

EKSPLORASI *DIVIDEND SMOOTHING* DAN *BOARD DIVERSTY* PADA NILAI PERUSAHAAN TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Ni Wayan Yuniasih¹
Ni Putu Ayu Kusumawati²

Fakultas Ekonomi, Bisnis, dan Pariwisata Universitas Hindu Indonesia, Bali, Indonesia^{1,2}
Email: yuniasihwayan@gmail.com

Abstract: Exploration of Dividend Smoothing and Board Diversty on the Value of Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. This study aims to test the signaling effect of dividend smoothing policies and board diversity in public companies in Indonesia. This research was conducted on 125 companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2014-2016 periods. Hypothesis testing by the multiple regression method that is preceded by testing the classical assumptions.

The test results found that dividend smoothing, gender, and company size had a positive effect on firm value. On the other hand, the type of industry has a negative effect on firm value. Only one variable, namely the presence of foreign board members does not affect the value of the company. If seen from the adjusted R² value of 0.159, all these variables are only able to explain 15.9% of the company's value variables. This means that there are other variables that also affect the value of the company that are not included in this study. Therefore further research can add other variables that might affect the value of the company such as corporate social responsibility or free cash flow.

Keywords: Board Diversity; Dividend Smoothing; Firm Value.

Abstrak: Eksplorasi *Dividend Smoothing* Dan *Board Diversty* Pada Nilai Perusahaan Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menguji efek pensinyalan dari kebijakan perataan dividen dan keragaman dewan di perusahaan publik di Indonesia. Penelitian ini dilakukan pada 125 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016. Pengujian hipotesis dilakukan dengan metode regresi berganda yang didahului dengan menguji asumsi klasik.

Hasil tes menemukan bahwa smoothing dividen, jenis kelamin, dan ukuran perusahaan memiliki efek positif pada nilai perusahaan. Di sisi lain, jenis industri memiliki efek negatif pada nilai perusahaan. Hanya satu variabel, yaitu kehadiran anggota dewan asing tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Jika dilihat dari nilai R² yang disesuaikan sebesar 0,159, semua variabel ini hanya mampu menjelaskan 15,9% dari variabel nilai perusahaan. Ini berarti bahwa ada variabel lain yang juga mempengaruhi nilai perusahaan yang tidak termasuk dalam penelitian ini. Oleh karena itu penelitian lebih lanjut dapat menambahkan variabel lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan seperti tanggung jawab sosial perusahaan atau arus kas bebas.

Kata kunci: Keragaman Papan; Dividen Smoothing; Nilai Perusahaan.

PENDAHULUAN

Perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dengan cara meningkatkan nilai perusahaan. Di sisi lain, para pemegang saham menanamkan modalnya untuk mendapatkan pendapatan dividen dan *capital gain* (Afriani, 2011). Pendapatan dividen yang diinginkan oleh *shareholders* adalah dividen yang selalu mengalami peningkatan, tapi itu tidak mungkin terjadi karena laba perusahaan setiap tahunan pasti selalu berubah. Perusahaan memiliki kecenderungan untuk melakukan kebijakan dividen dalam bentuk *dividend smoothing* dengan harapan dapat memberikan sinyal positif kepada investor.

Menurut teori yang dikembangkan oleh Lintner (1956) *dividend smoothing* adalah jumlah dividen yang bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya sehingga dividen yang dibagikan cenderung stabil. *Dividend smoothing* diharapkan dapat menarik banyak investor untuk menanamkan modalnya di suatu perusahaan sehingga nilai perusahaan tersebut meningkat. Peningkatan nilai perusahaan dapat tergambarkan dalam bentuk peningkatan harga

saham. Park dan Rhee (2017) menemukan bahwa investor bereaksi lebih baik terhadap perusahaan yang menerapkan kebijakan dividen dibandingkan dengan yang tidak menerapkan kebijakan dividen. Chemmanur *et al*, (2010) menemukan bahwa *dividend smoothing* perusahaan di Amerika cenderung lebih mendapatkan reaksi dibandingkan perusahaan di Hongkong. *Dividend smoothing* lebih sering dilakukan oleh perusahaan publik dibandingkan perusahaan privat (Michaely dan Roberts, 2012). Jeong (2013) menemukan bahwa kebijakan *dividend smoothing* tidak hanya dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan tetapi juga faktor makro ekonomi seperti pajak dan suku bunga.

Perusahaan berusaha memberikan sinyal positif kepada investor melalui penerapan praktik *corporate governance*. Diversitas dewan sering dianggap dapat meningkatkan efektivitas dewan dan monitoring sehingga direspon positif oleh investor. Adanya keragaman direksi dipercaya dapat mempengaruhi nilai perusahaan, baik dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang (Cox dan Blake 1991, Robison dan Dechant 1997, sebagaimana dikutip oleh Carter *et al* (2002).

