

## Rasio Keuangan dan Arus Kas sebagai Prediktor Pembagian Dividen di Indonesia

Henny Setyo Lestari, Wahyuni Rusliyana Sari, Hartini, dan Adinda Putri Ramdhani

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Trisakti

Jl. Kyai Tapa No.1 Grogol Petamburan, Jakarta Barat 11440, Indonesia

### Info Artikel

#### Keywords:

Cash Flow, Current Ratio, Growth, Dividend Payout Ratio, and Return on Equity.

### Abstract

The purpose of this study is to determine the factors that influence the distribution of dividends in Indonesia. The objects of this research are 51 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2015-2019 period. The method used is balanced panel data with random effects model. The results of this study are return on equity, cash flow, growth, and market to book value have a significant effect on the dividend payout ratio. While the variables of tax, current ratio, and institutional holding have no effect on the dividend payout ratio. The combination of financial ratios, cash flow, taxes, and institutional holding gives a new combination to this research. The contribution of this research is showed the fact that cash flow has a bigger role than profitability, while the sales will increase growth and stock prices will also increase thereby increasing dividend payments.

Citation: Lestari, H.S., Sari, W.R., Hartini, H., dan Ramdhani, A.P. (2021). Rasio Keuangan dan Arus Kas sebagai Prediktor Pembagian Dividen di Indonesia. *AFRE Accounting and Financial Review*, 4(2): 206-213

### Abstraks

#### Kata Kunci:

Arus Kas, Pengembalian atas ekuitas, Pertumbuhan, Rasio lancar, dan Rasio Pembagian Dividen.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi pembagian dividen di Indonesia. Objek penelitian ini adalah 51 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Metode yang digunakan adalah balanced panel data dengan random effect model. Hasil dari penelitian ini adalah return on equity, cash flow, growth, dan market to book value berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio. Sedangkan variabel tax, current ratio, dan institutional holding tidak berpengaruh terhadap dividend payout ratio. Adanya kombinasi antara rasio keuangan, arus kas, pajak, serta kepemilikan institusional memberikan warna baru pada penelitian ini. Kontribusi penelitian ini adalah memberikan fakta bahwa arus kas memiliki peran lebih besar dari pada profitabilitas, sedangkan penjualan secara linier akan meningkatkan pertumbuhan dan harga saham juga akan meningkat sehingga meningkatkan pembayaran dividen

ISSN (print): 2598-7763

ISSN (online): 2598-7771

✉ Corresponding Author:

Henny Setyo Lestari

Tel./Fax. +62 817-9962-212

E-mail:

[henny.sudradjad@gmail.com](mailto:henny.sudradjad@gmail.com)



JEL Classification: G38, L33

DOI: <https://doi.org/10.26905/afr.v4i2.6123>

### 1. Pendahuluan

Pada setengah abad terakhir, topik kebijakan dividen masih menjadi topik yang sering diteliti. Hal ini disebabkan oleh banyaknya perdebatan apakah sebaiknya perusahaan membagikan dividen atau tidak, sehingga menarik perhatian baik perusahaan maupun peneliti (Lotto, 2020; Jabbouri & El Attar, 2018; Kılınçarslan, 2018; Epaphra &

Nyantori, 2018 dan Sari, 2017). Penghasilan suatu perusahaan dapat diinvestasikan dalam aset operasi, yang digunakan untuk memperoleh profit, membayar hutang, atau didistribusikan kepada pemegang saham. Pendapatan yang dibagikan kepada pemegang saham adalah dividen. Keputusan manajemen apakah mendistribusikan pendapatannya kepada pemegang saham atau diinvestasikan kembali, kedua keputusan tersebut akan menim-

bulkan masalah. Banyak kontroversi seputar kebijakan deviden. Black (1976) mengamati bahwa semakin sulit kita melihat gambaran deviden, maka lebih seperti teka-teki, dengan potongan-potongan yang tidak pas satu sama lain.

Penelitian yang dilakukan oleh Lotto (2020a); Epaphra & Nyantori (2018), Amidu & Abor (2006) untuk mengetahui faktor penentu rasio pembayaran deviden, yaitu biaya agensi, prospek dan peluang investasi, profitabilitas, risiko, arus kas, dan pajak. Sedangkan penelitian Yousaf *et al.* (2019) menunjukkan bahwa perusahaan dengan control keluarga, ukuran perusahaan, dan aset berwujud merupakan factor penting penentu kebijakan deviden di perusahaan di Pakistan.

Temuan penelitian Baker *et al.* (2019) menunjukkan profitabilitas, arus kas dan peluang investasi merupakan factor penting penentu pembayaran deviden. Hasil lain juga menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *growth* dan *market to book value* terhadap pembayaran deviden. Tetapi hasil lain menunjukkan bahwa resiko dan *intituti-onal holding* tidak berpengaruh terhadap pembayaran deviden. Penelitian Baker *et al.* (2020) menemukan *corporate governance* mempengaruhi *dividend payout*. Penelitian lain menunjukkan faktor penting penentu deviden adalah ukuran perusahaan, *industry impact*, *corporate governance*, arus kas bebas, *earnings*, deviden sebelumnya, *profitability*, *investment opportunities*, *net working capital*, *concentrated ownership structure* dan *investor preference* (Baker *et al.*, 2019). Penelitian Dewasiri *et al.* (2019). Menunjukkan *past dividends*, peluang investasi, *profitability* dan *dividend premium* berpengaruh terhadap *dividend*.

