

Journal of Accounting & Management Research

Pengaruh Kualitas Laporan Keuangan, Konservatisme Akuntansi dan Struktur Modal terhadap Efisiensi Investasi
Santi Yopie

Good University Governance* sebagai Implementasi Perspektif *New Public Management* Menuju *International Quality Standard
R.A. Widyanti Diah Lestari

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Johny Budiman

Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan dan Karakteristik Perusahaan terhadap Rasio Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Membayar Dividen yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Ernawati

Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Opini Audit Kelangsung Hidup Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Natalis Christian

Pengaruh *Corporate Governance*, Konservatisme, Kontrak Hutang dan Profitabilitas terhadap Manajemen Laba
Iskandar Itan

Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Deliany

Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan dan Struktur Kepemilikan terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI
Mardianto



ANALISIS PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN DAN KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN YANG MEMBAYAR DIVIDEN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Ernawati
Fakultas Ekonomi
Universitas Internasional Batam

ABSTRAKSI

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh tata kelola perusahaan yang diukur dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan individual, komisaris independen, ukuran dewan dan karakteristik perusahaan yang diukur dengan arus kas operasi, arus kas bebas, pertumbuhan perusahaan 1, dan pertumbuhan perusahaan 2 terhadap rasio pembayaran dividen dengan profitabilitas, rasio hutang, dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Penelitian menggunakan laporan keuangan perusahaan yang membayar dividen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011 hingga 2015.

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah dengan cara *purposive sampling* dan sebanyak 126 perusahaan atau sebanyak 630 data observasi yang digunakan dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan metode regresi panel untuk menganalisis pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap satu variabel dependen yang diukur dengan skala rasio. Data dianalisa dengan menggunakan program *evIEWS* versi 8.

Hasil penelitian menunjukkan ukuran dewan, arus kas operasi, arus kas bebas, dan pertumbuhan perusahaan 2 berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Sedangkan kepemilikan manajerial, kepemilikan individual, komisaris independen, dan pertumbuhan perusahaan 1 tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Kata Kunci: rasio pembayaran dividen, kebijakan dividen, tata kelola perusahaan, karakteristik perusahaan

PENDAHULUAN

Proses pengambilan keputusan pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen dapat menimbulkan masalah agensi dimana adanya perselisihan antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Untuk mengatasi masalah keagenan, dapat digunakan faktor tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan dapat dilihat dari sisi karakteristik dewan, yaitu jumlah dewan direksi dan komisaris independen dimana dewan perusahaan berperan penting dalam memantau dan menertibkan manajemen sedangkan komisaris independen diperlukan karena pengetahuan dan pengalaman mereka yang luas, serta sifat independen mereka dari manajemen (Farinha, 2003).

Selain karakteristik dewan, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa biaya agensi dapat dikurangi jika pihak internal meningkatkan kepemilikan mereka atas saham perusahaan, karena hal ini akan menyelaraskan kepentingan mereka sebagai manajemen dan sekaligus juga pemegang saham, pemilik kepentingan utama perusahaan. Namun di lain sisi, kepemilikan utama oleh manajemen akan meningkatkan konflik kepentingan antara pihak internal dan eksternal, pihak manajemen akan mengakumulasi dana dibawah kontrol mereka dengan menghapus atau mengurangi pembayaran dividen.

Dari sisi finansial dan likuiditas perusahaan, arus kas dan kesempatan pertumbuhan perusahaan juga memberikan pengaruh kepada manajemen untuk menetapkan jumlah pembayaran dividen perusahaan. Menurut Jensen (1986), berdasarkan hipotesis arus kas bebas, perusahaan akan menggunakan sumber kas yang diperoleh untuk dilakukan investasi dalam proyek yang menguntungkan dan pembayaran dividen diambil dari sisa dana tersebut.

Jumlah arus kas bebas yang tersedia dalam perusahaan tergantung kepada kebutuhan pengeluaran modal yang diperlukan dalam pembiayaan pertumbuhan perusahaan. Umumnya perusahaan yang berada dalam tahap pertumbuhan dengan kesempatan investasi

yang besar cenderung memiliki jumlah arus kas yang kecil sehingga akan menurunkan pembayaran dividen. Di sisi lain, jika perusahaan berada pada tahap kedewasaan dengan kesempatan investasi yang kecil akan memiliki jumlah arus kas yang besar serta meningkatkan pembayaran dividen (Thanatawee, 2011).

