

DIVIDEND POLICY PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DENGAN VARIABEL KONTROL FIRM SIZE

Maria Gabriela, Yanti, dan Syanti Dewi

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara Jakarta

*Email: winotogaby@gmail.com

Abstract: *The purpose of this study is to empirically prove the effect of board gender diversity, independent board, and foreign ownership on dividend policy with firm size as the controlling variable in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2017-2019. Based on the predetermined criteria, 53 manufacturing companies were selected as samples in this study using purposive sampling method. The analytical method used in this study is multiple linear regression using EViews 11. The results of this study indicate that foreign ownership has a positive and significant effect on dividend policy, while gender diversity and independent boards have a positive and insignificant effect on dividend policy. Firm size as controlling variable has a significant effect on dividend policy.*

Keywords: *Dividend Policy, Board Gender Diversity*

Abstrak: Tujuan penelitian ini adalah untuk membuktikan secara empiris mengenai pengaruh *board gender diversity*, *independent board*, dan *foreign ownership* terhadap *dividend policy* dengan *firm size* sebagai *controlling variable* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2017-2019. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, 53 perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda dengan menggunakan EViews 11. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *foreign ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy* sedangkan *board gender diversity* dan *independent board* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *dividend policy*. *Firm size* sebagai *controlling variable* berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*.

Kata Kunci: *Dividend Policy, Board Gender Diversity*

LATAR BELAKANG

Dividend policy dibuat oleh manajemen perusahaan dimaksudkan untuk menjaga keseimbangan antara keberlangsungan, pertumbuhan atau ekspansi perusahaan, dan kepuasan para pemegang saham. *Dividend policy* digunakan untuk mengatur masalah penggunaan keuntungan yang merupakan hak dari para *shareholders*, juga sebagai strategi untuk menarik calon investor, karena pada umumnya investor berharap dana yang diberikannya dapat diolah untuk memaksimalkan nilai perusahaan sehingga menghasilkan *return* yang optimal.

Dividend policy merupakan salah satu aspek yang penting untuk keberlangsungan dari suatu perusahaan dan merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Tetapi dalam pembagiannya, dividen sering mengalami kendala karena adanya pembagian proporsi antara laba dan *retained earnings* untuk mendukung perkembangan perusahaan (Akmal *et al.*, 2016). *Dividend policy* mengatur tentang porsi dividen yang akan diberikan untuk para pemegang saham tanpa membahayakan pertumbuhan dari perusahaan itu sendiri. Ketika sebuah perusahaan memutuskan untuk membayar dividen, manajemen perlu mempertimbangkan alternatif lain untuk kegiatan operasional dan ekspansi nya. Selain itu,

penelitian mengenai *dividend policy* yang menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) pada umumnya dihitung dengan *dividend per share* dibagi dengan *earnings per share*. Tetapi menurut Dragotă, Pele & Yaseen (2019), pertimbangan DPR dan kecenderungan untuk pembayaran dividen tidak berdistribusi normal. DPR yang merupakan indikator klasik tradisional memiliki limit tertentu. Dalam praktiknya, suatu perusahaan dapat mencatat keuntungan, tetapi tidak memiliki cukup uang untuk membayarkan dividen. Selain itu, jika perusahaan membayarkan dividen dari laba tahun-tahun sebelumnya (dari cadangan), rasio DPR bisa mencapai lebih dari 100%. Hal tersebut dapat mengindikasikan non-sinkronisasi antara dividen (jumlah dari uang tunai yang ada dalam satu periode finansial) dengan laba (tahun-tahun sebelumnya) dan mempersulit interpretasi dari DPR. Oleh karena itu, sejalan dengan Gyapong *et al.* (2019), penelitian ini akan menggunakan logaritma natural dari total dividen yang dibayarkan untuk menghitung *dividend policy*.

KAJIAN TEORI

Agency Theory. *Agency theory* yang ditemukan oleh Alchian & Demsetz (1972) dan dikembangkan oleh Jensen & Meckling (1976) berfokus pada kerja sama dengan adanya efek eksternal serta informasi asimetris. Dalam teori agensi, *agent* adalah pengambil keputusan dan dengan demikian, dapat memengaruhi kesejahteraan dirinya sendiri dari pada *principal* yang mereka wakili. *Agent* membantu *principal* dalam memutuskan tingkat dan jenis usahanya. *Principal* memberikan *reward* untuk *agent* sebagai imbalan atas keputusan/tindakan/usaha tertentu. Menurut Bamberg & Spremann (1987, h. 3), *principal* dan *agent* merupakan dua pihak yang kepentingannya saling bertolak belakang (Lukman & Irisha, 2010), pendapatan *agent* merupakan biaya bagi *principal* juga sebaliknya. Konflik hubungan *agent-principal* inilah yang akan mendorong munculnya *agency theory*.

