	0,010	0,424	—

**Regresi Data Panel (Model Utama)**

Tanda (\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,10. Tanda (\*\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,05. Tanda (\*\*\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,01. Hasil analisis dari tabel 3 menunjukkan bahwa metode regresi data panel dengan *fixed effect* memiliki nilai *p-value* untuk uji F > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa model persamaan dengan metode data panel dengan *fixed effect* tidak sesuai untuk digunakan dalam interpretasi lebih lanjut.

Nilai *LSDV R-square* 0,499674 menunjukkan penjelasan model regresi terhadap variasi variabel terikat/dependen. Nilai *within R-squared* 0,041184 menunjukkan sejauh mana variasi variabel terikat dapat dijelaskan oleh variabel bebas. Dari hasil uji F model dengan metode *fixed effect* tidak sesuai untuk digunakan dalam interpretasi lebih lanjut, dan uji t dengan *p-value* > 0,05, menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan tidak ada yang berpengaruh terhadap variabel terikat. Uji *Welch F* dengan *p-value* < 0,05 menunjukkan bahwa kelompok-kelompok dalam data panel tidak memiliki *intercept* yang sama.

**Tabel 3.** Hasil Analisis Regresi Data Panel *Fixed Effect heteroskedasticity autocorrelation-robust standard errors (HAC)*

*Dependent variable:* dividen  
*Robust (HAC) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	1,47010	0,641693	2,291	0,0251	**
<i>investasi</i>	-0,167753	0,606931	-0,2764	0,7831	
<i>institusi</i>	-0,848307	1,10410	-0,7683	0,4450	
<i>asing</i>	-0,362046	0,284644	-1,272	0,2077	
<i>roa</i>	-1,71532	1,14314	-1,501	0,1381	
<i>solvency</i>	-0,513168	1,03326	-0,4967	0,6210	
<i>LSDV R-squared</i>		0,499674	<i>Within R-squared</i>		0,041184

*Joint test on named regressors -*  
*Test statistic: F(5, 68) = 1,45775*  
*with p-value = P(F(5, 68) > 1,45775) = 0,215185*

*Robust test for differing group intercepts -*  
*Null hypothesis: The groups have a common intercept*  
*Test statistic: Welch F(68, 64,2) = 16,3197*  
*with p-value = P(F(68, 64,2) > 16,3197) = 2,01886e-23*

**Tabel 4.** Hasil Analisis Regresi Data Panel *Random Effect* heteroskedasticity autocorrelation-robust standard errors (HAC) dengan *Nerlove's transformation*

*Dependent variable: dividen*  
*Robust (HAC) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>
<i>const</i>	0,465090	0,298197	1,560	0,1188
<i>investasi</i>	0,0586632	0,545212	0,1076	0,9143
<i>institusi</i>	0,120041	0,507154	0,2367	0,8129
<i>asing</i>	0,00999189	0,141460	0,07063	0,9437
<i>roa</i>	-0,809419	0,953477	-0,8489	0,3959
<i>solvency</i>	-0,0869593	0,410289	-0,2119	0,8321

*Joint test on named regressors -*  
*Asymptotic test statistic: Chi-square(5) = 1,34664*  
*with p-value = 0,93006*

*Breusch-Pagan test -*  
*Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0*  
*Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 6,47513*  
*with p-value = 0,0109394*

*Hausman test -*  
*Null hypothesis: GLS estimates are consistent*  
*Asymptotic test statistic: Chi-square(5) = 20,1292*  
*with p-value = 0,00118184*

*Asymptotic test statistic* dalam regresi data panel dengan *random effect* tidak signifikan (*p-value* > 0,05), maka tidak ada perbedaan yang signifikan antara penggunaan metode *fixed effect* dengan *random effect* dalam analisis data panel. Uji Breusch-Pagan dengan nilai *p-value* < 0,05 menunjukkan bahwa varians dari kesalahan regresi tidak konstan untuk semua tingkat nilai variabel independen, dan ada variasi yang signifikan dalam kesalahan regresi di sepanjang tingkat nilai variabel independen. Uji Hausman menunjukkan tingkat signifikansi 0,00118184 < 0,05, hal ini menunjukkan *random effect* tidak sesuai digunakan dalam analisis data. *p-value* dari masing-masing variabel bebas > 0,05, variabel bebas tidak ada yang berpengaruh terhadap variabel terikat. Berdasarkan hasil analisis *fixed effect*, dan *random effect* yang tidak sesuai untuk analisis kausalitas dalam penelitian ini, maka tahap berikutnya adalah menganalisis hasil berdasarkan *weighted least squared*.

