Struktur kepemilikan, leverage, dan kebijakan dividen: Bukti dari emiten di Bursa Efek Indonesia

Manajemen Bisnis dan Keuangan Korporat

DOI
10.58784/mbkk.531

Keywords
ownership structure
institutional ownership
managerial ownership
leverage
dividend policy
multinomial logistic regression

JEL Classification
G32
G35

Received 20 October 2026
Revised 14 November 2026
Accepted 15 November 2026
Published 16 November 2026

Preysi Ribka Palempung
Corresponding author: palempungpreysi23@gmail.com
Sam Ratulangi University - Indonesia

Peter M. Kapojos
Sam Ratulangi University - Indonesia

ABSTRACT
Dividend payments on the Indonesia Stock Exchange (IDX) reached record levels in 2024, yet payout differs widely across firms, and evidence on how ownership structure and leverage shape these differences remain mixed. This study examines whether ownership structure (institutional, public, and managerial ownership) and leverage are associated with dividend payout levels among IDX-listed firms. Drawing on agency and dividend theory, it tests whether ownership and dividends act as substitutes in controlling agency conflicts. The analysis uses annual-report data for 30 purposively selected dividend-paying firms across sectors over 2020–2025 (180 firm-year observations). Dividend policy is classified into low, medium, and high payout categories based on the dividend payout ratio and modeled with multinomial logistic regression. Higher institutional ownership is associated with a lower likelihood of a firm being in the high payout category relative to both the low and medium categories, whereas public ownership, managerial ownership, and leverage show no significant association. This pattern is consistent with the substitution view, but it rests on only 11 high-payout observations from two firms and should be read as a preliminary association rather than a robust effect. It adds evidence from large dividend-paying firms in an emerging market. Key limitations are highly imbalanced categories, no control for panel structure, and no control variables.

©2026 Preysi Ribka Palempung, Peter M. Kapojos
This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License.

Pendahuluan

Dividen merupakan bentuk pengembalian investasi yang nyata sehingga kebijakan dividen menjadi salah satu keputusan keuangan yang paling diperhatikan investor. Menurut data Mirae Asset Sekuritas yang dikutip Bisnis.com (2025), dividen yang dibagikan

emiten BEI pada 2024 mencapai rekor Rp364,2 triliun, dengan ADRO dan BBRI sebagai pembagi terbesar (masing-masing Rp54,4 triliun dan Rp48,1 triliun), dan jumlah emiten pembayar dividen naik menjadi 342 dari 323 pada 2023 (Nityakanti, 2025). Besarnya pembayaran dividen ternyata berbeda jauh antarperusahaan.

Variasi juga terlihat di antara emiten yang rutin membayar dividen. Pada sampel penelitian ini, yang seluruhnya emiten pembayar dividen, sebagian besar observasi berada pada kategori payout sedang, sedangkan kategori tinggi dan rendah masing-masing hanya berasal dari dua emiten (Tabel 1). Pertanyaannya karena itu bukan mengapa perusahaan tidak membayar dividen, melainkan faktor apa yang berasosiasi dengan tingkat pembagian laba di antara perusahaan pembayar dividen.

Teori keagenan memberi dasar untuk menjawabnya. Pemisahan kepemilikan dan pengendalian berpotensi menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer (Jensen & Meckling, 1976), dan dividen dapat menjadi salah satu mekanisme pengendaliannya (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Rozeff, 1982). Menurut model *outcome*, dividen dibayarkan karena pemegang saham minoritas menekan orang dalam untuk mengeluarkan kas, sehingga pengawasan yang lebih kuat berasosiasi dengan dividen yang lebih tinggi. Menurut model substitusi, orang dalam membayar dividen untuk membangun reputasi, sehingga pengawasan yang lebih kuat justru berasosiasi dengan dividen yang lebih rendah (La Porta et al., 2000). Leverage menambah dimensi lain karena kewajiban kepada kreditur dapat membatasi ruang pembagian laba, dan utang serta dividen dapat saling menggantikan sebagai mekanisme pengendalian (Jensen, 1986; Jensen et al., 1992).

Bukti empiris masih beragam. Di Indonesia, Tatinting et al. (2025) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan LQ45 sektor nonkeuangan, sedangkan Anshori et al. (2023) menemukan pengaruh positif kepemilikan institusional yang melemah oleh leverage. Studi internasional umumnya menemukan hubungan positif kepemilikan institusional dengan dividen (Boshnak, 2023; Khan, 2022; Short et al., 2002) dan hubungan negatif kepemilikan manajerial (Farooq et al., 2024; Short et al., 2002), kecuali Nguyen dan Li (2020) yang tidak menemukan pengaruh signifikan setelah fundamental perusahaan dikendalikan. Studi-studi tersebut mengukur dividen sebagai rasio, jumlah per saham, atau penanda membayar atau tidak, dan belum memeriksa apakah kepemilikan dan leverage berhubungan secara berbeda dengan tingkat payout yang berbeda di antara perusahaan pembayar dividen.

