

**PENGARUH VARIASI BOARD DAN KEPEMILIKAN TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT* PADA PERUSAHAAN SEKTOR PERTANIAN YANG TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA**

**YANITA
MARFIYANTI**

Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Mulawarman

Email : yanitalink@gmail.com

ABSTRAK

Yanita Marfiyanti, 2017. **Pengaruh Variasi Board dan Kepemilikan Terhadap *Dividend Payout* Pada Perusahaan Sektor Pertanian yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**. Penelitian ini dibawah bimbingan Ibu Dr. Justina Ade Judiarni, SE.,M.Si selaku pembimbing I dan Bapak Rizky Yudarrudin, SE., MM selaku pembimbing II.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh jumlah direksi, direktur perempuan dan kepemilikan institusional terhadap *dividend payout*. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 14 perusahaan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*.

Alat analisis yang digunakan untuk penelitian ini adalah Analisis Statistik Deskriptif, Regresi Data Panel, Uji Asumsi Klasik dan Uji Hipotesis. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hasil uji hipotesis menunjukkan jumlah direksi berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout*. Direktur perempuan menunjukkan negatif tidak signifikan terhadap *dividend payout*. Dan kepemilikan institusional negatif signifikan terhadap *dividend payout*.

Kata Kunci : Jumlah Direksi, Direktur Perempuan, Kepemilikan Institusional.

ABSTRACT

Yanita Marfiyanti, 2017. ***Impact of Board Variations and Ownership on Dividend Payout in Agricultural Sector Companies Listed on Indonesian Stock Exchange***. This study under the guidance of Mrs. Dr. Justina Ade Judiarni and Mr. Rizky Yudarrudin, SE., MM.

This study aims to determine the effect of the number of directors, female directors and institutional ownership of dividend payout. The data used are secondary data obtained from the financial statements of agricultural enterprises listed on the Indonesia Stock Exchange in 2011-2015. The sample used in this study is 14 companies by using purposive sampling technique.

Analyzer used for this study is Descriptive Statistic Analysis, Panel Data Regression, Classical Assumption Test and Hypothesis Test. The results of this study indicate that the results of hypothesis testing shows the number of directors have a significant positive effect on dividend payout. Female directors show an insignificant negative to dividend payout. And significant negative institutional ownership of dividend payout.

Keywords : Dividend Payout, Board Size, Female Director, Institutional Ownership.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pembayaran dividen adalah salah satu kunci teka-teki perilaku keuangan perusahaan yang belum terselesaikan. Sedangkan perusahaan akan memperhatikan membayar dividen di bawah kondisi Miller & Modigliani (1961), pertimbangan pajak dapat memiringkan kasus terhadap mempertahankan daripada mendistribusikan keuntungan. Teka-teki muncul sebagai membayar dividen perusahaan ketika pertimbangan pajak menyarankan bahwa pemegang saham mereka akan lebih baik jika mereka tidak membayar dividen. Ini telah terjadi secara historis di Amerika Serikat. Diperdebatkan, biaya transaksi (untuk perdagangan ekuitas), masalah keagenan dan model signaling memberikan kasus untuk pembayaran dividen, tetapi Easterbrook (1984) mencatat bahwa “bisnis menemukan dividen jelas”, sedangkan “ekonom menemukan dividen misterius”.

Pertanian merupakan salah satu sektor perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Salah satu perusahaan yang merupakan sampel dalam penelitian ini yaitu PT BISI International Tbk menyelenggarakan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) yang menghasilkan keputusan pembagian dividen tunai sebesar 78,54 persen dari laba bersih tahun 2016. Julianto (2017) menyampaikan bahwa Sepanjang tahun 2016 BISI membukukan penjualan Rp 1,85 triliun, naik 28,8 persen dibandingkan tahun 2015 sebesar Rp 1,44 triliun. Perseroan juga berhasil mencatat pertumbuhan laba bersih sebesar 27,4 persen di tahun 2016 menjadi Rp 336 miliar dibandingkan Rp 265 miliar di tahun 2015. Dividen yang diberikan sebesar Rp 264 miliar atau setara Rp 88 setiap sahamnya.