Studi pada perusahaan *real-estate* menunjukkan *firm previous dividend*, risiko perusahaan dan likuiditas merupakan prediktor yang kuat terhadap *future dividend payout ratios*. *Firm's growth* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dengan menggunakan teknik FMOLS and GMM. Sharma & Bakshi (2019) dengan menggunakan teknik kointegrasi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian Thakur & Kannadhasan (2018) pada perusahaan manufaktur di India menunjukkan profitabilitas, *growth opportunities*, ukuran perusahaan, *leverage* dan *maturity* berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

Penelitian Tahir *et al.* (2020) yang dilakukan pada perusahaan di Malaysia menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen, *board tenure*, *board size* dan *CEO duality* memiliki dampak positif terhadap *dividend pay-out*. Meskipun *the corporate board*

*diversity* dan *board member age* memiliki dampak negatif terhadap *dividend payouts*. Sedangkan penelitian terhadap 147 perusahaan publik di Malaysia menunjukkan laba, utang, ukuran perusahaan, *investment* dan *largest shareholder* berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden (Yusof & Ismail, 2016).

Sejumlah penelitian di Indonesia telah dilakukan untuk mengetahui tentang kebijakan deviden. Pembayaran deviden terbukti mempengaruhi harga saham, dimana hasilnya sudah di konfirmasi terhadap eksekutif (Baker & Powell, 2012). Selain itu *corporate governance*, profitabilitas, dan pertumbuhan berpengaruh terhadap kebijakan deviden, sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden (Setiawan & Phua, 2013). *Ownership* berdampak positif terhadap kebijakan deviden. Perusahaan bahwa perusahaan yang di kontrol oleh pemerintah dan asing berdampak positif terhadap kebijakan deviden (Setiawan *et al.*, 2016). Bukti empiris lainnya adalah ukuran perusahaan, pembayaran deviden sebelumnya, dan krisis global 2008 berpengaruh terhadap kebijakan deviden pada perusahaan BUMN (Sari, 2017). Sedikit berbeda, dengan menggunakan variabel CSR dan *corporate life* seperti ukuran perusahaan, arus kas, *leverage*, pertumbuhan, ROA berpengaruh terhadap kebijakan deviden di Indonesia (Trihermanto & Nainggolan, 2018). Sedangkan penelitian terhadap perusahaan manufaktur menunjukkan *leverage*, likuiditas, dan pertumbuhan asset memiliki dampak negatif terhadap kebijakan deviden, sedangkan profitabilitas dan kolateral tidak berdampak terhadap kebijakan deviden (Wahjudi, 2019).

Penelitian terkait dengan kebijakan deviden menunjukkan hasil yang belum konsisten. Selain itu penelitian terkait dengan kebijakan deviden merupakan penelitian yang menarik. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden.

## 2. Pengembangan Hipotesis

Pengertian rasio pembayaran deviden (*dividend payout ratio*) adalah persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk deviden, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk deviden dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham (Sharma & Bakshi, 2019). *Dividend payout ratio* adalah presentase laba yang dibagikan sebagai deviden, dimana semakin besar *Dividend Payout Ratio* semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (Wahjudi, 2019). Semakin besar rasio ini berarti semakin sedikit bagian laba yang ditahan

untuk membelanjai investasi yang dilakukan perusahaan (Thakur & Kannadhasan, 2018). Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan (Dewasiri *et al.*, 2019). Semakin besar laba ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen (Basri, 2019).

#### **Profitabilitas terhadap *dividend payout ratio***

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Wahjudi, 2019). Tujuan akhir yang ingin dicapai suatu perusahaan yang terpenting adalah memperoleh laba atau keuntungan yang maksimal, di samping hal-hal lainnya. Dengan memperoleh laba yang maksimal seperti yang telah ditargetkan, perusahaan dapat berbuat banyak bagi kesejahteraan pemilik, karyawan, serta meningkatkan mutu produk dan melakukan investasi baru. Profitabilitas merupakan ukuran yang digunakan untuk menghitung kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari pendapatan yang berhubungan dengan penjualan, aset dan ekuitas (Sharma & Bakshi, 2019).

Profitabilitas merupakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan dengan memanfaatkan sumber daya yang dimiliki perusahaan seperti aktiva, modal, atau penjualan perusahaan (Yusof & Ismail, 2016). Sejalan dengan pengertian tersebut, rasio tersebut dapat memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen perusahaan yang dapat ditunjukkan dari laba yang diperoleh dari penjualan atau dari pendapatan investasi. Dengan rasio profitabilitas, investor bisa mengetahui tingkat pengembalian investasi yang mereka tanam (Setiawan & Phua, 2013). Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