Penelitian ini mengisi celah tersebut dengan menguji hubungan kepemilikan institusional, publik, manajerial, dan leverage dengan kebijakan dividen yang dikategorikan rendah, sedang, dan tinggi pada 30 emiten BEI periode 2020–2025 menggunakan regresi logistik multinomial. Pendekatan kategorikal mengorbankan sebagian informasi DPR kontinu sehingga diposisikan sebagai analisis pelengkap, dan karena desainnya observasional, tujuannya adalah menguji asosiasi, bukan sebab-akibat. Kontribusinya ada pada tiga hal: secara teoretis, menguji prediksi bersaing model *outcome* dan substitusi pada emiten pembayar dividen di pasar berkembang; secara metodologis, melaporkan kerapuhan estimasi akibat kategori yang sangat tidak seimbang beserta estimasi ulang dengan kategori referensi alternatif; dan secara praktis, menunjukkan batas kegunaan informasi komposisi pemegang saham untuk menilai kebijakan dividen.

Tinjauan pustaka

Teori keagenan

Teori keagenan menjelaskan ketidaksamaan kepentingan antara prinsipal dan agen dalam hubungan kontrak. Hubungan ini muncul ketika prinsipal menunjuk agen untuk bertindak atas namanya dan mendelegasikan sebagian wewenang keputusan (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973). Asimetri informasi di pihak agen berpotensi memunculkan konflik kepentingan sehingga tujuan perusahaan tidak tercapai secara optimal. Tata kelola dipandang sebagai mekanisme yang meyakinkan pemasok dana bahwa mereka memperoleh pengembalian dan membatasi perilaku oportunistik manajemen (Shleifer & Vishny, 1997; lihat kajian integratif Al-Faryan, 2024).

Teori dividen dan keagenan

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai seberapa besar laba dibagikan kepada pemegang saham dibandingkan ditahan. Lintner (1956) menunjukkan bahwa perusahaan menyesuaikan dividen secara bertahap terhadap target payout dan cenderung mempertahankan dividen yang stabil, sehingga kategori dividen suatu perusahaan cenderung bertahan dari tahun ke tahun dan observasi dalam perusahaan yang sama tidak independen.

Dalam kerangka keagenan, dividen dipandang sebagai alat pengendalian. Jensen (1986) berargumen bahwa pembagian arus kas bebas, melalui dividen maupun pembayaran utang, mengurangi dana yang dapat dikuasai manajer untuk investasi yang tidak menguntungkan. Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa dividen memaksa perusahaan lebih sering mencari dana eksternal sehingga berada di bawah pengawasan pasar modal, dan Rozeff (1982) merumuskan keseimbangan antara biaya keagenan yang turun oleh dividen dan biaya transaksi pendanaan eksternal yang naik. La

Porta et al. (2000) membedakan model *outcome* dan model substitusi, dengan bukti lintas negara yang lebih mendukung model *outcome*. Keduanya melandasi prediksi bersaing pada kepemilikan institusional dalam penelitian ini.

Struktur kepemilikan dan leverage

Leverage yang tinggi berarti sebagian arus kas dialokasikan untuk bunga dan pokok utang sehingga kemampuan membayar dividen dapat terbatas. Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam, utang, dan dividen ditentukan secara bersamaan, dan perusahaan dengan kepemilikan orang dalam yang tinggi memilih utang dan dividen yang lebih rendah, sehingga ketiganya tidak dapat dianalisis sepenuhnya secara terpisah.

Pengembangan hipotesis

Pada kepemilikan institusional, teori memberi dua prediksi bersaing. Menurut model *outcome*, institusi yang berinsentif mengawasi manajemen menekan perusahaan membagikan lebih banyak laba, sejalan dengan hubungan positif yang dilaporkan Short et al. (2002), Khan (2022), Boshnak (2023), Tatinting et al. (2025), dan Anshori et al. (2023). Menurut model substitusi, pengawasan langsung oleh institusi membuat dividen kurang diperlukan sebagai alat pengendalian (Jensen et al., 1992; La Porta et al., 2000). Karena kedua prediksi punya dasar teoretis dan empiris, H1 dirumuskan tanpa arah.

H_1: Kepemilikan institusional berhubungan dengan peluang perusahaan berada pada kategori dividen yang lebih tinggi (sedang atau tinggi) dibandingkan kategori rendah.