Signalling Theory. *Signalling Theory* (Ross, 1977) merekomendasikan manajer sebagai pengendali di perusahaan dan *shareholders* adalah pemilik perusahaan, dan adanya asimetri informasi antara kedua pihak tersebut. Informasi yang diterima sama bagi berbagai kepentingan (Lukman & Geraldine, 2020). Manajer memiliki lebih banyak informasi langsung tentang perusahaan daripada *shareholders* nya tetapi mereka tidak selalu bersedia untuk menyampaikan informasi tersebut pada publik dan *shareholders*. Oleh karena itu, *dividend policy* dapat dianggap sebagai sinyal untuk proyeksi masa depan perusahaan dengan baik (Miller & Rock, 1985 dalam Li & Zhao, 2008) mengemukakan bahwa *dividend policy* memainkan peran utama karena dapat digunakan untuk menyampaikan informasi kepada pemegang saham.

Bird in The Hand Theory. Teori ini menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang naik dari pada turun. Alasan utamanya adalah lebih menyukai dividen yang naik karena adanya kepastian. Dividen dianggap menawarkan kepastian yang lebih baik dibandingkan *capital gain*. Sebuah studi juga berteori bahwa secara umum, investor menghindari risiko dan lebih memilih menerima dividen tertentu dari pada *capital gain* yang tidak pasti, yang lebih berisiko. Hal tersebut dikenal sebagai argumen "*bird-in-hand*", karena investor lebih memilih pendapatan saat ini daripada pendapatan masa depan (Gordon 1963).

Dividend policy. *Dividend Policy* adalah suatu keputusan pendanaan karena akan memengaruhi jumlah dividen yang akan dibagikan kepada *shareholders* dan jumlah *retained earnings* untuk diinvestasikan Kembali (Biza-Khupchene & Themba, 2016). Melakukan *dividend payment* mengurangi jumlah total *retained earnings* dan mengurangi pembiayaan dengan modal. Oleh

karena itu, *dividend policy* bergantung pada prioritas distribusi laba perusahaan dan keputusan pendanaan investasi (Pucheta-Martinez & Bel-Oms, 2016).

Board gender diversity. *Board gender diversity* secara sederhana didefinisikan sebagai proporsi perempuan pada jajaran dewan korporasi (Perrault, 2014). Keberagaman *gender* dalam dewan perusahaan mengacu pada keberadaan perempuan, juga merupakan aspek yang penting dari *board diversity* untuk tata kelola perusahaan. Perryman *et al.* (2016) mengemukakan bahwa, heterogenitas dalam pengambilan keputusan oleh dewan perusahaan membantu memecahkan masalah dan meningkatkan adanya pengambilan keputusan yang lebih baik karena dewan dapat terlibat dalam analisis kritis terhadap masalah.

Independent board. *Independent board* menurut standar pencatatan NYSE (Pasal 303A.02) dapat diringkas menjadi dewan yang tidak memiliki hubungan material dengan perusahaan, baik secara langsung maupun sebagai mitra, pemegang saham, atau pejabat organisasi yang memiliki hubungan dengan perusahaan. AFEP-MEDEF yang merupakan kode acuan untuk tata kelola dari perusahaan yang terdaftar pada *French CAC 40 Index* mendefinisikan *independent board* sebagai dewan non-eksekutif dari suatu korporasi atau grup yang tidak memiliki ikatan kepentingan tertentu (pemegang saham signifikan, karyawan, dan yang lainnya) dengan mereka.

Foreign ownership. *Foreign ownership* adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki baik oleh korporasi asing, korporasi keuangan asing, dan WNA (Warga Negara Asing) dari sebuah perusahaan (Al-Najjar & Kilincarsan, 2016). Menurut Do, Lai & Tran (2019) *foreign ownership* adalah persentase dari *total common equity shares* yang dimiliki oleh individual dan institusi asing.