**Tabel 5.** Hasil Analisis Regresi Data Panel dengan *iterated weighted least squares regression*

*Dependent variable: dividen*  
*Weights based on per-unit error variances*



	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	0,321502	0,0677537	4,745	<0,0001	***
investasi	0,335653	0,135471	2,478	0,0138	**
institusi	-0,0953895	0,105545	-0,9038	0,3669	
asing	0,113187	0,0310296	3,648	0,0003	***
roa	1,30654	0,156330	8,358	<0,0001	***
<i>solvency</i>	-0,0908715	0,0553576	-1,642	0,1018	
<i>R-squared</i>	0,260416	<i>Adjusted R-squared</i>		0,247256	
F(5, 281)	19,78865	<i>P-value(F)</i>		6,81e-17	

Hasil analisis data berdasarkan tabel 5, nilai *p-value* dari uji F < 0,05. Hasil ini menunjukkan model persamaan ini dapat digunakan untuk interpretasi lebih lanjut dalam analisis kausalitas antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Model persamaan berdasarkan metode *iterated weighted least squares* menjadi pilihan dalam penelitian ini. Variabel investasi, dan kepemilikan institusi asing berpengaruh positif terhadap dividen dengan tingkat signifikansi < 0,05. Variabel institusi (kepemilikan institusional) tidak berpengaruh terhadap dividen.

**Robustness Test**

**Tabel 6.** Matriks Korelasi Variabel Dependen untuk *Robustness Test*

		investasi	institusi	asing	roe
investasi	Pearson's r	—			
	Spearman's rho	—			
	Kendall's Tau B	—			
institusi	Pearson's r	-0,141	—		
	Spearman's rho	-0,066	—		
	Kendall's Tau B	-0,043	—		
asing	Pearson's r	0,026	0,164	—	
	Spearman's rho	0,052	0,086	—	
	Kendall's Tau B	0,043	0,071	—	
roe	Pearson's r	0,024	0,125	0,117	—
	Spearman's rho	0,084	0,125	-0,082	—
	Kendall's Tau B	0,057	0,088	-0,067	—

Variabel dividen, investasi, institusi, dan roe dalam persentase. Variabel asing dinyatakan dalam angka sebenarnya. Pada tabel 6 menunjukkan korelasi yang lemah antar variabel bebas. Hasil korelasi ini mengindikasikan terhindarnya permasalahan multikolinearitas. Langkah berikutnya adalah menganalisis data dengan metode regresi data panel untuk uji *robustness*. Metode yang digunakan adalah *fixed effect*, *random effect*, dan *iterated weighted least squares regression*. Tanda (\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,10. Tanda (\*\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,05. Tanda (\*\*\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,01.

**Tabel 7.** Hasil Analisis Regresi Data Panel *Fixed Effect heteroskedasticity autocorrelation-robust standard errors (HAC) – Uji Robustness*

*Dependent variable:* dividen  
*Robust (HAC) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	51,7945	72,4958	0,7144	0,4774	
investasi	-0,162563	0,604775	-0,2688	0,7889	

institusi	-0,0158726	1,17858	-0,01347	0,9893
asing	-16,1641	15,8379	-1,021	0,3111
roe	-0,0224408	0,233851	-0,09596	0,9238

<i>LSDV R-squared</i>	0,479214	<i>Within R-squared</i>	0,001980
-----------------------	----------	-------------------------	----------