Pemegang saham publik yang tersebar umumnya menginginkan pengembalian pasti berupa dividen, dan Rozeff (1982) menemukan payout yang lebih tinggi pada perusahaan dengan pemegang saham lebih banyak karena biaya keagenan ekuitas lebih besar. Kelompok pemegang saham individu juga berhubungan positif dengan keputusan dividen di pasar berkembang (Farooq et al., 2024).

H_2: Kepemilikan publik berhubungan positif dengan peluang perusahaan berada pada kategori dividen yang lebih tinggi dibandingkan kategori rendah.

Manajer yang juga pemegang saham menanggung sendiri akibat keputusannya sehingga konflik keagenan lebih kecil dan kebutuhan akan dividen sebagai alat pengendalian berkurang. Hubungan negatif dengan payout ditemukan oleh Rozeff (1982) dan Jensen et al. (1992), dan arah negatif serupa dilaporkan Short et al.

(2002), Boshnak (2023), serta Farooq et al. (2024).

H_3: Kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan peluang perusahaan berada pada kategori dividen yang lebih tinggi dibandingkan kategori rendah.

Kewajiban bunga dan pokok utang membatasi keleluasaan manajemen atas arus kas dan mengurangi laba yang tersedia untuk dividen. Utang dan dividen sama-sama mengurangi arus kas bebas yang dikuasai manajer sehingga dapat saling menggantikan (Jensen, 1986), dan hubungan negatif leverage dengan dividen dilaporkan Tatinting et al. (2025) dan Boshnak (2023).

H_4: Leverage berhubungan negatif dengan peluang perusahaan berada pada kategori dividen yang lebih tinggi dibandingkan kategori rendah.

Karena variabel dependen terdiri atas tiga kategori nominal, model menghasilkan dua set koefisien (sedang terhadap rendah dan tinggi terhadap rendah). Aturan keputusan ditetapkan sebelum hasil dibaca, pada taraf signifikansi 5%. Hipotesis didukung bila uji *omnibus likelihood ratio* signifikan dan sedikitnya satu koefisien kategori signifikan dengan arah sesuai prediksi (untuk H1, arah apa pun), didukung sebagian bila hanya uji omnibus yang signifikan, dan tidak didukung bila keduanya tidak signifikan atau arahnya berlawanan dengan prediksi.

Metode riset

Desain, populasi, dan sampel

Penelitian ini bersifat kuantitatif asosiatif dan observasional sehingga hasilnya ditafsirkan sebagai asosiasi. Data sekunder diambil dari laporan tahunan emiten BEI periode 2020–2025 melalui situs resmi BEI. Dari populasi emiten BEI (Indriantoro & Supomo, 2014), sampel ditentukan dengan teknik *purposive sampling* (Sugiyono, 2017) berdasarkan enam kriteria: (1) mewakili sektor perbankan, pertambangan, energi, telekomunikasi, barang konsumsi, dan manufaktur; (2) memiliki laporan keuangan lengkap selama periode penelitian; (3) tidak mengalami *delisting* atau suspensi; (4) membayar dividen sedikitnya satu kali selama periode penelitian (DPR > 0%); (5) menyajikan data struktur kepemilikan; dan (6) menyajikan data untuk menghitung leverage. Hasilnya adalah 30 emiten dengan 180 observasi (30 emiten × 6 tahun), termasuk empat bank (24 observasi) yang struktur permodalan dan leverage-nya berbeda jauh dari emiten nonkeuangan. Karena sampel hanya memuat emiten pembayar dividen yang didominasi perusahaan besar, hasilnya tidak dapat digeneralisasi ke perusahaan nonpembayar dividen atau perusahaan kecil.

Variabel dan pengukuran

Kebijakan dividen (Y) adalah variabel kategorikal tiga tingkat berdasarkan DPR = (dividen per saham / laba per saham) × 100%, yaitu 0 (rendah, kategori referensi), 1 (sedang), dan 2 (tinggi). Kepemilikan institusional (X1), publik (X2), dan manajerial (X3) diukur sebagai persentase saham yang dimiliki berturut-turut oleh lembaga keuangan dan institusi lain, masyarakat umum, serta direksi dan komisaris terhadap total saham beredar. Leverage (X4) diukur dengan rasio utang terhadap aset (DAR) = (total utang / total aset) × 100%. Pada data sumber, leverage empat bank (BBCA, BBRI, BMRI, BBNI) dan delapan emiten nonbank (BYAN, ICBP, INCO, INTP, PGAS, PTBA, SMGR, TLKM) tercatat sebagai rasio utang terhadap ekuitas (DER, dalam kali), sedangkan emiten lainnya tercatat dalam persen dan diperlakukan sebagai DAR. Agar satuannya seragam, DER dikonversi menjadi DAR = DER / (1 + DER) × 100%.