#### **Cash flow terhadap *dividend payout ratio***

Arus kas merupakan arus masuk dan arus keluar kas yang berdasarkan tiga laporan aktivitas yaitu aktivitas operasi, aktivitas inventasi, dan aktivitas pembiayaan (Amidu & Abor, 2006). Arus kas adalah suatu laporan keuangan yang berisikan pengaruh kas dari kegiatan operasi, kegiatan transaksi investasi dan kegiatan transaksi pembiayaan/pendanaan serta kenaikan atau penurunan ber-

sih dalam kas suatu perusahaan selama satu periode (Yusof & Ismail, 2016). Arus kas merupakan arus masuk kas dan arus keluar kas, yang terdiri dari tiga laporan aktivitas arus kas meliputi aktivitas operasi, aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan. Laporan arus kas merupakan revisi dari mana uang kas diperoleh perusahaan dan bagaimana mereka membelanjakannya. Laporan arus kas merupakan ringkasan dari penerimaan dan pengeluaran kas perusahaan selama periode tertentu (biasanya satu tahun buku). Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Terdapat pengaruh positif arus kas terhadap *dividend payout ratio*

#### **Tax terhadap *dividend payout ratio***

Pajak adalah iuran rakyat kepada kas negara berdasarkan undang-undang (yang dapat dipaksakan) dengan tidak mendapat jasa timbal balik (kontraprestasi) yang langsung dapat ditunjukkan, dan yang digunakan untuk membayar pengeluaran umum (Amidu & Abor, 2006). Pemotongan pajak, perusahaan meningkatkan pembayaran dividen mereka, dengan kenaikan yang lebih besar untuk perusahaan di mana pemegang saham diuntungkan dari tarif pajak yang berkurang (Deslandes *et al.*, 2015). Pajak adalah iuran kepada negara (yang dapat dipaksakan) yang terutang oleh yang wajib membayarnya menurut peraturan-peraturan, dengan tidak mendapat prestasi kembali, yang langsung dapat ditunjuk, dan yang gunanya adalah untuk membiayai pengeluaran-pengeluaran umum (Zagonel *et al.*, 2018).

Pajak merupakan perencanaan yang sangat penting dalam keputusan keuangan (Malaquias & Martins Borges Junior, 2019). Dari beberapa pengertian pajak yang telah diuraikan, maka dapat penulis simpulkan bahwa pajak adalah iuran wajib rakyat kepada negara yang bersifat memaksa dan tidak mendapat jasa imbalan yang langsung digunakan untuk membiayai pengeluaran-pengeluaran negara. Temuan penelitian Suhaimi & Haryono, (2021), Barros *et al.* (2020) dan Zagonel *et al.* (2018) menunjukkan tak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: Terdapat pengaruh negatif pajak terhadap *dividend payout ratio*.

#### **Growth terhadap *dividend payout ratio***

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan melalui peningkatan asset perus-

ahaan (Setiawan & Phua, 2013). Tingkat pertumbuhan yang semakin cepat mengindikasikan bahwa perusahaan mengadakan ekspansi. Perusahaan dengan aset yang besar cenderung akan memiliki kekuatan untuk berkompetisi di pasar. Pertumbuhan sebagai perubahan aset tahunan dari total aktiva. Hal ini dapat dibuktikan melalui perusahaan yang tumbuh dapat dilihat dari peningkatan aktiva untuk memperbesar ukuran perusahaan (Basri, 2019). Konsep ini didasarkan pada dua argumentasi pertama, pertumbuhan aktiva berbeda dengan pertumbuhan penjualan yang setiap usaha yang dilakukan secara langsung membawa implikasi pada penerimaan. Pertumbuhan aktiva mencerminkan waktu yang lebih panjang dari pertumbuhan penjualan. Kedua, investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum dioperasikan, sehingga aktifitas yang dilakukan tidak terkait dengan penerimaan (Sharma & Bakshi, 2019).

Pertumbuhan perusahaan merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya di tengah pertumbuhan perekonomian dan sektor usahanya (Yusof & Ismail, 2016). Pertumbuhan menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisi ekonominya dari tahun ke tahun. Hasil penelitian Dewasiri *et al.* (2019) menunjukkan pertumbuhan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>4</sub>: Terdapat pengaruh negatif pertumbuhan terhadap *dividend payout ratio*

#### **Market to Book Value terhadap *dividend payout ratio***

*Market to Book Value* merupakan nilai sebuah perusahaan yang diperoleh dengan membandingkan nilai pasar perusahaan dengan nilai bukunya (Amidu & Abor, 2006). Naik turunnya nilai pasar perusahaan dipengaruhi oleh nilai buku perusahaan, tingkat laba, gambaran ekonomi, serta spekulasi dan kepercayaan diri pada kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai (Yusof & Ismail, 2016). Sedangkan nilai buku merupakan nilai dari kekayaan, hutang dan ekuitas perusahaan berdasarkan pencatatan historis dan biasanya tercantum dalam neraca. Akan tetapi, nilai buku berbeda dengan jumlah total aset dan kewajiban perusahaan. Dengan kata lain, jika perusahaan menjual seluruh aset dan membayar semua kewajibannya, maka selisih dari jumlah tersebut adalah nilai buku perusahaan (Sharma & Bakshi, 2019). *Market to Book Value* (MtBV) bertujuan untuk mengukur seberapa jauh atau selisih antara nilai pasar

perusahaan dengan nilai bukunya (Basri, 2019). Jika nilai buku naik maka rasio MtBV juga akan naik sehingga dapat menaikkan persepsi pasar akan nilai perusahaan. Nilai buku perusahaan dapat ditingkatkan dengan melakukan berbagai efisiensi yang dapat meningkatkan pendapatan dan menurunkan biaya perusahaan dengan pemanfaatan sumber daya yang dimiliki perusahaan seefisien dan semaksimal mungkin (Trong & Nguyen, 2020). Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>5</sub>: Terdapat pengaruh negatif *market-to-book-value ratio* terhadap *dividend payout ratio*