Adapun permasalahan penelitian yang dapat dirumuskan berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas adalah sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan manajerial mempengaruhi rasio pembayaran dividen?
2. Apakah kepemilikan individual mempengaruhi rasio pembayaran dividen?
3. Apakah komisaris independen mempengaruhi rasio pembayaran dividen?
4. Apakah ukuran dewan mempengaruhi rasio pembayaran dividen?
5. Apakah arus kas operasi mempengaruhi rasio pembayaran dividen?
6. Apakah arus kas bebas mempengaruhi rasio pembayaran dividen?
7. Apakah pertumbuhan perusahaan 1 mempengaruhi rasio pembayaran dividen?
8. Apakah pertumbuhan perusahaan 2 mempengaruhi rasio pembayaran dividen?

KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Kebijakan Dividen

Badu (2013) menyatakan bahwa dividen kini menjadi sebuah keputusan penting dalam keuangan perusahaan. Dividen adalah distribusi atau pemberian keuntungan kepada pemegang saham. Nilainya ditentukan oleh dewan direksi dan biasanya dibayarkan per kuartal atau per tahun tergantung kebijakan perusahaan. Studi tentang dividen diprovokasi oleh Miller dan Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa dalam pasar modal sempurna, dimana tidak ada perbedaan perpajakan antara dividen dengan *capital gains*, dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen telah diteliti oleh Darling (1957) dengan menggunakan variabel pertumbuhan, tingkat likuiditas, tingkat penyebaran kepemilikan saham, risiko perusahaan, arus masuk, dan arus keluar. Penelitian ini kemudian dikembangkan oleh Al-Najjar dan Hussainey (2009), dan Afza dan Mirza (2010) dengan menambahkan variabel independensi dewan, kepemilikan internal, dan kepemilikan individu.

Rozeff (1982) melakukan penelitian mengenai hubungan dividen dengan dua faktor ketidakefektifan pasar, biaya agensi dari pendanaan eksternal dan biaya transaksi dari pendanaan eksternal tersebut. Variabel yang digunakan dalam penelitian adalah kepemilikan internal, kepemilikan saham biasa, pertumbuhan penjualan perusahaan, dan risiko perusahaan untuk mengukur pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen.

Berdasarkan teori arus kas bebas, Agrawal dan Jayaraman (1994) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen perusahaan dengan menggunakan variabel kepemilikan manajerial, arus kas bebas, rasio hutang, dan pertumbuhan perusahaan. Al-Gharaibeh, Zurigat, dan Al-Harashneh (2013) mengembangkan penelitian ini dengan menambahkan variabel kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan. Penelitian serupa juga dilakukan oleh Thanatawee (2011) dengan mengambil sampel pada perusahaan di Thailand dan menambahkan variabel *life cycle* profitabilitas serta ukuran perusahaan.

Struktur kepemilikan dan kebijakan dividen diteliti oleh Kumar (2003) dengan menggunakan sampel data dari perusahaan di India pada periode 1994-2000. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan direksi, dan kepemilikan asing. Adapun variabel kontrol dalam penelitian ini adalah rasio hutang dan laba tahun berjalan. Shah, Ullah, dan Hasnain (2011) kemudian mengembangkan penelitian serupa dengan menambahkan variabel kepemilikan internal sebagai variabel independen serta variabel kontrol berupa ukuran perusahaan, profitabilitas, dan rasio hutang. Penelitian mengenai struktur kepemilikan dengan dividen ini juga dilakukan oleh Ullah, Fida, dan Khan (2013) dengan variabel serupa namun variabel kontrol yang digunakan adalah arus kas bebas, rasio hutang, ukuran, volatilitas, dan nilai perusahaan.

Penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan dilakukan oleh Uwalomwa, Olamide, dan Francis (2015) dengan menggunakan data dari perusahaan Nigeria dengan menggunakan variabel ukuran dewan, independensi

dewan, dualitas CEO, dan struktur kepemilikan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Yarram dan Dollery (2015) juga melakukan penelitian serupa dengan menggunakan sampel data dari perusahaan Australia. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran dewan, independensi dewan, dualitas CEO, ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, risiko perusahaan, rasio hutang, kas perusahaan, dan arus kas bebas.