Joint test on named regressors -

Test statistic:  $F(4, 68) = 0,289493$

with  $p\text{-value} = P(F(4, 68) > 0,289493) = 0,883833$

Robust test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: Welch  $F(68, 63,1) = 12,2361$

with  $p\text{-value} = P(F(68, 63.1) > 12.2361) = 1.13859e-19$

Nilai *LSDV R-square* 0,479214 menunjukkan penjelasan model regresi terhadap variasi variabel terikat/dependen. Nilai *within R-squared* 0,001980 menunjukkan sejauh mana variasi variabel terikat dapat dijelaskan oleh variabel bebas. Dari hasil uji F model dengan metode *fixed effect* tidak sesuai untuk digunakan dalam interpretasi lebih lanjut, dan uji dengan  $p\text{-value} > 0,05$ , menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan tidak ada yang berpengaruh terhadap variabel terikat. Uji *Welch F* dengan  $p\text{-value} < 0,05$  menunjukkan bahwa kelompok-kelompok dalam data panel tidak memiliki *intercept* yang sama.

**Tabel 8.** Hasil Analisis Regresi Data Panel *Random Effect heteroskedasticity autocorrelation-robust standard errors (HAC)* dengan *Nerlove's transformation – Uji Robustness*

Dependent variable: dividen

Robust (HAC) standard errors

	Coefficient	Std. Error	z	p-value	Sig.
const	27,4438	26,2661	1,045	0,2961	
investasi	0,0308478	0,535387	0,05762	0,9541	
institusi	0,173519	0,417281	0,4158	0,6775	
asing	11,3989	12,0488	0,9461	0,3441	
roe	0,117528	0,163768	0,7176	0,4730	

Joint test on named regressors -

Asymptotic test statistic:  $\text{Chi-square}(4) = 1,64192$

with  $p\text{-value} = 0,801239$

Breusch-Pagan test -

Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0

Asymptotic test statistic:  $\text{Chi-square}(1) = 11,7195$

with  $p\text{-value} = 0,000618497$

Hausman test -

Null hypothesis: GLS estimates are consistent

Asymptotic test statistic:  $\text{Chi-square}(4) = 8,41162$

with  $p\text{-value} = 0,077612$

*Asymptotic test statistic* dalam regresi data panel dengan *random effect* tidak signifikan ( $p\text{-value} > 0,05$ ), maka tidak ada perbedaan yang signifikan antara penggunaan metode *fixed effect* dengan *random effect* dalam analisis data panel. Uji Breusch-Pagan dengan nilai  $p\text{-value} < 0,05$  menunjukkan bahwa varians dari kesalahan regresi tidak konstan untuk semua tingkat nilai variabel independen, dan ada variasi yang signifikan dalam kesalahan regresi di sepanjang tingkat nilai variabel independen. Uji Hausman menunjukkan tingkat signifikansi  $0,077612 > 0,05$ , hal ini menunjukkan *random effect* lebih sesuai dibandingkan dengan *fixed effect* dalam analisis data.  $p\text{-value}$  dari masing-masing variabel bebas  $> 0,05$ , variabel bebas tidak ada yang berpengaruh terhadap variabel terikat. Berdasarkan hasil analisis *fixed effect*, dan *random effect* tidak sesuai untuk analisis kausalitas dalam penelitian ini, maka tahap berikutnya adalah menganalisis hasil analisis data berdasarkan *iterated weighted least squared*.

**Tabel 9.** Hasil Analisis Regresi Data Panel dengan *iterated weighted least squares regression – Uji Robustness*

Dependent variable: dividen

Weights based on per-unit error variances

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	36,7661	6,39092	5,753	<0,0001	***
investasi	0,382801	0,194509	1,968	0,0500	*
institusi	-0,0975099	0,109775	-0,8883	0,3752	
asing	7,76604	2,94885	2,634	0,0089	***
roe	0,350179	0,0361020	9,700	<0,0001	***
<i>R-squared</i>	0,343841	<i>Adjusted R-squared</i>		0,334534	
F(4, 282)	36,94353	<i>P-value(F)</i>		7,81e-25	

Hasil analisis data berdasarkan tabel 9, nilai *p-value* dari uji F < 0,05. Hasil ini menunjukkan model persamaan ini dapat digunakan untuk interpretasi lebih lanjut dalam analisis kausalitas antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Model persamaan berdasarkan metode *iterated weighted least squares* menjadi pilihan dalam penelitian ini. Variabel investasi dalam analisis *robustness* menunjukkan tingkat signifikansi 0,05 yang berada pada batas penolakan hipotesis 1. Variabel kepemilikan institusi asing berpengaruh positif terhadap dividen dengan tingkat signifikansi < 0,05. Penentuan diterima atau tidaknya dari hipotesis mengacu pada model utama dalam penelitian ini (tabel 5).