Firm size. *Firm size* dari segi akuntansi dapat dilihat sebagai ukuran, nilai penjualan, nilai dari total aset, atau kapitalisasi pasar (Surhandari & Minanari, 2019). Penggunaan *firm size* sebagai variabel kontrol adalah untuk memperkirakan hubungan "murni" dan "terkontrol" antar variabel serta menentukan kontribusi tambahan yang diberikan terhadap prediksi dari variabel dependen setelah pengaruh variabel lain telah dipertimbangkan (Carlson & Wu, 2012).

Kaitan Antar Variabel

Board Gender Diversity dengan Dividend Policy. *Agency conflicts* akan muncul ketika manajer menyalahgunakan dana yang diberikan oleh para *shareholders*, sedangkan *retained earnings* yang semakin besar dapat meningkatkan kesempatan bagi manajer perusahaan untuk perilaku tersebut. Pembayaran dividen dari *retained earnings* perusahaan akan mempersulit dan menghalangi manajer dari perilaku ekspropriasi. Oleh karena itu, perusahaan memerlukan pihak yang dapat melakukan kontrol dan pemantauan agar konflik agensi dapat dikurangi. Perempuan cenderung lebih konservatif dan menghindari risiko dalam pengambilan keputusan (Pucheta-Martínez & Bel-Oms, 2016), dan lebih fokus melakukan tugas *monitoring*. Kualitas-kualitas tersebut akan meningkatkan efisiensi dari tata kelola manajemen perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan fungsi *monitoring*, menimbulkan pengaruh yang positif terhadap pembayaran dividen, dan pada akhirnya *agency conflicts* akan berkurang.

Independent Board dengan Dividend Policy. *Independent board* memiliki peran yang penting dan kekuatan lebih untuk melindungi kepentingan *minority shareholders* dalam bentuk pembayaran dividen (Ntim, 2011). Kecenderungan pembayaran dividen yang tinggi dari *independent board* dalam tata kelola perusahaan diberikan dukungan empiris oleh Jiraporn *et al.*

(2011) yang menyatakan bahwa dewan independen mendorong perusahaan untuk membayar dividen ketika perusahaan dibebani dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi.

Foreign Ownership dengan Dividend Policy. Berdasarkan *agency theory*, investor asing akan melakukan kontrol terhadap manajemen dengan memaksa mereka untuk membayar dividen, sehingga dapat mengurangi jumlah *retained earnings* perusahaan yang memungkinkan dapat disalahgunakan manajemen. Selain itu, jika perusahaan memiliki tingkat investor asing yang tinggi, dapat menambah keyakinan atau memberi “sinyal” bahwa transparansi informasi perusahaan tergolong baik dan akan mengundang para investor (Anh, 2019).

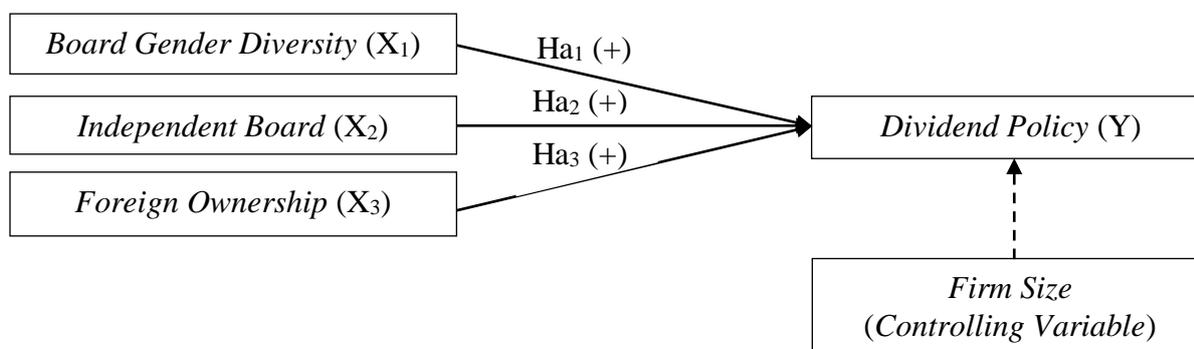
Pengembangan Hipotesis

Perempuan dalam jajaran dewan diharapkan dapat terlibat dalam membangun hubungan yang lebih baik dengan para *shareholders* karena perempuan dianggap lebih fokus pada kebutuhan orang lain dan mendorong perusahaan untuk membagikan dividen. Keragaman *gender* dalam jajaran dewan juga cenderung menciptakan komunikasi yang lebih efektif dan tugas *monitoring* antara direksi dan pemangku kepentingan. Dengan demikian, keberagaman *gender* pada dewan direksi memiliki kecenderungan yang lebih besar untuk menyeimbangkan pendapatan manajer dan pemegang saham melalui pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. H_{a1} : *Board Gender Diversity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Policy*.