Teknik analisis data

Analisis data dilakukan dengan jamovi versi 2.7 (The jamovi project, 2025) dan meliputi statistik deskriptif (Ghozali, 2019), uji multikolinearitas, dan regresi logistik multinomial. Multikolinearitas diperiksa dengan *variance inflation factor* (VIF) setiap variabel independen terhadap tiga variabel independen lainnya, dengan kriteria VIF < 10 (Field, 2018), serta matriks korelasi Pearson. Regresi logistik multinomial dipakai untuk variabel dependen nominal dengan lebih dari dua kategori (Hosmer et al., 2013). Model untuk kategori j (j = 1, 2) terhadap kategori referensi (0) dinyatakan dalam persamaan (1).

$$ln\left(\frac{P(Y=j)}{P(Y=0)}\right) = \alpha_j + \beta_{1j}X_1 + \beta_{2j}X_2 + \beta_{3j}X_3 + \beta_{4j}X_4 \quad (1)$$

Keterangan: Y adalah kebijakan dividen; X1 kepemilikan institusional; X2 kepemilikan publik; X3 kepemilikan manajerial; X4 leverage; α konstanta; dan β koefisien regresi. Kelayakan model dinilai dengan deviance, AIC, BIC, dan uji rasio *likelihood* terhadap model intersep (Field, 2018), dan kontribusi setiap variabel dengan *omnibus likelihood ratio test* yang membandingkan model penuh dengan model tanpa variabel tersebut (Agresti, 2013). Pseudo R^2 (McFadden, Cox dan Snell, dan Nagelkerke) dipakai sebagai ukuran kecocokan relatif, bukan proporsi varians yang dijelaskan (Menard, 2010). Cox dan Snell dihitung sebagai $R^2_{CS} = 1 - (L_0/L_1)^{2/n}$, dan Nagelkerke dengan persamaan (2).

$$R_N^2 = \frac{R_{CS}^2}{1 - L_0^{2/n}} \quad (2)$$

dengan R^2_N adalah Nagelkerke R^2, R^2_{CS} adalah Cox dan Snell R^2, L_0 dan L_1 adalah *likelihood* model hanya dengan intersep dan model

penuh, dan n adalah jumlah observasi. Pengaruh parsial setiap variabel pada masing-masing kategori diuji dengan statistik Z pada persamaan (3), yang kuadratnya sama dengan statistik Wald (signifikan bila p < 0,05), dan perubahan peluang diinterpretasikan melalui *odds ratio* pada persamaan (4).

$$Z = \frac{\beta}{SE} \tag{3}$$

$$Odds\ Ratio = e^{\beta} \tag{4}$$

Ketepatan klasifikasi model dibandingkan dengan klasifikasi naif yang menempatkan seluruh observasi pada kategori modal. Angka dalam teks dan tabel dilaporkan dengan desimal koma.

Hasil dan pembahasan

Hasil

Statistik deskriptif

Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif 180 observasi beserta rata-rata per kategori kebijakan dividen. Rata-rata kepemilikan institusional 66,2% dan kepemilikan publik 33,9%. Kepemilikan manajerial sangat condong ke kanan (rata-rata 0,770%; median 0,0200%) karena sebagian besar emiten memiliki proporsi sangat kecil dan hanya beberapa observasi yang tinggi, terutama ADRO pada 2020–2023 (14,84%–20,2%). Leverage rata-rata 40,9% (rentang 9,60%–87,1%), dengan leverage empat bank (rata-rata 84,7%) jauh lebih tinggi daripada emiten nonbank (34,2%).

Tabel 1. Statistik deskriptif variabel independen dan rata-rata (simpangan baku) per kategori kebijakan dividen

Variabel	Seluruh sampel (N = 180)					Rata-rata (simpangan baku) per kategori		
	Rata-rata	Median	SB	Min.	Maks.	0 Rendah (n = 3)	1 Sedang (n = 166)	2 Tinggi (n = 11)
Kepemilikan institusional (%)	66,2	62,0	15,9	31,8	97,5	89,0 (11,7)	67,0 (15,4)	47,7 (6,42)
Kepemilikan publik (%)	33,9	39,2	12,8	7,50	49,9	21,6 (1,86)	33,3 (12,9)	46,0 (1,55)
Kepemilikan manajerial (%)	0,770	0,0200	2,81	0,00	20,2	0,223 (0,387)	0,827 (2,92)	0,0620 (0,0747)
Leverage (DAR, %)	40,9	36,6	22,8	9,60	87,1	18,8 (10,7)	40,3 (22,3)	56,4 (25,6)

Keterangan: SB = simpangan baku. Sumber: hasil olahan data jamovi, 2026.