#### **Liquiditas terhadap *dividend payout ratio***

Liquiditas perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Basri, 2019). Rasio liquiditas mewakili kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dalam jangka pendek dan untuk memenuhi kebutuhan kas mendadak (Wahjudi, 2019). Liquiditas memegang peranan penting (Thakur & Kannadhasan, 2018). Liquiditas menjadi perhatian khusus karena berkaitan dengan neraca, dimana jumlah *current asset* dan *current liabilities* menjadi penentu utama sehingga bisa disimpulkan bahwa perusahaan dengan liquiditas yang tinggi akan membayarkan dividen yang tinggi pula (Sharma & Bakshi, 2019). Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>6</sub>: Terdapat pengaruh positif liquiditas terhadap *dividend payout ratio*.

#### **Institutional holding terhadap *dividend payout ratio***

Kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham (Amidu & Abor, 2006). Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Pemilik institusional yang stabil dan besar menyukai perusahaan yang membayar dividen. Ada juga hubungan positif antara persistensi kepemilikan dan pembayaran dividen. Sebaliknya, perusahaan yang sering mengubah pembayaran dividen dikaitkan dengan penyimpangan yang lebih besar dalam kepemilikan institusional (Jory *et al.*, 2017). Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti

perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Basri, 2019). Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal (Jia-Chi et al., 2018). Pemegang blok institusional, seperti dana pensiun, perusahaan asuransi, investasi dan perwalian unit dan bank, dapat bertindak sebagai mekanisme pemantauan atas manajemen perusahaan, akibatnya mengurangi, secara umum, kebutuhan pembayaran dividen yang tinggi (Al-Najjar & Kilincarslan, 2016). Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>7</sub>: Terdapat pengaruh positif institutional holding terhadap *dividend payout ratio*.

### 3. Data dan Metode

Rancangan penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengujian hipotesis. Penelitian bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen yaitu *profitability, cash flow, tax, growth, market to book value, liquidity, dan intitutional holding* terhadap variabel dependen yaitu *dividend payout ratio*. Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah 51 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019, sebanyak 255 observasi. Kriteria pemilihan sample antara lain: 1) Perusahaan tidak mengalami delisting selama periode penelitian, 2) Perusahaan membagikan dividen berturut-turut selama periode penelitian, 3) Perusahaan memiliki laporan keuangan yang lengkap. Variabel dan pengukuran dirangkum pada Tabel 1.

Tabel 1. Variabel dan Pengukuran

Variabel	Pengukuran	Arah	Sumber
Dividend payout ratio	DPR = Dividend per share/Earning per share x 100%		(Sharma & Bakshi, 2019)(Basri, 2019; Dewasiri et al., 2019; Sharma & Bakshi, 2019; Thakur & Kannadhasan, 2018)
Profitability	ROE = Net income/Total equityx100%	+	(Wahjudi, 2019)
Cash flow	Net operating cash flow/Total asset	+	(Amidu & Abor, 2006)
Tax	Corporate tax dividend by net profit before tax for firm i in period t	-	(Zagonel et al., 2018; (Malaquias & Martins Borges Junior, 2019)
Growth	Growth in sales for firm i in period t	-	(Basri, 2019; Sharma & Bakshi, 2019)
Market to Book Value	Market price per share/Book value per share	-	(Sharma & Bakshi, 2019)
Liquidity	Current ratio = Current asset/Current liabilities	+	(Sharma & Bakshi, 2019)
Institutional holding	Percentage of institutional holdings of equity stock for firm i in period t	+	(Jia-Chi et al., 2018)

Metode yang digunakan adalah *balanced panel data with random effect model*. Data diolah menggunakan *software Eviews 9*. Tahap pengujian dia-wali dengan estimasi *common effect, fixed effect, dan random effect*. Kemudian dilakukan pemilihan model dengan tahapan *Chow test, Hausman test, dan Lagrange Multiple test* sebagai berikut pada Tabel 2.

Hasil menunjukkan bahwa nilai dari Prob. *Cross-Section Chi-Square* sebesar 0,000 < 0,05, Ha Diterima. Dapat disimpulkan bahwa model terbaik yang terpilih adalah *Fixed Effects Model*. Karena yang terpilih adalah *Fixed Effects Model*, maka dilanjutkan dengan *Hausman Test*.

Tabel 2. Pemilihan Model Estimasi

Uji	p-value	Keputusan
Chow	0,000	FEM
Hausman	0,508	REM
Lagrange Multiplier	0,000	REM

Nilai dari Prob. *Cross-Section Random* sebesar 0,508 > 0,05, Ha Ditolak, sehingga disimpulkan bahwa model terbaik yang terpilih adalah *Random Effects Model*. Selanjutnya dilakukan uji *Lagrange-Multiplier*.

Nilai dari Prob. *Breusch-Pagan* model 1 sebesar 0,000<0,05, Ha Diterima. Dapat disimpulkan bahwa model terbaik yang terpilih adalah *Random Effects*

*Model.* Dapat disimpulkan bahwa model terbaik yang terpilih adalah *Random Effects Model*.