Keberadaan dewan independen memiliki pengaruh yang penting terhadap efektivitas jajaran dewan karena mereka memiliki kekuatan lebih untuk melindungi hak *shareholders* dalam bentuk pembayaran dividen. Selain itu, dewan independen juga dapat membatasi perilaku oportunistik manajer mengenai kebijakan dividen, yang seringkali merugikan *shareholders* dan manajer yang mengambil keuntungan untuk pribadi. H_{a2} : *Independent Board* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Policy*.

Adanya kepemilikan asing dalam suatu perusahaan dapat mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kinerja operasi dan transparansi informasi perusahaan yang baik. Semakin besar jumlah persentase *foreign ownership*, maka *foreign shareholders* cenderung akan mendorong perusahaan untuk membagikan dividen kepadanya karena dengan cara itulah mereka dapat melakukan kontrol dan *monitoring* kegiatan dari manajer perusahaan. H_{a3} : *Foreign Ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Policy*.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

METODOLOGI

Metodologi penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan data sekunder yang diperoleh dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2019. Sampel dalam penelitian ini diambil menggunakan teknik *purposive sampling* yang dipilih berdasarkan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2019, (2) Perusahaan yang melakukan *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2017 atau sebelumnya, (3) Perusahaan manufaktur yang menggunakan mata uang Rupiah, (4) Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen secara berturut-turut selama periode penelitian 2017-2019, dan (5) Perusahaan manufaktur yang memiliki data yang lengkap yang dibutuhkan dalam proses penelitian ini. Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah seluruh sampel yang valid adalah 53 perusahaan.

Variabel operasional dan pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat dari tabel berikut:

Tabel 1. Ringkasan Operasionalisasi Variabel dan Pengukuran

Variabel	Sumber	Pengukuran	Skala
Variabel Dependen			
<i>Dividend Policy</i>	Gyapong <i>et al.</i> (2019)	$DIV = \text{Natural Logarithm (Ln) of Total Dividends Paid by a Firm}$	Rasio
Variabel Independen			
<i>Board Gender Diversity</i>	Gyapong <i>et al.</i> (2019)	$BGD = \frac{\text{Women on Board}}{\text{Total Board}} \times 100\%$	Rasio
<i>Independent Board</i>	Elmaghri <i>et al.</i> (2017)	$IB = \frac{\text{Independent or Non - Executive Board Members}}{\text{Total Board}} \times 100\%$	Rasio
<i>Foreign Ownership</i>	Ibrahim & Shuaibu (2016)	$FO = \% \text{ of shares of the firm held by foreigners}$	Rasio
Variabel Kontrol			
<i>Firm Size</i>	Drzewicka & Majeroska (2019)	$FS = \text{Natural Logarithm (Ln) of Total Assets}$	Rasio

Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Analisis statistik deskriptif adalah analisis yang dilakukan untuk menunjukkan statistik yang memuat data mengenai frekuensi, *mean*, dan standar deviasi yang memberikan gambaran informasi deskriptif dari sekumpulan data. Hasil uji analisis statistik deskriptif dapat dilihat dari tabel dibawah ini:

Tabel 2. Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	DIV	BGD	IB	FO	FS
Mean	25,30978	0,115282	0,249657	0,325433	29,08392
Max	30,24350	0,714300	0,571400	0,976000	33,49450
Min	19,17870	0,000000	0,100000	0,000000	26,25450
Std. Dev.	2,378782	0,128744	0,089368	0,334975	1,582365
Observations	159	159	159	159	159

Uji Multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah di dalam model regresi yang telah dibuat terdapat hubungan atau korelasi yang antar variabel bebas atau variabel independen. Batas nilai korelasi antar variabel independen adalah 0,80. Berdasarkan dari hasil uji yang dilakukan, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini terbebas dari masalah multikolinearitas karena semua nilai koefisien korelasinya lebih kecil dari 0,80.