Sebanyak 166 observasi (92,22%) berada pada kategori sedang, 11 (6,11%) pada kategori tinggi, dan 3 (1,67%) pada kategori rendah. Kategori tinggi seluruhnya berasal dari BBCA (2021–2025) dan TLKM (2020–2025), dan kategori rendah dari INCO (2021 dan 2023) dan GGRM (2024). Ketidakseimbangan ini membatasi informasi untuk membedakan kategori sehingga seluruh hasil berikutnya perlu ditafsirkan dengan hati-hati. Rata-rata kepemilikan institusional menurun dari kategori rendah ke tinggi (89,0%; 67,0%; 47,7%), sedangkan kepemilikan publik dan leverage meningkat (Tabel 1). Karena kategori rendah dan tinggi masing-masing hanya berasal dari dua emiten, pola ini sebagian besar mencerminkan perbedaan antara INCO dan GGRM (kepemilikan institusional rata-

rata 96,1% dan 75,6%) dengan BBCA dan TLKM (41,3% dan 53,2%), serta leverage tinggi BBCA sebagai bank.

Uji multikolinearitas

Seluruh nilai VIF di bawah 10 (kepemilikan institusional 3,17; kepemilikan publik 2,90; kepemilikan manajerial 1,13; leverage 1,14), sehingga tidak terdapat multikolinearitas berat. Namun, korelasi kepemilikan institusional dan publik kuat ($r = -0{,}800$), sedangkan korelasi antarvariabel lainnya lebih rendah (institusional–manajerial −0,282; institusional–leverage −0,342; publik–manajerial 0,112; publik–leverage 0,309; manajerial–leverage 0,098). Jumlah keduanya rata-rata 100,1% (rentang 68,5%–137,0%) dan melebihi 100% pada 13 observasi, sehingga kedua kategori hampir saling melengkapi tetapi tidak sepenuhnya saling lepas, kemungkinan karena perbedaan klasifikasi pemegang saham pada sumber data. Koefisien keduanya karena itu sulit dipisahkan dan dibaca sebagai efek masing-masing dengan variabel lain tetap.

Kelayakan model dan ketepatan klasifikasi

Model penuh berbeda signifikan dari model intersep ($\chi^2 = 38{,}1$; $df = 8$; $p < 0{,}001$); deviance turun dari 112,9 menjadi 74,8 (AIC 94,8; BIC 127). Pseudo R^2 (McFadden 0,338; Cox dan Snell 0,191; Nagelkerke 0,410; dua yang terakhir dihitung sesuai persamaan (2) dengan $N = 180$) dibaca sebagai ukuran kecocokan relatif, bukan persentase variasi yang dijelaskan. Namun, daya prediksi model terbatas: akurasi keseluruhan 91,7% lebih rendah daripada klasifikasi naif yang menempatkan semua observasi pada kategori sedang (92,2%). Model mengklasifikasikan 165 dari 166 observasi sedang dengan benar, tetapi menempatkan ketiga observasi rendah dan kesebelas observasi tinggi pada kategori sedang serta satu observasi sedang pada kategori tinggi. Kecocokan yang signifikan karena itu belum berarti model berguna untuk memprediksi kategori dividen.

Koefisien regresi logistik multinomial

Tabel 2 menyajikan estimasi koefisien dengan kategori rendah sebagai referensi. Pada perbandingan sedang terhadap rendah tidak ada variabel yang signifikan (kepemilikan institusional mendekati batas: estimasi −0,143; $p = 0{,}081$). Pada perbandingan tinggi terhadap rendah, kepemilikan institusional berasosiasi negatif signifikan (estimasi −0,277; $Z = -2{,}89$; $p = 0{,}004$; *odds ratio* 0,758; IK 95% 0,629–0,915), yaitu setiap kenaikan satu poin persentase berasosiasi dengan *odds* kategori tinggi terhadap rendah yang sekitar 24,2% lebih kecil dengan variabel lain tetap. Angka ini tidak dapat dibaca secara harfiah karena bertumpu pada 14 observasi dari empat emiten, dan intersep yang sangat besar (*odds ratio* $2{,}02 \times 10^6$

dan $1{,}37 \times 10^5$) beserta galat baku yang besar merupakan tanda khas data jarang atau separasi kuasi-lengkap. Kepemilikan publik, manajerial, dan leverage tidak signifikan pada kedua perbandingan (seluruh $p > 0{,}05$).