### **Pengaruh Investasi terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan hasil pengujian model utama yang telah dilakukan, hipotesis 1 yang menyatakan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan LQ45 diterima. Kebijakan pembayaran dividen dilakukan berdasarkan beberapa pertimbangan. Dari hasil pengujian tampak bahwa investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan pendanaan internal tidak diutamakan dalam mendanai investasi yang dilaksanakan. Pertimbangan permasalahan keagenan atas arus kas dapat menjadi penyebab kondisi tersebut. Selain itu pihak manajemen dapat menetapkan rasio pembayaran dividen yang tidak akan menghambat kebutuhan arus kas untuk investasi.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen**

Hipotesis 2 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan LQ45 ditolak. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dikemukakan (Lee, 2022) mengenai keterkaitan antara kepemilikan dengan kebijakan dividen di Korea Selatan. Survei dilakukan oleh Graham (2022) kepada para direktur keuangan pada tahun 2019 dan 2020. Penelitian ini mencurahkan banyak pertanyaan untuk memeriksa konflik antara menggunakan penggunaan dana untuk melakukan investasi dan membayar dividen kepada pemegang saham. Tingkat dividen historis yang dipertahankan lebih penting bagi perusahaan yang membayar dividen daripada membayar utang atau mendukung riset dan pengembangan. Kebijakan dividen memiliki kecenderungan mengacu pada tingkat dividen sebelumnya. Tingkat kepemilikan institusional tidak menjadi pertimbangan oleh para direktur keuangan dalam survei tersebut.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusi Asing terhadap Kebijakan Dividen**

Hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi asing berpengaruh positif terhadap dividen pada perusahaan LQ45 diterima. Hasil penelitian ini selaras dengan hasil penelitian Setiawan, Christiana, & Singh (2020) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan institusi asing di perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dalam penelitian tersebut dilakukan pengamatan pada perusahaan manufaktur. Perusahaan LQ45 yang diamati dalam penelitian ini telah diseleksi berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan berdasarkan kinerja keuangan perusahaan, dan likuiditas perusahaan dari semua emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Perbedaan obyek pengamatan tidak menyebabkan perbedaan hasil penelitian.

## **5. SIMPULAN**

Dalam penelitian ini metode *iterated weighted least squares regression* menjadi pilihan dalam melakukan analisis kausalitas. Hasil penelitian ini menunjukkan pengaruh variabel investasi, dan kepemilikan institusi asing berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan LQ45. Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen menyiratkan bahwa pendanaan internal tidak diutamakan untuk mendanai kebutuhan dana untuk kepentingan investasi. Kepemilikan institusi asing dapat dijadikan perhatian bagi para investor dalam mencermati

kebijakan dividen yang ditetapkan oleh pihak manajemen perusahaan, khususnya yang tergabung dalam indeks LQ45. Keterbatasan dalam model penelitian ini adalah ada faktor lain yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen selain variabel bebas dalam model penelitian ini. Hal ini dapat diinterpretasikan dari konstanta atau *intercept* yang berpengaruh secara signifikan. Hal ini dapat dijadikan pertimbangan bagi peneliti selanjutnya untuk memperluas topik pembahasan mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen.