Uji *Chow* dilakukan untuk menentukan model regresi mana yang lebih tepat diantara *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model* (Bawono & Shina, 2018). Berdasarkan uji *Chow* yang dilakukan, didapatkan nilai probabilitas dari *cross-section F* sebesar 0,0000 yang bernilai lebih kecil dari 0,05 sehingga *Fixed Effect Model* terpilih sebagai model yang paling tepat. Uji *Hausman* dilakukan untuk memilih model regresi mana yang paling tepat diantara *Random Effect Model* dengan *Fixed Effect Model* (Bawono & Shina, 2018). Berdasarkan uji *Hausman* yang dilakukan, didapatkan nilai probabilitas dari *cross-section random* sebesar 0,5222 yang lebih besar dari 0,05 sehingga perlu dilakukan uji *Lagrange Multiplier* untuk mengetahui *Random Effect Model* atau *Common Effect Model* yang paling tepat untuk digunakan. Uji *Lagrange Multiplier* yaitu uji untuk menentukan apakah akan menggunakan *Random Effect Model* atau *Common Effect Model* (Park, 2011). Berdasarkan uji *Lagrange Multiplier* yang dilakukan, didapatkan nilai probabilitas dari *Breusch Pagan* sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga model regresi yang paling tepat dalam penelitian ini adalah *Random Effect Model*.

Tabel 3. Hasil Uji Analisis Regresi Linier Berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-13,00212	2,685210	-4,842125	0,0000
BGD	1,024817	0,893384	1,147118	0,2531
IB	1,784895	0,918915	1,942395	0,0539
FO	0,711377	0,357081	1,992201	0,0481
FS	1,289944	0,091226	14,14014	0,0000

Berdasarkan hasil uji analisis regresi linier berganda diatas, maka persamaan regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{DIV} = -13,00212 + 1,024817 \text{ BGD} + 1,784895 \text{ IB} + 0,711377 \text{ FO} + 1,289944 \text{ FS} + \varepsilon$$

Dari persamaan tersebut, interpretasi pengaruh untuk masing-masing variabel terhadap *dividend policy* adalah jika nilai *board gender diversity*, *independent board*, dan *foreign ownership*, dianggap konstan, maka nilai dari *dividend policy* adalah sebesar -13,00212. Nilai koefisien regresi *board gender diversity* adalah sebesar 1,024817, artinya jika nilai *board gender diversity* naik sebesar satu satuan, maka nilai dari *dividend policy* akan naik sebesar 1,024817 satuan dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Nilai koefisien regresi *independent board* adalah sebesar 1,784895, artinya jika nilai *independent board* naik sebesar satu satuan, maka nilai dari *dividend policy* akan naik sebesar 1,784895 satuan dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Nilai koefisien regresi *foreign ownership* adalah sebesar 0,711377, artinya jika nilai *foreign ownership* naik sebesar satu satuan, maka nilai dari *dividend policy* akan naik sebesar 0,711377 satuan dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Dan nilai koefisien regresi *firm size* adalah sebesar 1,289944, artinya jika nilai *firm size* naik sebesar satu satuan, maka nilai dari *dividend policy* akan naik sebesar 1,289944 satuan dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

Uji F atau Uji Simultan adalah uji yang dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen secara bersama-sama atau serentak terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil uji yang dilakukan, didapatkan nilai *prob(F-statistic)* sebesar 0,000000 di mana nilai ini lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa *board gender diversity*,

independent board, *foreign ownership*, dan *firm size* secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend policy*.

Uji t atau Uji Parsial adalah uji yang dilakukan untuk mengetahui pengaruh dan arah dari masing-masing variabel independen secara individual atau parsial. Berdasarkan hasil uji yang dilakukan, didapatkan probabilitas variabel *board gender diversity* sebesar 0,7523 di mana nilai ini lebih besar dari signifikansi 0,05 yang berarti *board gender diversity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*. Probabilitas variabel *independent board* adalah sebesar 0,4524 di mana nilai ini lebih besar dari signifikansi 0,05 yang berarti *independent board* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*. Probabilitas variabel *foreign ownership* adalah sebesar 0,0376 di mana nilai ini lebih kecil dari signifikansi 0,05 yang berarti *foreign ownership* berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend policy*.