Adanya perempuan dalam struktur manajemen puncak perusahaan diharapkan mampu memberikan keseimbangan dalam perusahaan. Peranan perempuan dalam dunia kerja tak bisa dipandang sebelah mata. Terlebih saat ini sudah banyak perusahaan yang membuka kesempatan bagi kaum hawa, bahkan diantaranya menjabat posisi strategis. Berdasarkan

Haryanto (2017) sebuah riset telah dilakukan oleh sebuah platform komunitas online soal informasi kerja, Jobplanet. Mereka melakukan riset terhitung sejak Januari 2016 hingga Maret 2017 melalui survei terhadap 55 ribu koresponden perempuan berusia antara 21-25 tahun yang juga pengguna Jobplanet. Hasilnya dari survei dan riset Jobplanet ini memunculkan lima industri yang paling banyak menyerap tenaga kerja wanita, yakni manufaktur (25,47%), perbankan dan keuangan (17,80%), pelayanan (13,27%), ritel dan distribusi (12,19%), serta teknologi informasi atau TI (10,68%).

Tujuan Penelitian

Penulis mengkaji mengenai penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut :

- 1) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh positif Jumlah Direksi terhadap *Dividend Payout* pada Perusahaan Sektor Pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.
- 2) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh positif Direktur Perempuan terhadap *Dividend Payout* pada Perusahaan Sektor Pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.
- 3) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh positif Kepemilikan Institusional terhadap *Dividend Payout* pada Perusahaan Sektor Pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Kebijakan Dividen (*Dividend Irrelevance Theory*)

Setelah memunculkan teori struktur modal, Modigliani & Miller (1961) mengemukakan teori tentang kebijakan dividen yang juga berkesimpulan bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Teori ini mengusulkan bahwa pasar modal dimana terdapat ketidaksempurnaan seperti

pajak, biaya transaksi, informasi asimetris dan biaya keagenan, kebijakan dividen dari perusahaan ini tidak relevan untuk nilai pasar saham. Hal ini karena menyiratkan bahwa manajer keuangan tidak dapat mengubah nilai perusahaan mereka dengan mengubah kebijakan dividen mereka. Mereka menunjukkan bahwa nilai perusahaan ditingkatkan dengan berinvestasi dalam aset produktif dan bukan dengan cara di mana pendapatan didistribusikan kepada pemegang saham (Stulz, 2000). Menurut teori mereka, karena itu kebijakan dividen tidak relevan dan investor yang rasional tidak memiliki preferensi antara dividen dan keuntungan.

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Konsep asli dari masalah keagenan diprakarsai oleh (Berle & Means, 1932). Para penulis ditujukan konsep teori keagenan dan diterapkan dalam perusahaan besar. Hal tersebut menjadi populer di kalangan peneliti selama tahun 1960-an dan awal 1970-an yang mengatasi masalah berbagi risiko antara dua pihak yang memiliki persepsi berbeda pada risiko (Eisenhardt, 1988). Masalah utama yang dibesarkan di teori keagenan adalah perbedaan penting antara principal (pemilik) dan agen (manajer). Menurut teori ini, perbedaan ini dapat diminimalisasi dengan memberikan insentif yang tepat kepada agen dan untuk memantau setiap tindakan yang dibuat oleh agen (Jensen & Meckling, 1976). Teori keagenan telah banyak digunakan di bidang ekonomi, keuangan, pemasaran, ilmu politik, perilaku organisasi dan sosiologi.

Dividend Payout

Pembayaran dividen (*Dividend Payout*) mengacu pada proporsi dari total keuntungan yang dibayarkan kepada para pemegang saham biasa sebagai dividen. Pembayaran dividen adalah jumlah dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham perusahaan. Frankfurter *et al.* (2003) Dividen umumnya didefinisikan sebagai distribusi pendapatan (lampau atau

sekarang) aset nyata antara para pemegang saham perusahaan sebanding dengan kepemilikan mereka. Ada tiga bagian dari definisi ini, yang pertama adalah bahwa dividen dapat didistribusikan hanya dari penghasilan dan bukan dari sumber ekuitas lain. Kedua, adalah bahwa dividen harus dalam bentuk aset yang nyata. Bagian ketiga dari definisi menyatakan bahwa semua pemegang saham membagikan dalam bentuk dividen relatif terhadap kepemilikan mereka di perusahaan. Bagian dari definisi ini, meskipun egaliter, menyumbang apa (dalam keadaan tertentu) yang paling tidak diinginkan karakteristik dividen.