METODOLOGI PENELITIAN

Objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011-2015. Data-data yang diambil adalah laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 5 periode akuntansi dari tahun 2011 sampai dengan 2015. Oleh karena itu, bagian waktu dalam penelitian ini adalah studi *time series* yang lebih ditekankan pada data penelitian berupa data rentetan waktu (Indriantoro & Supomo, 2013).

Metode Analisis Data

Sesuai dengan tujuan penelitian, metode analisis data yang akan digunakan adalah analisis regresi panel. Metode ini digunakan karena penelitian bermaksud menyelidiki hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Langkah-langkah analisis data meliputi analisis statistik deskriptif, uji *outlier*, pemilihan model terbaik dengan uji Chow dan uji *Hausman*, uji F, uji t dan pengukuran *goodness of fit model*.

Analisis statistik deskriptif dan uji *outlier* menggunakan perangkat lunak berupa *Statistical Package for The Social Sciences* (SPSS) sedangkan uji Chow, uji *Hasuman*, uji F, uji t, dan pengukuran *goodness of fit model* menggunakan program *E Views* 8.

Hasil Uji Regresi Panel

Uji regresi panel digunakan untuk memilih model penelitian yang terbaik. Dalam pemilihan model antara Pooled Least Squares, Fixed Effect Model dan Random Effect Model, digunakan uji Chow dan uji Hausman sehingga model yang dihasilkan merupakan model yang paling sesuai.

Hasil Uji Chow

Hasil uji ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas dari data yang diuji adalah 0,0000 sehingga model yang digunakan adalah *fixed effect model*. Dengan dikarenakan menggunakan *fixed effect model* maka harus melakukan uji yang lebih lanjut yaitu melakukan uji *Hausman*. Hasil pengujian Chow dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1
Hasil Uji Chow

<i>Effects Test</i>	<i>Prob.</i>	Kesimpulan
<i>Cross-section Chi-square</i>	0,0000	<i>Fixed Effect Model</i>

Sumber: Data sekunder diolah (2016).

Hasil Uji Hausman

Hasil penelitian menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000 yaitu lebih kecil dari 0,05, sehingga model yang digunakan adalah *fixed effect model*. Hasil pengujian *Hausman* dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Uji Hausman

<i>Effects Test</i>	<i>Prob.</i>	<i>Kesimpulan</i>
<i>Cross-section Random</i>	0,0000	<i>Fixed Effect Model</i>

Sumber: Data sekunder diolah (2016).

Hasil Uji Hipotesis

Uji F

Uji F dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan. Berdasarkan hasil regresi Tabel 5, nilai signifikansi 0,0000 menunjukkan hasil lebih kecil daripada 0,05, maka menandakan bahwa variabel independen yang digunakan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Dengan demikian model regresi pada penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksi variabel rasio pembayaran dividen.

Tabel 3
Hasil Uji F – Fixed Effect Model

<i>Variabel Dependen</i>	<i>Sig.</i>	<i>Kesimpulan</i>
Rasio Pembayaran Dividen	0,0000	Signifikan

Sumber: Data sekunder diolah (2016).

Hasil Uji t

Hasil uji t dalam model dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji t – Fixed Effect Model

<i>Variabel</i>	<i>Unstandardized Coefficients (B)</i>	<i>Sig.</i>	<i>Kesimpulan</i>	<i>Hipotesis</i>
(Constant)	0,179541	0,8697		
Kepemilikan Manajerial	-0,178666	0,7640	Tidak Signifikan (-)	Tidak Terbukti
Kepemilikan Individual	-0,033572	0,8866	Tidak Signifikan (-)	Tidak Terbukti
Komisaris Independen	-0,163445	0,1983	Tidak Signifikan (-)	Tidak Terbukti
Ukuran Dewan	0,027119	0,0418	Signifikan (+)	Terbukti
Arus Kas Operasi	0,226139	0,0434	Signifikan (+)	Terbukti
Arus Kas Bebas	0,490591	0,0000	Signifikan (+)	Terbukti
Pertumbuhan Perusahaan 1	-0,081441	0,1201	Tidak Signifikan (-)	Tidak Terbukti
Pertumbuhan Perusahaan 2	0,009717	0,0044	Signifikan (+)	Terbukti
Profitabilitas	-2,678698	0,0000		
Rasio Hutang	-0,321924	0,0718		
Ukuran Perusahaan	0,016600	0,6669		

Sumber: Data sekunder diolah (2016).