Uji koefisien determinasi (*Adjusted R²*) adalah uji yang memberikan informasi mengenai pengaruh yang diberikan oleh variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil uji yang dilakukan, didapatkan nilai *adjusted R-squared* sebesar 0,569095 atau sekitar 56,91%. Hal tersebut memberikan indikasi bahwa variabel *dividend policy* sebagai variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel *board gender diversity*, *independent board*, *foreign ownership*, dan *firm size* sebagai variabel independen sebesar 56,91%. Sedangkan sisanya sebesar 43,09% dapat dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar dari penelitian ini.

DISKUSI

Berdasarkan hasil penelitian, *board gender diversity* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *dividend policy* sehingga H_{a1} ditolak. Pada perusahaan yang memiliki dewan berjenis kelamin perempuan pada jajaran dewan, tidak terdapat perbedaan yang besar dalam hal kebijakan pembagian dividen kepada *shareholders* nya. Hal tersebut dikarenakan tingkat representasi perempuan pada jajaran dewan masih cenderung rendah pada negara berkembang seperti Indonesia. Selain itu, terdapat pendapat lain yaitu diskriminasi yang turut berperan dalam proses perekrutan jajaran dewan. Perusahaan yang mendiskriminasi perempuan akan mempekerjakan lebih sedikit perempuan karena menganggap gaji perempuan lebih besar daripada laki-laki dan maka dari itu, perempuan yang dipekerjakan sebagai dewan perusahaan akan mampu mengatasi preferensi diskriminatif dan menciptakan keputusan yang lebih umum tanpa memandang kepentingan *gender* (Huang & Kisgen, 2013).

Independent board berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *dividend policy* sehingga H_{a2} ditolak. Peraturan korporasi di Indonesia menetapkan bahwa sebuah perusahaan harus mengikuti sistem *two-board* atau *two-tier* yang terdiri dari dewan direksi dan dewan independen. Fungsi dari dewan independen adalah melakukan *monitoring* terhadap manajemen dalam operasional perusahaan, tetapi pada praktiknya, keberadaan dewan independen justru hanya digunakan sebagai pemenuhan syarat OJK. Karakteristik struktur kepemilikan di Indonesia memiliki tingkat konsentrasi yang cenderung tinggi, sehingga terkadang pendiri perusahaan juga berperan sebagai dewan independen dan sebagai *shareholders*. Oleh karena itu, fungsi *monitoring* dari dewan independen yang sangat rendah dan belum bisa dilaksanakan sepenuhnya (Pratiwi & Yulianto, 2016).

Foreign ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy* sehingga H_{a3} diterima. Investor asing akan melakukan kontrol dan membatasi perilaku dari manajemen perusahaan untuk melindungi perusahaan dengan mengurangi *retained earnings* perusahaan. Selain itu, sesuai dengan *signalling theory*, bahwa tingkat *foreign investors* yang tinggi akan menjadi sinyal yang baik untuk perusahaan sehingga akan menarik investor lain baik lokal maupun asing, menambah sumber dana perusahaan, dan dengan demikian kebijakan pembayaran dividen pun juga akan meningkat. Selain itu, pada dasarnya perusahaan yang memiliki investor

asing harus menjaga reputasi mereka di negara tempat mereka mendirikan perusahaan sehingga dapat melakukan investasi jangka panjang di negara tersebut, sehingga perusahaan akan fokus dalam pelaksanaan GCG. Salah satu cara untuk melakukan GCG adalah dengan mensejajarkan kepentingan para pemegang saham yang lain dengan melakukan pembagian dividen (Wuisan, Randa & Lukman, 2018).