Jumlah Direksi (*Board Size*)

Jumlah Direksi mengacu pada jumlah direksi di jajaran dewan direksi. Ini adalah faktor penting untuk menentukan efektivitas direktur. Efektivitas dewan direksi dapat ditingkatkan dengan peningkatan jumlah direksi perusahaan karena menyediakan dukungan pengelolaan dalam mengurangi biaya agen yang mengakibatkan manajemen miskin (Jensen & Meckling, 1976). Demikian pula, Jensen (1993) berpendapat bahwa untuk dewan direksi berfungsi secara efektif, jumlah minimum anggota tidak boleh kurang dari delapan. Ini adalah karena dewan dengan sejumlah kecil direksi lebih mungkin untuk memutuskan hasil tertentu.

Direktur Perempuan (*Female Director*)

Direktur perempuan didefinisikan sebagai jumlah perempuan di dewan direksi yang bekerja untuk mengukur kehadiran perempuan di jajaran dewan direksi. Sebagian besar literatur keuangan membahas studi tentang isu-isu gender yang berfokus pada efek dari direktur perempuan pada nilai kinerja perusahaan Ahern & Dittmart (2012); Dezso & Ross (2012); Matsa & Miller (2013) dan mengambil risiko (Faccio *et al.*, 2016). Partisipasi perempuan dalam dewan perusahaan dapat membantu menghindari proyek yang terlalu berisiko karena perempuan umumnya lebih menghindari risiko (*risk averse*) dibandingkan pria (Byrnes *et al.*,

1999). Mereka juga kemungkinan besar mempekerjakan eksekutif puncak perempuan tetapi kecil kemungkinan untuk berhemat tenaga kerja (Matsa & Miller, 2013).

Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai persentase saham yang dipegang oleh semua investor institusional. Persentase saham yang diselenggarakan oleh institusi-institusi, bisa memiliki tanda negatif atau positif, tergantung pada besar-blok pemegang saham individu dan investor institusi yang melayani sebagai pengganti dividen atau apakah mereka pada dasarnya investor pasif karena *free-rider* dan pertimbangan preferensi dividen. Khan (2006); Wen & Jia (2010); Thanatawee (2013) kontrol untuk kepemilikan institusional. Chen *et al.* (1998) menyatakan bahwa kepemilikan institusional akan mengurangi masalah keagenan karena pemegang saham institusional akan membantu mengawasi perusahaan sehingga manajemen tidak akan bertindak merugikan pemegang saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif, data yang digunakan berupa angka dan dapat ditafsirkan semua orang. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor Pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015. Jumlah populasi dalam penelitian adalah 16 perusahaan sektor Pertanian. Untuk menentukan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*. Berdasarkan hasil penyaringan sampel diperoleh sampel sebanyak 14 perusahaan. Sumber data dari penelitian ini berdasarkan website yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.go.id alat analisis dalam penelitian ini menggunakan Regresi Data Panel dengan menggunakan alat bantu aplikasi *E-Views* versi 8.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil output dalam penelitian ini dengan menggunakan Regresi Data Panel yang dibantu dengan aplikasi *E-Views* 8

Tabel Hasil Analisis Regresi Data Panel Pada Variabel *Dividend Payout* (DPR), Jumlah Direksi (DIR), Direktur Perempuan (FDIR) dan Kepemilikan Institusional (OWNINT)

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t-hitung	Prob.	Arah	Ket.
DPR (PLS)	Konstanta	6.959405	1.554766	0.1248		
	DIR	2.492300	3.238013	0.0019	(+)	Signifikan
	FDIR	-7.566651	-1.602824	0.1137	(-)	Tidak Signifikan
	OWNINT	-0.095693	-3.511685	0.0008	(-)	Signifikan
R-Square		0.099401				
Adjust Rsquare		0.058464				
F-Statistik		2.428179				
F Signifikan		0.073137				

Berdasarkan hasil output uji Chow dari alat bantu Eviews diperoleh hasil bahwa nilai F test tidak signifikan yaitu sebesar 0,5046 dan nilai Chi-square juga tidak signifikan yaitu sebesar 0,3232 yang lebih besar dari 0,05. Ini berarti bahwa hipotesis null diterima, sehingga metode *Pooled OLS Method* (PLS) lebih baik dibandingkan *Fixed Effect* (FEM). Dengan demikian dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi dengan metode *Pooled OLS Method* (PLS). Adapun model dari penelitian ini menggunakan *Pooled OLS Method* (PLS) sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 6,959405 + 2,492300\text{DIR} - 7,566651\text{FDIR} - 0,095693\text{OWNINT}$$

PEMBAHASAN

Pengaruh Jumlah Direksi Terhadap *Dividend Payout*

Berdasarkan hasil regresi dari *Pooled OLS Method* (PLS), diperoleh hasil bahwa jumlah direksi berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout* pada perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di BEI. Secara teoritis hasil ini mendukung teori yang menyatakan

bahwa semakin tinggi jumlah direktur di suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham.