Berdasarkan hasil uji t pada Tabel 4, maka dapat disajikan persamaan regresi panel untuk penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{DPO} = 0,179541 - 0,178666\text{MNG} - 0,033572\text{INDV} - 0,163445\text{INDP} + 0,027119\text{BSZ} + 0,226139\text{OCF} + 0,490591\text{FCF} - 0,081441\text{GROW1} + 0,009717\text{GROW2} - 2,678698\text{PROF} - 0,321924\text{LVG} + 0,016600\text{FSZ} + e$$

Hasil Uji *Goodness of Fit Model*

Tabel 5
Hasil Uji *Goodness of Fit Model*

Variabel Dependen	Adjusted R Square
Rasio Pembayaran Dividen	0,583712

Sumber: Data sekunder diolah (2016).

Berdasarkan Tabel 5, terlihat hasil uji *adjusted R square* sebesar 0,583712 atau 58,37% artinya variabel yang digunakan dapat menjelaskan rasio pembayaran dividen sebesar 58,37%, sedangkan 41,63% dijelaskan oleh faktor lain atau variabel lain yang tidak terdapat dalam model ini. Sebagai contoh kepemilikan institusional (Huda & Abdullah, 2013), kepemilikan asing (Thanatawee, 2014), konsentrasi kepemilikan (Shehu, 2015), dan dividen tahun lalu (Dada *et al.*, 2015).

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN REKOMENDASI

Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh tata kelola dan karakteristik perusahaan terhadap rasio pembayaran dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan individual, komisaris independen, ukuran dewan, arus kas operasi, arus kas bebas, pertumbuhan perusahaan 1, dan pertumbuhan perusahaan 2 dengan variabel kontrol berupa profitabilitas, rasio hutang, dan ukuran perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011 sampai dengan 2015.

Berdasarkan hasil penelitian dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan rata-rata kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajerial yang rendah sehingga variabel ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan.
2. Variabel kepemilikan individual tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan pihak individual merupakan pemegang saham minoritas yang jarang memiliki hak suara dalam perusahaan.
3. Variabel komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan komisaris independen bukan merupakan pemilik saham serta tidak memiliki hak atas dividen sehingga jumlah komisaris di perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan atas rasio pembayaran dividen.
4. Variabel ukuran dewan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio pembayaran dividen. Ini menandakan bahwa semakin banyak jumlah anggota dewan maka rasio pembayaran dividen akan semakin besar, hal ini dikarenakan semakin banyaknya jumlah anggota direksi akan mengurangi kepentingan pribadi atas setiap dewan direksi dalam menguasai jumlah dana yang besar sehingga pembayaran dividen akan meningkat.
5. Variabel arus kas operasi berpengaruh signifikan positif terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan arus kas operasi yang stabil akan lebih mudah membayar dividen dibanding perusahaan yang arus kas tidak stabil sehingga arus kas operasi berpengaruh signifikan positif terhadap rasio pembayaran dividen.
6. Variabel arus kas bebas berpengaruh signifikan positif terhadap rasio pembayaran dividen. Perusahaan setelah mengeluarkan dana untuk pengeluaran modal, maka sisa dana

tersedia akan dibagikan kepada pemilik saham sehingga semakin besar jumlah arus kas bebas yang tersedia maka perusahaan akan membagikan dividen lebih besar.

7. Variabel pertumbuhan perusahaan 1 tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan pengukuran atas variabel ini menggunakan jumlah aset perusahaan sedangkan besar kecil jumlah dividen yang dibayarkan berasal dari sisa cadangan laba ditahan perusahaan sehingga pertumbuhan perusahaan 1 tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.
8. Variabel pertumbuhan perusahaan 2 berpengaruh signifikan positif terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan saham tersebut telah dinilai dengan harga yang lebih tinggi di pasar akan lebih memungkinkan pembayaran dividen yang besar disebabkan hal tersebut juga akan mendapatkan umpan balik dalam kenaikan harga saham tersebut.