Firm size sebagai variabel kontrol dari *board gender diversity* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend policy* dapat disebabkan karena tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan di Indonesia yang cenderung tinggi. Menurut Prasetyo (2013), perusahaan yang terdaftar di pasar modal Indonesia memiliki karakteristik struktur kepemilikan yang tingkat konsentrasinya tinggi yang memungkinkan perempuan menjabat sebagai dewan juga merupakan pendiri perusahaan atau memiliki relasi dengan pendiri perusahaan sehingga dapat mengendalikan manajemen. *Firm size* sebagai variabel kontrol dari *independent board* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend policy* dapat disebabkan karena ukuran perusahaan yang semakin besar tidak memiliki pengaruh pada jumlah dewan independen perusahaan karena pada praktiknya, jumlah minimal dari dewan independen yang telah ditetapkan tidak selalu dilaksanakan oleh perusahaan. Masih banyak terdapat perusahaan yang memiliki jumlah dewan independen lebih sedikit dari 30% dari total dewan perusahaan sehingga dewan independen juga belum mampu mewakili kepentingan dari *minority shareholders* (Pratiwi & Yulianto, 2016). *Firm size* sebagai variabel kontrol dari *foreign ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend policy* dapat disebabkan karena investor asing melakukan koordinasi terhadap manajemen untuk penciptaan laba yang maksimal, sehingga berpengaruh terhadap permintaan peningkatan atas pembagian dividen pada manajemen. Perusahaan dengan ukuran yang besar umumnya akan lebih *mature*, memiliki banyak pengalaman, variasi strategi untuk perkembangan perusahaannya, dan dapat meminimalisir risiko kegagalan operasi (Azeem & Khurshid, 2013).

KESIMPULAN

Keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini adalah: (1) Fokus variabel penelitian yang terbatas, (2) Variabel independen dan variabel kontrol dalam penelitian ini memiliki kemampuan untuk menjelaskan variabel dependen *dividend policy* hanya sebesar 56,91% dan sisanya sebesar 43,09% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipakai dalam penelitian ini. Tingkat kemampuan variabel-variabel independen dan variabel kontrol penelitian ini dalam menjelaskan variabel dependen tersebut berada dalam kategori sedang sehingga dirasa kurang representatif sebagai faktor yang memengaruhi variabel dependen (*dividend policy*), (3) Populasi dan periode penelitian, yaitu untuk populasi hanya berfokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan untuk periode, hanya dilakukan tiga tahun penelitian yaitu tahun 2017-2019 sehingga tidak dapat memberi gambaran untuk keseluruhan perusahaan yang ada di Indonesia maupun dunia, dan (4) Proksi untuk masing-masing variabel yang terbatas, yaitu hanya menggunakan satu proksi saja.

Berdasarkan keterbatasan tersebut, maka saran yang dapat diberikan untuk pengembangan ilmu selanjutnya adalah menambahkan: (1) Faktor lain yang dapat memengaruhi *dividend policy*, (2) Variabel kontrol lain dalam penelitian, (3) Periode penelitian dengan rentang waktu yang lebih panjang, (4) Subjek penelitian yang tidak hanya berfokus pada sektor manufaktur saja, dan (5) Proksi lain dari satu variabel.

DAFTAR PUSTAKA

- Akmal, Zainudin, & Rahmah Yulianti. (2016). Pengaruh Return on Asset, Sales Growth, Firm Size Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Pembayaran Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014. *Ekonomi Manajemen Dan Akuntansi*, 2(2), 24–36.
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(1), 135–161. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2015-0129>
- Anh, T. T. X., Tuan, L. Q. (2019). The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Application in Vietnam Stock Exchange. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 8(2), 131–146. <https://doi.org/10.2478/ajis-2019-0025>
- Azeem, M., & Khurshid, M. (2013). Dividend Paying Practices in the Non-Financial Sector of Pakistan: An Empirical Evidence from Karachi Stock Exchange. *Journal of Poverty, Investment and Development-An Open Access International Journal*, 1, 1–12.
- Bamberg, G., Spremann, K. (1987). *Agency Theory, Information, and Incentives*. Berlin: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Bawono, A., & Shina, A. F. I. (2018). *Ekonometrika Terapan Untuk Ekonomi dan Bisnis Islam*. Lembaga Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat (LP2M) IAIN Salatiga.
- Biza-Khupe, S., Themba, A. (2016). The Relationship between Dividend Payout and Firm Financial Performance: A Study of Botswana Listed Companies. *Archives of Business Research*, 4(4), 33–40. <https://doi.org/10.14738/abr.44.2163>
- Bugeja, M., Matolcsy, Z., & Spiropoulos, H. (2016). The Association Between Gender-Diverse Compensation Committees and CEO Compensation. *Journal of Business Ethics*, 139(2), 375–390. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2660-y>
- Carlson, K. D., & Wu, J. (2012). The Illusion of Statistical Control: Control Variable Practice in Management Research. *Organizational Research Methods*, 15(3), 413–435. <https://doi.org/10.1177/1094428111428817>
- Do, T. K., Lai, T. N., & Tran, T. T. C. (2019). Foreign ownership and capital structure dynamics. *Finance Research Letters*, 36, 101337. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101337>
- Dragotă, V., Pele, D. T., & Yaseen, H. (2019). Dividend payout ratio follows a tweedie distribution: International evidence. *Economics*, 13, 1–34. <https://doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2019-45>
- Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Crossley, R. M., Malagila, J. K., Fosu, S., & Vu, T. V. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting and Information Management*, 25(4), 459–483. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy*. In *The Journal of Finance* (Vol. 18, Issue 2, pp. 264–272). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- Gostkowska-Drzewicka, M., & Majerowska, E. (2019). Determinants of Corporate Dividend Policy in Polish Companies Listed on WSE. *E-Finanse*, 15(3), 47–55. <https://doi.org/10.2478/fiqf-2019-0019>
- Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2019). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: the effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*. <https://doi.org/10.1007/s10490-019-09672-2>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822–839. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>
- Ibrahim, I., & Shuaibu, H. (2016). Ownership Structure and Dividend Policy of Listed Deposit