Tabel 2. Koefisien regresi logistik multinomial (kategori referensi: 0 rendah; blok ketiga: kategori referensi 1 sedang)

Perbandingan	Prediktor	Estimasi	SE	Z	p	Odds ratio (IK 95%)
1 Sedang – 0 Rendah	Intersep	14,5	7,80	1,86	0,063	–
	Kepemilikan institusional (X1)	−0,143	0,0818	−1,74	0,081	0,867 (0,738–1,018)
	Kepemilikan publik (X2)	−0,0130	0,0635	−0,200	0,838	0,987 (0,872–1,118)
	Kepemilikan manajerial (X3)	−0,264	0,391	−0,674	0,500	0,768 (0,357–1,654)
	Leverage (X4)	0,0528	0,0553	0,955	0,340	1,054 (0,946–1,175)
2 Tinggi – 0 Rendah	Intersep	11,8	9,61	1,23	0,218	–
	Kepemilikan institusional (X1)	−0,277	0,0957	−2,89	0,004	0,758 (0,629–0,915)
	Kepemilikan publik (X2)	0,138	0,128	1,08	0,281	1,148 (0,893–1,476)
	Kepemilikan manajerial (X3)	−0,773	1,01	−0,767	0,443	0,462 (0,064–3,332)
	Leverage (X4)	0,0692	0,0574	1,21	0,228	1,072 (0,958–1,199)
2 Tinggi – 1 Sedang	Intersep	−2,69	5,62	−0,479	0,632	–
	Kepemilikan institusional (X1)	−0,134	0,0495	−2,71	0,007	0,875 (0,794–0,964)
	Kepemilikan publik (X2)	0,151	0,111	1,36	0,175	1,163 (0,935–1,447)
	Kepemilikan manajerial (X3)	−0,509	0,930	−0,548	0,584	0,601 (0,097–3,716)
	Leverage (X4)	0,0164	0,0155	1,06	0,289	1,017 (0,986–1,048)

Keterangan: SE = galat baku; Z = estimasi/SE. Blok 2 Tinggi – 1 Sedang diperoleh dari estimasi ulang model yang sama dengan kategori sedang sebagai referensi. Sumber: hasil olahan data jamovi, 2026.

Karena kategori rendah hanya berisi tiga observasi, model yang sama diestimasi ulang dengan kategori sedang sebagai referensi (blok ketiga Tabel 2), yang hanya mengubah parameterisasi (deviance tetap 74,8). Pada perbandingan tinggi terhadap sedang, kepemilikan institusional berasosiasi negatif signifikan (estimasi −0,134; $Z = -2{,}71$; $p = 0{,}007$; *odds ratio* 0,875; IK 95% 0,794–0,964), sedangkan kepemilikan publik ($p = 0{,}175$), manajerial ($p = 0{,}584$), dan leverage ($p = 0{,}289$) tidak signifikan. Asosiasi negatif ini dengan demikian tidak bergantung pada kategori rendah yang hanya beranggotakan tiga observasi.

Pengujian hipotesis

Uji omnibus *likelihood ratio* menunjukkan bahwa hanya kepemilikan institusional yang berkontribusi signifikan terhadap model ($\chi^2 = 13{,}6$; $df = 2$; $p = 0{,}001$), sedangkan kepemilikan publik ($\chi^2 = 2{,}45$; $p = 0{,}293$), kepemilikan manajerial ($\chi^2 = 2{,}26$; $p = 0{,}322$),

dan leverage (χ^2 = 2,49; p = 0,287) tidak. Berdasarkan aturan keputusan pada bagian Pengembangan Hipotesis, H1 didukung dengan arah negatif karena koefisien signifikan pada perbandingan tinggi–rendah (p = 0,004) dan tinggi–sedang (p = 0,007), meskipun tidak signifikan pada sedang–rendah (p = 0,081) dan bertumpu pada 11 observasi kategori tinggi dari dua emiten. H2, H3, dan H4 tidak didukung karena uji omnibus dan seluruh koefisien kategorinya tidak signifikan.

Pembahasan

Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan satu-satunya variabel yang signifikan pada uji omnibus dan koefisien. Arah negatifnya terhadap kategori rendah maupun sedang berlawanan dengan prediksi model *outcome*, tetapi sejalan dengan logika substitusi, yaitu dividen kurang dibutuhkan sebagai alat pengendalian ketika institusi mengawasi manajemen secara langsung (Jensen et al., 1992; La Porta et al., 2000). Pembacaan ini dibatasi tiga hal. Pertama, asosiasi tetap muncul dengan kategori sedang sebagai pembanding (Tabel 2), tetapi masih bertumpu pada sebelas observasi kategori tinggi. Kedua, kategori tinggi seluruhnya berasal dari BBCA dan TLKM dan kategori rendah dari INCO dan GGRM, sehingga koefisien dapat mencerminkan karakteristik keempat emiten itu dan bukan hubungan umum. Ketiga, korelasi yang kuat dengan kepemilikan publik (r = −0,800) menyulitkan pemisahan efek keduanya. Karena itu, temuan ini lebih tepat dibaca sebagai asosiasi awal daripada bukti bahwa pengawasan institusional menurunkan dividen.