Keterbatasan

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi peneliti selanjutnya agar bisa mendapatkan hasil yang lebih baik. Keterbatasan penelitian ini antara lain:

1. Terbatasnya sampel data, karena penelitian ini hanya menggunakan data selama 5 periode, dan terdapat banyak perusahaan yang tidak membagikan dividen selama 5 tahun berturut-turut.
2. Penelitian hanya mengambil sampel pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Rekomendasi

Adapun rekomendasi yang dapat diberikan untuk digunakan pada penelitian selanjutnya sebagai berikut:

1. Menambahkan variabel lain selain yang diteliti dalam penelitian ini sehingga dapat mengetahui lebih jauh faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan serta memperluas penelitian dengan menambahkan periode penelitian.
2. Memperluas sampel penelitian dengan menambah sumber perusahaan yang diambil, bisa dengan menambahkan perusahaan yang ada di Singapura atau Malaysia.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdelsalam, O., El-Masry, A., & Elsegini, S. (2008). Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market: further evidence from CASE 50. *Managerial Finance*, 34 (12), 953-964.
- Afza, T., & Mirza, H. H. (2010). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *International Business Research*, 3 (3).
- Afzal, M., & Sehrish, S. (2010). Ownership structure, board composition and dividend policy in Pakistan. Retrieved from <http://saicon2011.ciitlahore.edu.pk/Business%20Ethics/11-1129%20m.%20afzal%20&%20saba.pdf>
- Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994). The dividend policies of all-equity firms: a direct test of the free cash flow theory. *Managerial and Decision Economics*, 15, 139-148.
- Ahmadpour, A., Yahyazadefar, M., & Garmroudi, B. (2006). The influence of agency costs on dividend policy in an emerging market: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Iranian Economic Review*, 11 (15).
- Al-Ajmi, J., & Hussain, H. A. (2011). Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*, 12 (1), 41-56.
- Al-Gharaibeh, M., Zurigat, Z., & Al-Harashsheh, K. (2013). The effect of ownership structure on dividends policy in Jordanian company. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4 (9).
- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the dividend policy in emerging stock exchange: the case of GCC countries. *Global Economy and Finance Journal*, 2 (2), 38-63.
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2009). The association between dividend payout and outside directorships. *Journal of Applied Accounting Research*, 10 (1), 4-19.

- Al-Shubiri, F. N., Al-Taleb, G., & Al-Zoued, A. A. (2012). The relationship between ownership structure and dividend policy: an empirical investigation. *Review of International Comparative Management*, 13 (4).
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7 (2), 136-145.
- Ariefianto, M. D. (2012). *Ekonometrika Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan EViews*. Jakarta: PT. Gelora Aksara Pratama.
- Arko, A. C., Abor, J., Adjasi, C. K. D., & Amidu, M. (2014). What influence dividend decisions of firms in Sub-Saharan Africa?. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4 (1), 57-78.
- Arshad, Z., Akram, Y., Amjad, M., & Usman, M. (2013). Ownership structure and dividend policy. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5 (3).
- Asamoah, G. N. (2011). Corporate governance and dividend policy: evidence from Ghana. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1845429
- Badu, E. A. (2013). Determinants of dividend payout policy of listed financial institutions in Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4 (7).
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Bhutto, S. (2015). The structure of ownership and cash flows as determinants of corporate dividend policy: Evidence from Pakistan. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2649802
- 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.
- Dada, F. B., Malomo, E., & Ojediran, S. (2015). Critical evaluation of the determinants of dividend policy on banking sector in Nigeria. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3 (2).
- Darling, P. G. (1957). The influence of expectations and liquidity on dividend policy. *Journal of Political Economy*, 65 (3), 209-224.
- Demirgunes, K. (2015). Determinants of target dividend payout ratio: a panel autoregressive distributed lag analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5 (2), 418-426.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74 (4), 650-659.
- Ehsan, S., Tabassum, N., Akram, Z., & Nasir, R. (2013). Role of insiders and individual ownership structure in dividend payout policy: evidence from Pakistan. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 17 (9), 1316-1326.
- Farahani, M. H., & Jhafari, M. G. (2013). Impact of financial leverage on dividend policy at Tehran Stock Exchange: a case study in food industry. *European Online Journal of Natural and Social Science*, 2 (3).
- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 306-686.
- Ghozali, I. (2001). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan SPSS Edisi 3*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of dividend payout ratio: evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-14.
- Harada, K., & Nguyen, P. (2006). Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=953433
- Hashemi, S. A., & Zadeh, F. Z. K. (2012). The effect of financial leverage, operating cash flow and size of company on the dividends policy: case study of Iran. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3 (10).
- Huda, N., & Abdullah, M. N., (2013). Relationship between ownership structure and dividend policy: empirical evidence from Chittagong Stock Exchange. *Proceedings of 9th Asian Business Research Conference*.
- Indriantoro, N., & Supomo, B. (1999). *Metodologi Penelitian Bisnis Akuntansi dan Manajemen Edisi 1*. Yogyakarta: BPFE.