Hal ini terjadi karena semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk mendapatkan sumber dana internal dalam rangka mengadakan re-investasi di periode selanjutnya, sehingga dalam jangka panjang akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini tidak diinginkan oleh para dewan direksi, sehingga direksi lebih mementingkan perusahaan dibandingkan membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Teori ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mansourinia *et al.* (2013), Sakr (2016) dan Odeleye (2017).

Hasil penelitian positif signifikan ini berarti jumlah direksi mampu mengurangi konflik kepentingan yang timbul dari hubungan keagenan antara manajemen dengan pemegang saham. Oleh karena itu, direktur perlu memberikan kontribusi yang besar agar tercipta manajemen yang baik pada perusahaan. Dan dalam kondisi perusahaan yang sudah efektif dan efisien, perusahaan harus mampu menjaga dividen agar terus meningkat dengan cara memotivasi para pemegang saham untuk terus melanjutkan investasi.

Pengaruh Direktur Perempuan Terhadap *Dividend Payout*

Setelah dilakukan regresi dengan *Pooled OLS Method* (PLS), diperoleh hasil bahwa nilai direktur perempuan negatif tidak signifikan terhadap *dividend payout* pada perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di BEI. Secara teoritis hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wellalage *et al.* (2014) dan Chen *et al.* (2017), yang menyatakan bahwa direktur perempuan lebih mungkin untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi sebagai perangkat tata kelola perusahaan.

Hal ini terjadi karena perusahaan dengan direktur perempuan bagaimanapun menghabiskan lebih banyak pada penelitian dan pengembangan (R&D). Mereka juga

mengambil sedikit sumber pendanaan yang berasal dari utang dan lebih umumnya meminimalisir risiko pembiayaan dan pilihan investasi. Sehingga para direktur perempuan umumnya tidak berani mengambil risiko untuk melakukan pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Penelitian ini menunjukkan proporsi perempuan dalam dewan direksi dapat mengurangi tingkat pembagian dividen. Selain itu, semakin lama direktur perempuan menjabat juga dapat berdampak negatif terhadap pembagian dividen.

Oleh karena itu, direktur perempuan perlu memberikan kontribusi yang lebih besar agar tercipta manajemen pada perusahaan yang lebih baik lagi kedepannya. Seharusnya direktur perempuan tidak perlu takut untuk mengambil risiko dalam hal pembagian dividen kepada para pemegang saham, serta bukan hanya berfokus pada penelitian dan pengembangan (R&D). Sehingga perempuan dianggap layak berada dalam jajaran dewan direksi di suatu tata kelola perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap *Dividend Payout*

Berdasarkan hasil regresi dari *Pooled OLS Method* (PLS), diperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional negatif signifikan terhadap *dividend payout*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mancinelli & Ozkan (2006) dan Harada & Nguyen (2011). Secara teoritis penelitian ini tidak mendukung teori yang menyatakan bahwa tingkat kepemilikan institusional yang tinggi berdampak pada semakin baiknya kinerja manajemen guna meningkatkan laba perusahaan.

Hal tersebut berdampak langsung pada meningkatnya *dividend payout* yang juga akan berdampak pada peningkatan kemakmuran dari pemegang saham. Kepemilikan institusional akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen pada perusahaan sehingga akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan. Kenaikan keuntungan ini akan berdampak pada peningkatan kebijakan dividen. Dengan adanya dividen

yang tinggi maka akan mengurangi biaya yang disebut dengan *agency cost*. Hasil tersebut didukung oleh penelitian Chen *et al.* (1998).