Kepemilikan publik

Kepemilikan publik tidak signifikan sehingga H2 tidak didukung. Koefisiennya pada kategori tinggi positif sesuai prediksi (Tabel 2), tetapi tidak cukup kuat secara statistik. Pemegang saham yang tersebar berdaya pengaruh terbatas atas keputusan manajemen, keputusan dividen juga dipengaruhi laba, rencana investasi, dan likuiditas yang tidak tercakup dalam model, dan sebagian hasil dapat berasal dari kolinearitas dengan kepemilikan institusional.

Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial tidak signifikan sehingga H3 tidak didukung, meskipun koefisiennya negatif pada kedua perbandingan seperti diprediksi Rozeff (1982) dan Jensen et al. (1992). Variabel ini sangat condong ke kanan (median 0,0200%) dan

bernilai nol atau mendekati nol pada sebagian besar emiten, sehingga variasi untuk mengidentifikasi hubungannya dengan kategori dividen sangat kecil.

Leverage

Leverage tidak signifikan pada uji omnibus (p = 0,287) maupun koefisien per kategori (p = 0,340 dan p = 0,228) sehingga H4 tidak didukung. Koefisiennya positif (0,0528 dan 0,0692), berlawanan dengan prediksi, tetapi karena tidak signifikan arahnya tidak ditafsirkan. Hasil ini dapat mencerminkan bahwa leverage emiten pembayar dividen berskala besar lebih ditentukan oleh sektor daripada keputusan dividen: leverage bank (rata-rata 84,7%) jauh di atas nonbank (34,2%) dan kategori tinggi diisi oleh BBCA (bank) dan TLKM (Tabel 1).

Perbandingan dengan studi terdahulu dan implikasi teoretis

Arah kepemilikan institusional berbeda dengan hubungan positif yang dilaporkan Tatinting et al. (2025), Anshori et al. (2023), Short et al. (2002), Khan (2022), dan Boshnak (2023), dan dengan Nguyen dan Li (2020) yang tidak menemukan pengaruh signifikan setelah fundamental dikendalikan. Perbedaan itu dapat berasal dari sampel yang hanya memuat emiten pembayar dividen berskala besar, kategorisasi DPR yang menghilangkan informasi kontinu, tidak adanya variabel kontrol seperti profitabilitas dan ukuran, serta dominasi empat emiten pada kategori ekstrem.

Kesimpulan

Penelitian ini menguji hubungan struktur kepemilikan dan leverage dengan kategori kebijakan dividen pada 30 emiten BEI periode 2020–2025 menggunakan regresi logistik multinomial. Kepemilikan institusional yang lebih tinggi berasosiasi dengan peluang yang lebih kecil untuk berada pada kategori dividen tinggi dibandingkan kategori rendah maupun sedang, sehingga hipotesis kepemilikan institusional didukung dengan arah negatif, sedangkan kepemilikan publik, manajerial, dan leverage tidak menunjukkan hubungan yang dapat dibedakan secara statistik sehingga hipotesisnya tidak didukung. Secara teoretis, temuan ini selaras dengan model substitusi dan berlawanan dengan model *outcome*, tetapi karena bertumpu pada dua emiten pada kategori tinggi, belum cukup untuk menolak penjelasan *outcome* secara umum. Secara praktis, komposisi pemegang saham layak menjadi salah satu pertimbangan, bersama laba, arus kas, tingkat utang, dan kebutuhan pendanaan, tetapi belum cukup sebagai dasar tunggal untuk menilai atau mengubah kebijakan dividen.

Keterbatasan penelitian ini adalah distribusi kategori dividen sangat tidak seimbang (kategori rendah dan tinggi masing-masing berasal dari dua emiten) sehingga estimasi rapuh dan menunjukkan

gejala separasi. Model diestimasi tanpa penyesuaian struktur data panel, padahal galat baku dapat terlalu kecil bila observasi tidak diperlakukan sebagai terklaster (Petersen, 2009), dan jumlah kejadian per variabel jauh di bawah kelaziman (Peduzzi et al., 1996). Model juga tidak memuat variabel kontrol, leverage bank berbeda secara struktural dari nonbank dan datanya harus diseragamkan, serta sampel hanya memuat emiten pembayar dividen berskala besar. Penelitian selanjutnya disarankan memakai batas kategori DPR yang lebih seimbang, galat baku terklaster per perusahaan, koreksi bias seperti metode Firth (1993), efek tahun dan sektor, variabel kontrol (profitabilitas, ukuran, pertumbuhan, arus kas bebas, likuiditas), pemisahan sektor keuangan, serta pembandingan dengan DPR kontinu pada model data panel.