- Money Banks in Nigeria: A Tobit Regression Analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(1), 1. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v6i1.9277>
- Jiraporn, P., Kim, J., & Kim, Y. S. (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *The Financial Review*, 46, 251–279.
- Li, K., & Zhao, X. (2008). Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financial Management*, 673–694.
- Lukman, H., & Geraldine, C. (2020). The Effect Of Commissioner Board's Role on Firm Value with CSR as Mediating in the Plantation. *Advance in Social Science Education and Humanities Reseach*. Volume 478. p 1030-1034. Proceeding of the Tarumanagara International Conference on the Applications of Social Sciences and Humanities 2020.
- Lukman, H., & Irisha, T. (2020). The Effect of Creative Practices with Statutory Auditoras Mediation, and Accountant Ethics Standards on the Reliability of Financial Statement. *Advance in Social Science Education and Humanities Reseach*. Volume 478. P 2023-2029. Proceeding of the Tarumanagara International Conference on the Applications of Social Sciences and Humanities 2020.
- New York Stock Exchange Manual. (2003). Section 3 Corporate responsibility, 303A Corporate Governance standards. nysemanual.nyse.com/LCMTTools
- Ntim, C. G. (2011). The King Reports, Independent Non-executive Directors and Firm Valuation on the Johannesburg Stock Exchange. *Corporate Ownership and Control*, 9(1), 1-28.
- Park, H. M. (2011). Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step by Step. <http://www.iuj.ac.jp/faculty/kucc625>
- Perrault, E. (2014). Why Does Board Gender Diversity Matter and How Do We Get There? The Role of Shareholder Activism in Deinstitutionalizing Old Boys' Networks. *Journal of Business Ethics*, 128(1), 149–165. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2092-0>
- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579–586. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.05.013>
- Prasetyo, T. (2013). Dividen, Hutang, Dan Kepemilikan Institusional Di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Teori Keagenan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 10–22. <https://doi.org/10.15294/jdm.v4i1.2420>
- Pratiwi, R., & Yulianto, A. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Komisaris Independen terhadap Biaya Keagenan Perusahaan yang Masuk dalam Indonesia Most Trusted Companies. *Management Analysis Journal*, 5(3), 215–228. <https://doi.org/10.15294/maj.v5i3.11119>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Bel-Oms, I. (2016). The board of directors and dividend policy: The effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25(3), 523–547. <https://doi.org/10.1093/icc/dtv040>
- Ranti, U. O. (2013). Determinants of Dividend Policy: A Study of Selected Listed Firms in Nigeria. *Manager Journal*, 17(1), 107-119.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 27(1), 23–40. <https://doi.org/10.2469/dig.v27.n1.2>
- Surjandari, D. A., & Minanari. (2019). the Effect of Intellectual Capital, Firm Size and Capital Structure on Firm Performance, Evidence From Property Companies in Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 11(2), 108–121. <https://doi.org/10.15294/jda.v11i2.20270>
- Wuisan, F., Randa, F., & Lukman. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan. *SiMAK*, 16(2), 119–141.

medef.com/medef-corporate/publications
www.idx.co.id