Oleh karena itu, kepemilikan institusional perlu memberikan kontribusi yang lebih besar agar dapat terus meningkatkan pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajemen perusahaan sehingga berdampak pada peningkatan kebijakan dividen agar dapat mengurangi *agency cost*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Setelah melihat hasil analisis, data dan pembahasan terhadap perusahaan sektor Pertanian tahun 2011-2015 maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

- 1). Hasil pengujian menunjukkan bahwa jumlah direksi positif signifikan terhadap *dividend payout* pada perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan hipotesis yang dikemukakan bahwa jumlah direksi berpengaruh positif terhadap *dividend payout*. Hasil positif signifikan ini berarti jumlah direksi mampu mengurangi konflik kepentingan yang timbul dari hubungan keagenan antara manajemen dengan pemegang saham.
- 2). Hasil bahwa direktur perempuan negatif tidak signifikan terhadap *dividend payout* menunjukkan bahwa perusahaan dengan direktur perempuan menghabiskan lebih banyak pada penelitian dan pengembangan (R&D). Mereka juga mengambil sedikit sumber pendanaan yang berasal dari utang dan lebih umumnya meminimalisir risiko pembiayaan dan pilihan investasi. Sehingga para direktur perempuan umumnya tidak berani mengambil risiko untuk melakukan pembayaran dividen kepada para pemegang saham.
- 3). Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional negatif signifikan terhadap *dividend payout*. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori yang menyatakan bahwa tingkat kepemilikan institusional yang tinggi berdampak pada semakin baiknya

kinerja manajemen guna meningkatkan laba perusahaan, yang berdampak langsung pada meningkatnya *dividend payout* yang juga akan berdampak pada peningkatan kemakmuran dari pemegang saham.

Setelah melakukan analisis pada penelitian ini ada beberapa saran yang dapat digunakan sebagai bahan informasi dan masukan sebagai bahan pertimbangan, yaitu sebagai berikut :

- 1). Perusahaan seharusnya meningkatkan efektivitas direktur karena dewan direksi yang berfungsi secara efektif dapat mempengaruhi pembayaran dividen. Dan dalam kondisi perusahaan yang sudah efektif dan efisien, perusahaan harus mampu menjaga dividen agar terus meningkat dengan cara memotivasi para pemegang saham untuk terus melanjutkan investasi.
- 2). Seharusnya direktur perempuan tidak perlu takut untuk mengambil risiko dalam hal pembagian dividen kepada para pemegang saham, serta bukan hanya berfokus pada penelitian dan pengembangan (R&D). Sehingga perempuan dianggap layak berada dalam jajaran dewan direksi di suatu tata kelola perusahaan.
- 3). Kepemilikan institusional perlu memberikan kontribusi yang lebih besar agar dapat terus meningkatkan pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajemen perusahaan sehingga berdampak pada peningkatan kebijakan dividen agar dapat mengurangi *agency cost*.
- 4) Peneliti selanjutnya sebaiknya menambah variabel baru yang mempengaruhi kebijakan dividen dan menggunakan sampel yang lebih besar mengingat perkembangan pasar modal di Indonesia.

REFERENSI

- Adam, R.B., & Ferreira, D. 2009. Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2), 291- 309.
- Admati, A.R. & Pfleiderer, P. 2009, the “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice. *Review of Financial Studies*, 22 (7), 2645- 2685.
- Admati, A.R., Pfleiderer, P., & Zechner, J. 1994. Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*, 102 (6), 1097-1130.
- Ahern, K., & Dittmar, A. 2012. The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation. *Quarterly Journal of Economics*, 127 (1), 137-197.
- Alexander, C., Chen, M., Seppi, D., & Spatt, C. 2010. Interim News and the Role of Proxy-Voting Advice. *Review of Financial Studies*, 23 (12), 4419-4454.
- Allen, F. & Michaely, R. 1995, “Dividend Policy”, *Handbooks in Operation Research and Management Science*, 9, 793-837.
- Amidu, M. & Abor, J. 2006. Determinants of Dividend Payout Ratios in China. *The Journal of Risk Finance*, 7 (2), 136-145.
- Amran, N.A. 2011. Corporate Governance Mechanisms and Company Performance: Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Papers*, 7 (6), 101-114.
- Berle, A.A., & Means, G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property* Transaction. Publisher: New Brunswick.
- Bokpin, G. A. 2011. Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Performance on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Applied Accounting Research*, 12 (1), 61-73.
- Bruce, A., Buck, T., & Main, B.G.M. 2005. Top Executive Remuneration: A View from Europe. *Journal of Management Studies*, 42 (7), 1493-1506.
- Byrnes, James, David C. Miller, and William D. Schafer 1999. Gender Differences in Risk Taking: A Meta-Analysis. *Psychological Bulletin*, 125, 367-383.
- Campbell, K., & Minguez-Vera, A. 2008. Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83 (3), 435-451.
- Catalyst. 2007. *Women on Corporate Boards: Corporate Performance and Women’s Representation on Board*. New York: Catalyst.
- Chang, K., Kang, E., & Li, Y. 2014. The Impact of Institutional Ownership on Dividends- An Agency Theory Based Analysis. *Journal of Business Research*, 69 (7), 1-31.
- Chen, C.R., Steiner, T.L., & Whyte A.M. 1998. Risk-Taking Behavior and Management Ownership in Depository Institutions. *Journal of Financial Research*. 21 (1), 1-16.
- Chen, J., Leung, W.S., & Goergen, M. 2017. The Impact of Board Gender Composition on Dividend Payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86- 105.
- Crane, A.D., Michenaud, S., & Weston, J.P. 2016. The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds. *Review of Financial Studies*, 29 (6), 1377-1408.