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, C. M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: managerial behavior, agency cost and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2011). *Intermediate accounting*. United States: John Wiley & Sons, Inc.
- Kumar, J. (2003). Ownership structure and dividend payout policy in India. *Journal of Emerging Market Finance*, 5 (1), 15-58.
- Liu, S., & Hu, Y. (2005). Empirical analysis of cash dividend payment in Chinese listed companies. *Nature and Science*, 3 (1).
- Manos, R. (2002). Dividend policy and agency theory: Evidence on Indian firms. Retrieved from <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN014788.pdf>
- Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Reikabdarkolaei, E. A., & Hozoori, M. (2013). The effect of board size, board independence and CEO duality on dividend policy on companies: Evidence from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2 (6), 237-241.
- Miller, M. H., & Modigliani F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Mirza, H. H., & Afza, T. (2014). Impact of corporate cash flows on dividend payouts: evidence from South Asia. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 19 (4), 472-478.
- Musiega, M. G., Alala, O. B., Douglas, M., Christopher, M. O., & Robert, E. (2013). Determinants of dividend payout policy among non-financial firms on Nairobi Security Exchange, Kenya. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 2 (10).
- Nuhu, E., Musah, A., & Senyo, D. B. (2014). Determinants of dividend payout of financial firms and non-financial firms in Ghana. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Science*, 4 (3), 109-118.
- Rafique, M. (2012). Factors affecting dividend payout: Evidence from listed non-financial firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1 (11), 76-92.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5 (3).
- Saeed, R., Riaz, A., Lodhi, R. N., Munir, H. M., & Iqbal, A. (2014). Determinants of dividend payouts in financial sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 4 (2), 33-42.
- Santoso, S. (2001). *Statistik Non Parametrik Konsep dan Aplikasi dengan SPSS*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Saxena, J. D. K. (1999). Agency cost, market risk, investment opportunities and dividend policy – an international perspective. *Managerial Finance*, 25 (6), 35-43.
- Shah, S. Z. A., Ullah, W., & Hasnain, B. (2011). Impact of ownership structure on dividend policy of firm: Evidence from Pakistan. *International Conference on E-business, Management and Economics*, 3.
- Shehu, M. (2015). Board characteristics and dividend payout: Evidence from Malaysian public listed companies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (16).
- Soliman, M. M. (2009). Ownership structure, board composition, and dividend policies: Evidence from Saudi Arabia. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2258399
- Stouraitis, A., & Wu, L. (2001). The impact of ownership structure on the dividend policy of Japanese firms with free cash flow problem. Retrieved from http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR_FICHER_114_1226315600.pdf
- Supranto. (2008). *Statistika Teori dan Aplikasi*. Jakarta: Erlangga.
- Thanatawee, Y. (2011). Life cycle theory and free cash flow hypothesis: evidence from dividend policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 2 (2).
- Thanatawee, Y. (2014). Ownership structure and dividend policy: Evidence form China. *International Journal of Economics and Finance*, 6 (8).
- Trang, N. T. X. (2012). Determinants of dividend policy: the case of Vietnam. *International Journal of Business, Economic and Law*, 1.

- Ullah, H., Fida, A., & Khan, S. (2012). The impact of ownership structure on dividend policy from emerging markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 3 (9).
- Uwalomwa, U., Olamide, O., & Francis, I. (2015). The effect of corporate governance mechanisms on firms dividend payout policy in Nigeria. *Journal of Accounting and Auditing: Research & Practice*, DOI: 10.5171/2015.313679.
- Yarram, S. R., & Dollery, B. (2015). Corporate governance and financial policies: influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms. *Managerial Finance*, 41 (3), 267-285.