Daftar pustaka

Agresti, A. (2013). *Categorical data analysis* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Al-Faryan, M. A. S. (2024). Agency theory, corporate governance and corruption: An integrative literature review approach. *Cogent Social Sciences, 10*(1), Article 2337893. https://doi.org/10.1080/23311886.2024.2337893

Anshori, S., Hapsari, D. A., & Giri, E. F. (2023). Pengaruh kepemilikan asing, kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen yang dimoderasi oleh tingkat leverage. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi, 21*(2), 318–335. https://doi.org/10.30595/kompartemen.v21i2.17981

Bisnis.com. (2025, 14 Januari). *Kisi-kisi emiten konglomerat royal bagi dividen 2025, ada INDF hingga PGAS*. https://market.bisnis.com/read/20250114/192/1831530/kisi-kisi-emiten-konglomerat-royal-bagi-dividen-2025-ada-indf-hingga-pgas

Boshnak, H. A. (2023). The impact of board composition and ownership structure on dividend payout policy: Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Emerging Markets, 18*(9), 3178–3200. https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2021-0791

Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review, 74*(4), 650–659. https://www.jstor.org/stable/1805130

Farooq, M., Al-Jabri, Q., Khan, M. T., Ali Ansari, M. A., & Tariq, R. B. (2024). The impact of corporate governance and firm-specific characteristics on dividend policy: An emerging market case. *Asia-Pacific Journal of Business Administration, 16*(3), 504–529. https://doi.org/10.1108/APJBA-01-2022-0007

Field, A. (2018). *Discovering statistics using IBM SPSS Statistics* (5th ed.). SAGE Publications.

Firth, D. (1993). Bias reduction of maximum likelihood estimates. *Biometrika, 80*(1), 27–38. https://doi.org/10.1093/biomet/80.1.27

Ghozali, I. (2019). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25* (Edisi ke-9). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Hosmer, D. W., Lemeshow, S., & Sturdivant, R. X. (2013). *Applied logistic regression* (3rd ed.). John Wiley & Sons. https://doi.org/10.1002/9781118548387

Indriantoro, N., & Supomo, B. (2014). *Metodologi penelitian bisnis untuk akuntansi dan manajemen*. BPFE.

Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27*(2), 247–263. https://doi.org/10.2307/2331370

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review, 76*(2), 323–329. https://www.jstor.org/stable/1818789

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Khan, A. (2022). Ownership structure, board characteristics and dividend policy: Evidence from Turkey. *Corporate Governance, 22*(2), 340–363. https://doi.org/10.1108/CG-04-2021-0129

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. *American Economic Review, 46*(2), 97–113. https://www.jstor.org/stable/1910664

Menard, S. (2010). *Logistic regression: From introductory to advanced concepts and applications*. SAGE Publications.

Nguyen, T., & Li, H. (2020). Dividend policy and institutional holdings: Evidence from Australia. *International Journal of Financial Studies, 8*(1), Article 12, 1–14. https://doi.org/10.3390/ijfs8010012

Nityakanti, P. (2025, 15 Januari). *Menilik prospek kinerja emiten berdividen tinggi di tahun 2025*. Kontan. https://investasi.kontan.co.id/news/menilik-prospek-kinerja-emiten-berdividen-tinggi-di-tahun-2025

Peduzzi, P., Concato, J., Kemper, E., Holford, T. R., & Feinstein, A. R. (1996). A simulation study of the number of events per variable in logistic regression analysis. *Journal of Clinical Epidemiology, 49*(12), 1373–1379. https://doi.org/10.1016/S0895-4356(96)00236-3

Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies,*

22(1), 435–480. https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053

Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *American Economic Review, 63*(2), 134–139. https://www.jstor.org/stable/1817064

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. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance, 52*(2), 737–783. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x

Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance, 8*(2), 105–122. https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00030-X

Sugiyono. (2017). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.

Tatinting, M., Wullur, M., & Tumiwa, J. R. (2025). Pengaruh institutional ownership, leverage, dan liquidity terhadap kebijakan dividen perusahaan indeks LQ45 sektor non-keuangan periode 2019–2024. *Jurnal EMBA, 13*(3), 678–696. https://doi.org/10.35794/emba.v13i03.63705

The jamovi project. (2025). *jamovi (Version 2.7) [Computer software]*. https://www.jamovi.org