- 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.
- Dezso, C., & Ross, D. 2012. Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance? A Panel Data Investigation. *Strategic Management Journal*, 33 (9), 1072-1089.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74 (4), 650-659.
- Edmans, A. 2009. Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia. *Journal of Finance*, 64 (6), 2481-2513.
- Eisenhardt, K.M. 1988. Agency and Institutional Theory Explanations: The Case of Retail Sales Compensation. *Academy and Public* 22, 325-345.
- Elston, J.A., Hofler, R., & Lee J. 2004. Dividend Policy and Institutional Ownership: Empirical Evidence using a Propensity Score Matching Estimator. *Papers on Entrepreneurship, Growth and Public Policy*, 1-32.
- Erhardt, N.L., Werbel, J.D., & Shrader, C.B. 2003. Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (2), 102-111.
- Faccio, M., Marchica, M.T., & Mura, R. 2016. Ceo Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation. *Journal of Corporate Finance*. 39, 193–209.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Ferdinand, Augusty. 2014. *Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Tesis, dan Disertasi Ilmu Ekonomi*, Edisi Kelima. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Frankfurter, G.M., Wood, B.G., & Wansley, J. 2003. *Dividend Policy Theory and Practice*. Academic Press. London.
- Frankfurter, George M., & Wood, B.G. 2002. Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests. *International Review of Financial Analysis*, 11 (2), 111-138.
- Fumey, A. & Doku, I. 2013. Dividend Payout Ratio in Ghana: Does the Pecking Order Theory Hold Good? *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, 2 (2), 616-637.
- Graham, B., & Dodd, D.L. 1934. *Security Analysis: Principles and Technique*. United States of America. The McGraw-Hill Companies.
- Gunawan, M.A. 2013. *Statistik untuk Penelitian Pendidikan, Cetakan Pertama*. Parama Publishing. Yogyakarta.
- Hambrick, D.C., Cho, T.S., & Chen, M.J. 1996. The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves. *Administrative Science Quarterly*, 41 (4), 659-684.
- Hamzah, A.H., & Zulkafli, A.H. 2014. Board Diversity and Corporate Expropriation. *Social*

and Behavioral Sciences, 164, 562-568.

- Harada, K., & Nguyen, P. 2011. Ownership Conception and Dividend Policy in Japan. *Managerial Finance*, 37 (4), 362–419.
- Haryanto, Agus T. 2017. Sederet Bidang Profesi yang Ramah Perempuan di Indonesia. https://inet.detik.com/cyberlife/d-3481382/sederet-bidang-profesi-yang-ramah-perempuan-di-indonesia?_ga=1.264149647.249424370.1493174200, diakses tanggal 27 April 2017.
- Haye, E. 2014. “Dividend Policy and Agency Effects: A Look at Financial Firms”. *International Journal of Economics and Finance*, 6 (2), 8-18.
- Hu, A., & Kumar, P. 2004. Managerial Entrenchment and Payout Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (4), 759–790.
- Hussain, A., & Khan, A. 2014. The Impact of Institutional Ownership on Dividend Policy in Pakistan. *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*, 4 (8S), 339-350.
- Ikunda, C., Muir, M. & Kamau, S.M. 2016. The Impact of Corporate Governance on Dividend Payout of Manufacturing Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange. *Journal of Finance and Accounting*, 4 (5), 254-26.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, M.C. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.
- 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.
- Jianakoplos, N.A. & Bernasek, A. 1998. Are Women More Risk Averse?. *Economic Inquiry*, 36 (4), 620-630.
- Joshi, A., Liao, H., & Jackson, S.E. 2006. Cross-Level Effects of Workplace Diversity on Sales Performance and Pay. *Academy of Management Journal*, 49 (3), 459-481.
- Juanda, Bambang dan Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu Teori dan Aplikasi*, Bogor: IPB Press.
- Julianto, P.A. 2017. BISI International Sebar Dividen Rp 264 Miliar. <http://ekonomi.kompas.com/read/2017/06/01/150000926/bisi.international.sebar.dividen.rp.264.miliar>, diakses tanggal 21 November 2017.
- Khan, T. 2006. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. *The Economic Journal*, 116 (510), 172–189.
- Khan, W. & Ashraf, N. 2014. In Pakistani Service Industry: Dividend Payout Ratio as Function of some Factors. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4 (1), 390-396.
- Kim, S., & Lee, E. 2008. Corporate Governance and Dividend Policy under, External Financing Constraints and Agency Problems. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37 (5), 949-981.
- Klein, A. 2002. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), 375-400.