Sehingga parameter data panel yang terbentuk adalah:

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 Tax_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 MTBV_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 IH_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan: DPR= *Dividend Payout Ratio*, ROE = *Return on Equity*, CF= *Cash Flow*, Tax= Pajak, Growth= *Pertumbuhan*, MTBV= *Market to Book Value*, CR= *Current Ratio*, IH= *Institutional Holding*

#### 4. Hasil

##### Deskripsi Statistik

Hasil olah statistik untuk deskripsi data disajikan pada tabel 3. *Dividend payout ratio* memiliki nilai rata-rata 21,27 persen yang artinya pada penelitian ini mayoritas perusahaan membagikan dividennya dalam jumlah kecil. Perusahaan yang lebih matang dan sudah berkembang umumnya akan memba-gikan dividen dengan nilai yang lebih tinggi karena tidak memerlukan ruang untuk membuat pertumbuhan baru. Sedangkan perusahaan yang masih membutuhkan dana besar untuk mengembangkan perusahaannya memilih untuk menahan labanya lebih banyak dibandingkan dengan membagikan dividen.

*Profitability* yang diukur menggunakan *return on equity* memiliki rata-rata 5,78 persen menunjukkan kemampuan perusahaan manufaktur

dari ekuitas yang diinvestasikan secara keseluruhan sudah mampu menghasilkan laba. Semakin tinggi ROE semakin bagus yang membuka peluang pembagian dividen semakin besar.

*Cash flow* memiliki nilai rata-rata 0,0901 yang artinya perusahaan masih mampu menciptakan *cash flow* positif meskipun nilainya kecil. Selama ini banyak perusahaan yang berfokus pada profitabilitas saja, padahal belum tentu perusahaan yang memiliki laba positif juga memiliki *cash flow* positif. Misalnya, Netflix Inc. melaporkan laba positif \$187 juta pada 18 Januari 2017 tetapi disisi lain ditemukan fakta bahwa *cash flow* bernilai negatif (Zutter & Smart, 2019). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia dalam kondisi yang baik karena rata-rata *cash flow* nya bernilai positif.

Pajak memiliki rata-rata 290 persen, menunjukkan bahwa pemotongan pajak perusahaan manufaktur di Indonesia sangat besar. Dibeberapa perusahaan memang cenderung kecil seperti ALKA, BIMA, DPNS, bahkan ada yang memiliki negatif seperti BTON, INCI, dan ISSP. Dari variasi data yang cukup ekstrim inilah sehingga pajak memiliki nilai rata-rata yang mungkin kurang merepresentasikan perusahaan manufaktur secara keseluruhan. Semakin besar pajak, maka akan mengurangi *net income* dan akan mengurangi peluang pembayaran dividen.

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Std. Deviasi	Minimal	Maksimal
Dividend payout ratio	0,2127	0,3814	-1,4017	2,2632
Profitability	0,0578	0,3875	-2,7115	1,2040
Cash flow	0,0901	0,1354	-0,0621	1,6548
Tax	290,5777	947,6831	-3505,0000	3693,0640
Growth	0,0555	0,1750	-0,5916	0,8588
Market to Book Value	4,5027	9,1750	0,0017	73,1143
Liquidity	2,3098	2,8097	-24,3588	15,1646
Institutional holding	0,6996	0,1997	0,0000	0,9977

*Pertumbuhan* diukur dengan pertumbuhan penjualan, yang memiliki rata-rata 5,55 persen yang artinya perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki angka penjualan yang dari tahun ke tahun cenderung meningkat. Hal ini juga mengindikasikan kondisi ekonomi negara Indonesia khususnya sektor manufaktur memiliki peran penting dalam kontribusi perekonomian.

*Market to book value* memiliki nilai rata-rata 4,50 yang menunjukkan bahwa kondisi perusahaan manufaktur di Indonesia mendapatkan perhatian dari investor dalam hal pengukuran kinerja per-

sahaan. Semakin tinggi *market to book value* menunjukkan semakin baik kondisi perusahaan.

Likuiditas yang diukur dengan *current ratio* memiliki nilai rata-rata 2,31 yang menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia dalam kondisi yang likuid. Perusahaan yang memiliki likuiditas baik, akan menunjukkan perusahaan mampu membayar kewajiban jangka pendeknya dengan baik.

*Institutional holding* memiliki nilai rata-rata 0,69 persen yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional perusahaan manufaktur di Indonesia

memiliki nilai yang sangat kecil atau dibawah satu persen.

### Hasil Analisis Regresi

Hasil pengujian statistik disajikan pada tabel 4. Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa probability, *Market to Book Value* berpengaruh pada level 5%, Sedangkan *cash flow*, *Growth* berpengaruh pada level 10%.