## 6. LAMPIRAN

**Tabel 14.** Observasi Perusahaan LQ45 tahun 2016 – 2021

No	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
1	PT Astra Agro Lestari Tbk. (AALI)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017
2	PT Ace Hardware Indonesia Tbk. (ACES)	Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
3	PT Adhi Karya Tbk. (ADHI)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019
4	PT Adaro Energy Indonesia Tbk. (ADRO)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
5	PT AKR Corporindo Tbk. (AKRA)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
6	PT Aneka Tambang Tbk. (ANTM)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
7	PT Astra International Tbk. (ASII)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
8	PT Alam Sutera Realty Tbk. (ASRI)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017
9	PT Bank Central Asia Tbk. (BBCA)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
10	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk. (BBNI)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
11	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk. (BBRI)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017;

No	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
		Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
12	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk. (BBTN)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
13	PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk. (BJBR)	Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018
14	PT Sentul City Tbk. (BKSL)	Agustus 2018
15	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk. (BMRI)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
16	PT Global Mediacom Tbk. (BMTR)	Februari 2016; Agustus 2016; Agustus 2017; Februari 2018
17	PT Barito Pacific Tbk. (BRPT)	Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2021
18	PT Bumi Serpong Damai Tbk. (BSDE)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
19	PT Bank BTPN Syariah Tbk. (BTPS)	Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021
20	PT Bumi Resources Tbk. (BUMI)	Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018
21	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk. (CPIN)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
22	PT Ciputra Development Tbk. (CTRA)	Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021
23	PT Elnusa Tbk. (ELSA)	Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2018; Februari 2019
24	PT Erajaya Swasembada Tbk (ERAA)	Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
25	PT XL Axiata Tbk. (EXCL)	Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
26	PT Gudang Garam Tbk. (GGRM)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019;

No	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
		Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
27	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. (HMSP)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
28	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk. (ICBP)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
29	PT Vale Indonesia Tbk. (INCO)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
30	PT Indofood Sukses Makmur Tbk. (INDF)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
31	PT Indika Energy Tbk. (INDY)	Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019
32	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. (INKP)	Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
33	PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk. (INTP)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
34	PT Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG)	Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
35	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk. (JPFA)	Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
36	PT Jasa Marga Tbk. (JSMR)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
37	PT Kalbe Farma Tbk. (KLBF)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021



No	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
38	PT Lippo Karawaci Tbk. (LPKR)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018
39	PT Matahari Department Store Tbk. (LPPF)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020
40	PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk. (LSIP)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017
41	PT Merdeka Copper Gold Tbk. (MDKA)	Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
42	PT Medco Energi Internasional Tbk. (MEDC)	Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2021; Agustus 2021
43	PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk. (MIKA)	Agustus 2020, Februari 2021, Agustus 2021
44	PT Media Nusantara Citra Tbk. (MNCN)	Februari 2016, Agustus 2016, Februari 2017, Agustus 2017, Februari 2018, Agustus 2018, Februari 2019, Agustus 2019, Februari 2020, Agustus 2020, Februari 2021, Agustus 2021
45	PT Matahari Putra Prima Tbk. (MPPA)	Februari 2016, Agustus 2016
46	PT Hanson International Tbk. (MYRX)	Februari 2016, Agustus 2016, Februari 2017, Agustus 2017, Februari 2018
47	PT Perusahaan Gas Negara Tbk. (PGAS)	Februari 2016, Agustus 2016, Februari 2017, Agustus 2017, Februari 2018, Agustus 2018, Februari 2019, Agustus 2019, Februari 2020, Agustus 2020, Februari 2021, Agustus 2021
48	PT PP Properti Tbk. (PPRO)	Februari 2017, Agustus 2017
49	PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk. (PTBA)	Februari 2016, Agustus 2016, Februari 2017, Agustus 2017, Februari 2018, Agustus 2018, Februari 2019, Agustus 2019, Februari 2020, Agustus 2020, Februari 2021, Agustus 2021
50	PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk. (PTPP)	Februari 2016, Agustus 2016, Februari 2017, Agustus 2017, Februari 2018, Agustus 2018, Februari 2019, Agustus 2019, Februari 2020, Agustus 2020, Februari 2021, Agustus 2021
51	PT Pakuwon Jati Tbk. (PWON)	Februari 2016, Agustus 2016, Februari 2017, Agustus 2017, Februari 2018, Februari 2019, Agustus 2019, Februari 2020, Agustus 2020, Februari 2021, Agustus 2021
52	PT Surya Citra Media Tbk. (SCMA)	Februari 2016, Agustus 2016, Februari 2017, Agustus 2017, Februari 2018, Agustus 2018, Februari 2019, Agustus 2019,