- Maher, M. & Anderson, T. 1999. Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. *Organisation for Economic Cooperation and Development*, 1-51.
- Mancinelli, L., & Ozkan, A. 2006. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *European Journal of Finance*, 12 (3), 265–282.
- Mansourinia E., Emamgholipour, M., Rekabdarkolaei, E.A., & Hozoori, M. 2013. The Effect of Board Size, Board Independence and CEO Duality on Dividend Policy of Companies: Evidence from Tehran Stock Exchange”. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2 (6), 237-241.
- Matsa, D.A., & Miller, A.R. 2013. A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from quotas. *American Economic Journal Applied Economics*, 5 (3), 136-169.
- Miller, M.H., & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Miller, T., & Triana, M.D.C. 2009. Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity-Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies*. 46 (5), 755-786.
- Odeleye, A.T. 2017. Quality of Corporate Governance on Dividend Payouts: The Case of Nigeria. *African Development Bank Group*, (250), 1-33.
- Richard, O.C., Barnett, T., Dwyer, S., & Chadwick, K. 2004. Cultural Diversity in Management, Firm Performance, and the Moderating Role Of Entrepreneurial Orientation Dimensions. *Academy of Management Journal*, 47 (2), 255-266.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. 2002. Corporate Finance (6th Ed.). McGraw- Hill Companies.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio. *Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-259.
- Ruigrok, W., Peck, S., & Tacheva, S. 2007. Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate Governance an International Review*, 15 (4), 546-557.
- Sakr, A., Gawad, H.A. & Soliman, M.M. 2016. The Effect of Corporate Governance on Corporate Payout Policy on Egyptian Firms. *The Business and Management Review*, 7 (2), 102-112.
- Sani, A.A., & Musa, A. M. 2017. Corporate Board Attributes and Dividend Payout Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria. *International Journal of Research in IT, Management and Engineering*, 7 (1), 7-13.
- Shisia, A., Sang W., Sirma K., & Maundu C.N. 2014. Assessment of Dividend Policy on Financial Performance of Telecommunication Companies Quoted at The Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 2 (10), 1-21.
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.
- Short, H., Zhang, H. & Keasey, K. 2002. The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8 (2), 105-122.

- Stulz, R.M. 2000. Merton Miller and modern finance. *Financial Management*, 29 (4), 119-131.
- Sugiyono. 2013. Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan (Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D). Alfabeta, Bandung.
- Sukmadinata, N.S. 2010. *Metode Penelitian Pendidikan*, Cetakan Keenam. Remaja Rosdakarya. Bandung.
- Thanatawee, Y. 2013. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5 (1), 121–132.
- Ullah, H., Fida, A., & Khan, S. 2012. The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 3 (9), 298-307.
- Wellalage N.H., Fouzi, F., Wang, G., & Basyith, A. 2014. Corporate Governance and Cash Dividend Policy: Evidence from Chinese IPOs. *Malaysian Accounting Review*, 13 (1), 109-128.
- Wen, Y., & Jia, J. 2010. Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividend Policy in Bank Holding Companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2 (1), 9–22.
- Yudaruddin, Rizky. 2014. *Statistik Ekonomi Aplikasi dengan Program SPSS Versi 20*. Inteperna. Yogyakarta