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi

Variabel	Koefisien	p-value
Konstanta	0,3128	0,1486 (0,2157)
Profitability	0,1390	0,0000* (0,0302)
Cash flow	-0,2261	0,0819** (0,1293)
Tax	7,73E-06	0,6605 (1,76E-05)
Growth	-0,1701	0,0704** (0,0935)
Market to Book Value	0,0050	0,0000* (0,0015)
Liquidity	-0,0017	0,7015 (0,0044)
Institutional holding	-0,2063	0,3320 (0,2122)
Adj-R Square		0,0852
Probabilitas-F		0,0000

Keterangan: \* signifikan 5% dan \*\* signifikan pada 10%

## 5. Pembahasan

### Profitability terhadap dividend payout ratio

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa *Return on Equity* berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa peran profitabilitas sangatlah besar, semakin tinggi laba maka akan semakin tinggi pula peluang pembayaran dividen. Perusahaan yang mampu membukukan keuntungan atau laba yang besar, akan cenderung memiliki kemampuan untuk membagikan dividen yang semakin besar. Sehingga, dengan semakin besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan meningkatkan *dividend payout ratio*. Tidak bisa dipungkiri bahwa perusahaan besar mampu menciptakan laba besar dan membagikan dividen besar bahkan cenderung naik (Sharma & Bakshi, 2019). Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan (Wahjudi, 2019). Hasil penelitian juga didukung penelitian terhadap perusahaan manufaktur periode 2009-2016 (Desmiza, 2021).

### Cash flow terhadap dividend payout ratio

Hasil analisis menunjukkan bahwa *cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Arus kas sebuah perusahaan merupakan hal terpenting, bahkan lebih penting dari pada profitabilitas (Zutter & Smart, 2019). Hal ini dapat dibuktikan dengan jika sebuah perusahaan memiliki *cash flow* positif maka sudah pasti memiliki laba positif, namun apabila sebuah perusahaan memiliki laba positif belum tentu memiliki *cash flow* positif.

Perusahaan dengan *cash flow* yang baik mengindikasikan perusahaan tersebut sehat. Semakin tinggi *cash flow* perusahaan, maka perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan. Sehingga perusahaan dengan *cash flow* yang baik, maka akan berdampak positif pada peningkatan *dividend payout ratio*.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya (Amidu & Abor, 2006), dimana *cash flow* mempengaruhi pembayaran dividen. Semakin lancar *cash flow* perusahaan, semakin lancar juga pembayaran dividen, hal ini menjadi indikator yang digunakan oleh investor meskipun secara tidak langsung namun sangat mudah untuk melacaknya, hasil ini juga didukung oleh Yusof & Ismail (2016).

### Tax terhadap dividend payout ratio

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan *tax* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Didalam teori pajak berpengaruh terhadap pembayaran dividen, seperti pemotongan pajak (Deslandes *et al.*, 2015). Namun hasil penelitian ini berbeda, ternyata pajak tidak berpengaruh di industri manufaktur baik adanya pemotongan maupun kenaikan pajak. Perusahaan lebih focus pada peningkatan laba untuk bisa membayar dividen. Selain itu, perusahaan juga lebih konsentrasi pada mempertahankan *cash flow*.

Perusahaan akan mengalokasikan laba bersih untuk bagian laba yang dibayarkan kepada pemegang saham, yaitu dividen dan sebagian lain sebagai laba ditahan untuk menambah modal perusahaan. Laba bersih merupakan laba perusahaan setelah dikurangi pajak yang harus dibayarkan perusahaan. Sehingga, besar kecilnya pajak akan sangat dipengaruhi oleh besar kecilnya laba. Sehingga, besarnya pajak yang dibayarkan oleh perusahaan tidak secara langsung akan mempengaruhi kebijakan dividen.

### ***Growth terhadap dividend payout ratio***

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa *growth* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Pertumbuhan penjualan pada perusahaan manufaktur di Indonesia memberikan fakta bahwa peran sektor ini sangatlah besar menopang perekonomian negara dan merupakan sektor dengan jumlah perusahaan terbanyak sehingga sangat masuk akal apabila penjualan menjadi hal yang sangat krusial (Yusof & Ismail, 2016). Hasil ini sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya yang menggunakan pengukuran yang sama (Basri, 2019). Di saat penjualan meningkat maka laba bersih yang diperoleh perusahaan juga akan meningkat, sehingga memperbesar peluang perusahaan untuk membagikan dividen. Hasil penelitian pada perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2014-2018 juga menunjukkan *sales growth* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* (Nurlatifah, 2021).

### ***Market to Book Value terhadap dividend payout ratio***

Hasil penelitian menunjukkan *market to book value* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Aidu & Abor (2006). Seorang investor menggunakan *market to book value* sebagai salah satu indikator untuk melihat kinerja sebuah perusahaan, hal ini memberikan fakta bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia mendapatkan perhatian besar dari investor dan merupakan industri favorit untuk investasi karena harga pasar yang merupakan bagian dari *market to book value* mempengaruhi pembayaran dividen (Wahjudi, 2019). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian pada perusahaan non-keuangan pada tahun 2012-2014 (Hermanto & Djashan, 2021).