No	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
		Februari 2020, Agustus 2020
53	PT Siloam International Hospitals Tbk. (SILO)	Februari 2016, Agustus 2016
54	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. (SMGR)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
55	PT Surya Citra Media Tbk. (SMRA)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
56	PT Sri Rejeki Isman Tbk. (SRIL)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020
57	PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk. (SSMS)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018
58	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk. (TBIG)	Februari 2016; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
59	PT Timah Tbk. (TINS)	Agustus 2021
60	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. (TKIM)	Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
61	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk. (TLKM)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
62	PT Sarana Menara Nusantara Tbk. (TOWR)	Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
63	PT Chandra Asri Petrochemical Tbk. (TPIA)	Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2021; Agustus 2021
64	PT Trada Alam Minera Tbk. (TRAM)	Februari 2018
65	PT United Tractors Tbk. (UNTR)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
66	PT Unilever Indonesia Tbk. (UNVR)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021
67	PT Wijaya Karya Tbk. (WIKA)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2020; Februari 2021; Agustus 2021

No	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
68	PT Waskita Beton Precast Tbk. (WSBP)	Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019
69	PT Waskita Karya Tbk. (WSKT)	Februari 2016; Agustus 2016; Februari 2017; Agustus 2017; Februari 2018; Agustus 2018; Februari 2019; Agustus 2019; Februari 2020

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2022)

## 7. DAFTAR PUSTAKA

- Atmaz, A., & Basak, S. (2022). Stock Market and No-Dividend Stocks. *The Journal of Finance*, 77(1), 545–599. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/jofi.13098>
- Baba, N. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2), 163–174. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X08000206>
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2019). *Intermediate Financial Management* (13th ed.). Boston: Cengage Learning Inc. Unless.
- Bursa Efek Indonesia. (2022). Perusahaan LQ45. Retrieved from <https://www.idx.co.id/id/data-pasar/data-saham/indeks-saham/>
- Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate Governance and Institutional Ownership. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 247–273. [Cambridge University Press, University of Washington School of Business Administration]. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/23018523>
- Claessens, S. (2006). Corporate Governance and Development. *The World Bank Research Observer*, 21(1), 91–122. Oxford University Press. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/40282344>
- Dennis, P., Gerardi, K., & Schenone, C. (2022). Common Ownership Does Not Have Anticompetitive Effects in the Airline Industry. *The Journal of Finance*, 77(5), 2765–2798. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/jofi.13176>
- Dvořák, T. (2005). Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia. *The Journal of Finance*, 60(2), 817–839. [American Finance Association, Wiley]. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3694768>
- Ed-Dafali, S., Patel, R., & Iqbal, N. (2023). A bibliometric review of dividend policy literature. *Research in International Business and Finance*, 65, 101987. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531923001137>
- Graham, J. R. (2022). Presidential Address: Corporate Finance and Reality. *The Journal of Finance*, 77(4), 1975–2049. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/jofi.13161>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>
- Lee, Y. K. (2022). The effect of ownership structure on corporate payout policy and performance: Evidence from Korea's exogenous dividends tax shock. *Pacific-Basin Finance Journal*, 73, 101763. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X22000580>
- Li, S., Hoque, H., & Liu, J. (2023). Investor sentiment and firm capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 80, 102426. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119923000755>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. American Economic Association. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, 16–29. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042443116300154>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. Retrieved from

- <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X84900230>
- Nuryaman, N. (2009). Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, Dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Pengungkapan Sukarela. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 6(1), 89–116.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- 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. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. The University of Chicago Press. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/10.1086/250042>
- Rajaiya, H. (2023). Innovation Success and Capital Structure. *Journal of Corporate Finance*, 79, 102345. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119922001882>
- Rhee, S. G., & Wang, J. (2009). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1312–1324. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426609000211>
- Setiawan, R., Christiana, N., & Singh, S. (2020). Foreign Institutional Shareholders and Corporate Payout Policy. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 17(2).
- Shapiro, S. P. (2005). Agency Theory. *Annual Review of Sociology*, 31, 263–284. Annual Reviews. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/29737720>