### ***Likuiditas terhadap dividend payout ratio***

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan likuiditas tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini memungkinkan kondisi likuiditas perusahaan manufaktur cukup likuid. Penelitian sebelumnya yang menggunakan pengukuran *current ratio* untuk mengukur likuiditas (Rahmadi, 2018; Sharma & Bakshi, 2019) dan menyatakan adanya pengaruh positif antara *current ratio* dengan pembayaran dividen adalah Nurlatifah (2021), Sharma & Bakshi (2019). Perusahaan manufaktur di Indonesia ternyata tidak bergantung pada likuiditas dan likuiditas tidak memiliki peran penting

dalam pembayaran dividen. Meskipun secara teoritis semakin tinggi likuiditas sebuah perusahaan, maka akan semakin tinggi juga kesempatan untuk membayarkan dividen. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya pada perusahaan manufaktur di Indonesia tahun 2015-2017 (Fadillah & Eforis, 2020; Lie & Osesoga, 2020) dan juga hasil penelitian pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di Indonesia tahun 2016-2018 (Purwanti *et al.*, 2020), serta periode 2017-2019 (Mokoginta *et al.*, 2021). Selain itu, hasil yang sama juga ditemukan pada perusahaan subsektor perdagangan eceran tahun 2014-2018 (Buchari, 2020). Begitu juga dengan hasil penelitian pada perusahaan non-keuangan periode 2012-2014 (Hermanto & Djashan, 2021) dan periode 2013-2018 (Azhariyah *et al.*, 2021). Bahkan, *current ratio* juga tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* pada saham LQ45 periode 2009-2013 (Laim *et al.*, 2015) dan periode 2011-2017 (Marina *et al.*, 2020).

### ***Institutional holding terhadap dividend payout ratio***

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa *institutional holding* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya, dimana kepemilikan institusional mampu menangani konflik keagenan antara *owner* dan manajer (Amidu & Abor, 2006). Selain itu penyimpangan kepemilikan institusional juga menjadi faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen (Jory *et al.*, 2017), namun ternyata tidak di perusahaan manufaktur Indonesia. Rendahnya kepemilikan institusional pada perusahaan manufaktur di Indonesia cukup memberikan jawaban yang jelas bahwa tidak ada pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap pembagian dividen.

## **6. Simpulan dan Saran**

### **Simpulan**

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor yang mempengaruhi *dividen payout ratio*. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan *return on equity*, *cash flow*, *growth*, dan *market to book value* berpengaruh terhadap *dividen payout ratio*. Implikasi teoritis memberikan kontribusi nyata bahwa pada umumnya penelitian tentang kebijakan dividen menunjukkan hasil bahwa likuiditas mempengaruhi pembayaran dividen; sedangkan implikasi praktis dari hasil penelitian ini adalah



memberikan informasi kepada calon investor bahwa pentingnya mengetahui faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen.

### Saran

Keterbatasan dari penelitian ini adalah rasio-rasio keuangan masih mendominasi sebagai prediktor pembayaran dividen, meskipun telah memasukkan unsur pajak dan arus kas. Saran penelitian berikutnya adalah dengan menambahkan variabel risiko, tata kelola perusahaan, peluang investasi.

### Daftar Pustaka

- 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>
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7(2), 136–145. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>
- Azhariyah, A., Witjaksono, A. D., & Hartono, U. (2021). The Effect of Profitability, Leverage, Liquidity, Size, and Company Growth on the Dividend Payout Ratio in the Indonesian Capital Market 2013-2018. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 4(1), 1351–1360. <https://doi.org/10.33258/birci.v4i1.1761>
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., & Azeez, A. A. (2019). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Managerial Finance*, 45(1), 2–20. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0096>
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2012). Dividend policy in Indonesia: Survey evidence from executives. *Journal of Asia Business Studies*, 6(1), 79–92. <https://doi.org/10.1108/15587891211191399>
- Barros, V., Verga Matos, P., & Miranda Sarmiento, J. (2020). What firm's characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the Euronext stock exchange. *Journal of Business Research*, 115(June), 365–377. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.042>
- Basri, H. (2019). Assessing determinants of dividend policy of the government-owned companies in Indonesia. *International Journal of Law and Management*, 61(5–6), 530–541. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2017-0215>
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1996.008>
- Buchari, I. (2020). Determinan Dividen Payout Ratio Pada Perusahaan Subsubsektor Perdagangan Eceran. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil : JWEM*, 10(02), 89–102.
- Deslandes, M., Landry, S., & Fortin, A. (2015). The effects of a tax dividend cut on payout policies: Canadian evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 2–22. <https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2014-0081>
- Desmiza. (2021). Pengaruh Debt Asset Ratio, Return on Equity, Growth, Dan Size Terhadap Kebijakan Dividen. *MUKADIMAH: Jurnal Pendidikan, Sejarah, Dan Ilmu-Ilmu Sosial*, 5(1), 123–130.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kurupparachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Epaphra, M., & Nyantori, S. N. (2018). Analysis of the determinants of dividend policy: evidence from manufacturing companies in Tanzania. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 2(1), 18–30. [https://doi.org/10.22495/cgobr\\_v2\\_i1\\_p2](https://doi.org/10.22495/cgobr_v2_i1_p2)
- Fadillah, N., & Eforis, C. (2020). Pengaruh Return on Asset, Debt to Equity Ratio, Earning per Share, dan Current ratio terhadap Dividend Payout Ratio (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017). *Jurnal British*, 1(1), 32–49.
- Hermanto, W., & Djashan, I. A. (2021). Faktor-faktor penentu rasio pembayaran dividen pada perusahaan non-keuangan. *E-Jurnal Akuntansi TSM*, 1(1), 61–70.
- Jabbouri, I., & El Attar, A. (2018). The dividend paradox: a literature review. *International Journal of Markets and Business Systems*, 3(3), 197. <https://doi.org/10.1504/ijmabs.2018.10014420>
- Jia-Chi, C., Fang-Chi, L., & Tsai-Hui, T. (2018). The Effect of Institutional Ownership Stability on Cash Dividend Policy: Evidence from Taiwan.

- In *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance* (Vol. 6, pp. 207–222). Emerald Publishing Limited.  
<https://doi.org/10.1108/S2514-465020180000006006>
- Jory, S. R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). Institutional ownership stability and dividend payout policy. *Managerial Finance*, 43(10), 1170–1188.  
<https://doi.org/10.1108/MF-09-2016-0272>
- Kılınçarslan, E. (2018). The Factors Determining the Dividend Policy of Financial Firms Listed on the Borsa Istanbul. *Bogazici Journal*, 32(1).
- Laim, W., Nangoy, S., & Murni, S. (2015). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 3(1), 1129–1140.  
<https://doi.org/10.35794/emba.v3i1.7927>
- Lie, M. J., & Osesoga, M. S. (2020). Analisa faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio (Studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2015–2017). *ULTIMA Accounting*, 12(1), 1–20.  
<https://doi.org/10.31937/akuntansi.v12i1.1509>
- Lotto, J. (2020a). On an ongoing corporate dividend dialogue: Do external influences also matter in dividend decision? *Cogent Business and Management*, 7(1).  
<https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1787734>
- Lotto, J. (2020b). Towards extending dividend puzzle debate: What motivates distribution of corporate earnings in tanzania? *International Journal of Financial Studies*, 8(1), 1–14.  
<https://doi.org/10.3390/ijfs8010018>
- Malaquias, R. F., & Martins Borges Junior, D. (2019). Strategy, tax planning and liquidity constraints in investment funds. *Journal of Economic Studies*, 46(4), 842–857.  
<https://doi.org/10.1108/JES-11-2017-0334>
- Marina, D., Hidayat, W., & Wihadanto, A. (2020). Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Saham-Saham Indeks LQ45 Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011–2017. *Jurnal Manajemen Dan Keuangan*, 9(2), 206–222.  
<https://doi.org/10.33059/jmk.v9i2.2637>
- Mokoginta, G., Sondakh, J., & Pontoh, W. (2021). Pengaruh rasio keuangan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis, Dan Akuntansi*, 9(2), 796–807.
- Nurlatifah, S. (2021). Pengaruh earning per share, firm size, dan sales Growth terhadap dividend payout ratio (Studi empiris pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014 sampai tahun 2018). *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Krisnadwipayana*, 8(2), 324–343.  
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.35137/jabk.v8i2.539> Printed
- Purwanti, E., W, E. M., & Fajri, R. N. (2020). Faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada perusahaan manufaktur. *Accountia Journal*, 4(1), 60–76.
- Rahmadi, Z. T. (2018). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR) Di Perusahaan Go Publick Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Selain Jasa Keuangan Dengan Model Vector Autoregressive Periode 2009–2013. *Rekaman (Jurnal Riset Ekonomi Bidang Akuntansi Dan Manajemen)*, 2(1), 165–173.
- Sari, W. R. (2017). Dividend policy of Indonesian state-owned enterprises. *Telaah Bisnis*, 18(1), 33–44.  
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.35917/tb.v18i1.92>
- Setiawan, D., Bandi, B., Kee Phua, L., & Trinugroho, I. (2016). Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 230–252.  
<https://doi.org/10.1108/JABS-05-2015-0053>
- Setiawan, D., & Phua, L. K. (2013). Corporate governance and dividend policy in Indonesia. *Business Strategy Series*, 14(5–6), 135–143.  
<https://doi.org/10.1108/BSS-01-2013-0003>
- Sharma, R. K., & Bakshi, A. (2019). An evident prescience of determinants of dividend policy of Indian real estate companies: An empirical analysis using co-integration regression and generalised method of moments. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(3), 358–384.  
<https://doi.org/10.1108/JFMPC-02-2019-0012>
- Suhaimi, R., & Haryono, S. (2021). Pengaruh , Arus Kas Bebas , Arus Kas Operasi dan Pajak terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Humanika*, 11(2), 240–248.
- Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from

- Malaysia. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(5), 919-937. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091>
- Thakur, B. P. S., & Kannadhasan, M. (2018). Determinants of dividend payout of Indian manufacturing companies: A quantile regression approach. *Journal of Indian Business Research*, 10(4), 364-376. <https://doi.org/10.1108/JIBR-02-2018-0079>
- Trihermanto, F., & Nainggolan, Y. A. (2018). Corporate life cycle, CSR, and dividend policy: empirical evidence of Indonesian listed firms. *Social Responsibility Journal*, 16(2), 159-178. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2017-0186>
- Trong, N. N., & Nguyen, C. T. (2020). Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, ahead-of-p(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/jabes-12-2019-0128>
- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4-17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>
- Yousaf, I., Ali, S., & Hassan, A. (2019). Effect of family control on corporate dividend policy of firms in Pakistan. *Financial Innovation*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0158-9>
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88-99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>
- Zagonel, T., Terra, P. R. S., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 53(3), 304-323. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-04-2018-006>
- Zutter, C. J., & Smart, S. B. (2019). *Principles of Managerial Finance* (15th ed.). Pearson Prentice Hall.