Hasil penelitiannya menemukan adanya

pengaruh positif antara fraksi wanita dan minoritas dalam jajaran dewan dengan nilai perusahaan (Prasetyo dan Dewayanto, 2019). Kusumastuti dkk. (2007) menemukan bahwa diversitas dewan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Hasil berbeda ditemukan oleh Astuti (2017) proposi dewan direksi wanita, keberadaan warga negara asing, usia dan latar belakang pendidikan anggota dewan direksi tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian tentang *dividend smoothing* di Indonesia masih relatif sedikit sehingga masih perlu dilakukan penelitian lanjutan agar diperoleh hasil yang lebih *robust*. Adapun permasalahan yang ada diteliti adalah apakah kebijakan *dividend smoothing* dan *board diversity* berpengaruh pada nilai perusahaan? Penelitian ini bertujuan melakukan pengujian *signaling effect* dari kebijakan *dividend smoothing* dan *board diversity* pada perusahaan publik di Indonesia. *Board diversity* dalam penelitian ini dilihat dari keragaman gender dan kebangsaan anggota direksi dan komisaris. Perusahaan publik dipilih karena respon investor dapat tercermin pada harga saham. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang bagaimana respon investor

terhadap kebijakan dividen yang dilakukan dan diversitas dewan yang dimiliki perusahaan. Perusahaan dapat mengetahui kebijakan *dividend smoothing* yang ada di Indonesia dan pengaruhnya pada nilai perusahaan, sehingga keputusan terkait pembagian dividen menjadi lebih akurat.

Signaling Theory atau teori sinyal dikembangkan oleh (Ross, 1977), menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan memiliki informasi lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham perusahaannya meningkat. Teori signaling dividen didasarkan pada premis bahwa manajemen tahu lebih banyak tentang keuangan masa depan perusahaan dibandingkan pemegang saham, sehingga dividen memberi sinyal prospek perusahaan di masa depan. Penurunan dividen merupakan sinyal yang diharapkan (Gallagher dan Andrew, 2007). Investor sebagai pemegang saham menginginkan tingkat kemakmuran dalam bentuk pembagian dividen yang stabil dan cenderung meningkat.

Perusahaan memiliki tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaannya dengan

memberikan signal positif kepada investor dalam bentuk dividen yang stabil yang diistilahkan dengan *dividend smoothing*. Penelitian yang dilakukan Lintner (1956) dalam merupakan penelitian pertama untuk menentukan kebijakan dividen perusahaan. Lintner mengemukakan bahwa perusahaan menetapkan target *dividend payout ratio* dan kebijakan dividen disesuaikan secara bertahap dengan target yang telah ditetapkan. Penetapan target tersebut diharapkan perusahaan dapat mewujudkan investasi modal berkelanjutan dan mencapai pertumbuhan jangka panjang. Faktor utama yang menentukan pembayaran dividen suatu periode adalah laba mendatang dan dividen periode sebelumnya.

Perusahaan publik di Amerika Serikat memiliki kecenderungan melakukan *dividend smoothing* dibandingkan negara berkembang Satwiko dkk. (1995) serta Chemmanur *et al*, (2010). *Signaling effect* perubahan dividen terhadap *return* saham lebih tinggi di Amerika Serikat dibandingkan Hongkong. Sementara Park dan Rhee (2017) menemukan bahwa investor bereaksi lebih baik terhadap perusahaan yang menerapkan kebijakan dividen dibandingkan dengan yang tidak

menerapkan kebijakan dividen. Penelitian ini ingin melakukan pengujian *dividend smoothing* di pasar modal Indonesia mengingat topik ini masih jarang diteliti. Seiring dengan perkembangan pasar modal yang terjadi, perusahaan tentu berusaha menunjukkan kinerja yang baik untuk menarik dana investor melalui pembagian dividen.

informasi positif yang sering diberikan yaitu tentang penerapan *corporate governance* berupa diversitas anggota direksi dan komisaris. Pfeffer dan Salancik (1978) mengemukakan *resource based theory* tentang dua pandangan mengenai peranan dewan komisaris dan direksi perusahaan. Pandangan yang pertama yaitu perspektif hubungan lingkungan (*environmental linkage perspective*) menjelaskan bahwa dewan komisaris dan direksi adalah bagian perusahaan dan lingkungannya. Dewan komisaris dan direksi membantu melindungi perusahaan dari ketidakpastian lingkungan dengan menyediakan informasi dan sumber daya bagi perusahaan. Anggota dewan komisaris dan direksi dengan latar belakang yang mungkin berbeda-beda akan menyediakan sumber daya yang penting bagi perusahaan. Keberadaan dewan komisaris dan direksi merupakan mekanisme internal

yang mengontrol tindakan *self-serving behavior* manajemen sehingga dapat memaksimalkan nilai pemegang saham.

Diversitas anggota dewan komisaris dan direksi merupakan salah satu isu penting dalam mekanisme *corporate governance*. Diversitas dewan komisaris dan direksi menggambarkan distribusi perbedaan antara anggota dewan yang berkaitan dengan karakteristik-karakteristik mengenai perbedaan dalam sikap dan opini (Ararat *et al.*, 2010). Van der Walt dan Ingley (2003) dalam Luckerath-Rovers (2010) mendefinisikan diversitas dalam konteks *corporate governance* sebagai komposisi dewan komisaris dan direksi dan kombinasi dari kualitas, karakteristik, serta keahlian yang berbeda antara individu anggota dewan dalam kaitannya dengan pengambilan keputusan dan proses lainnya dalam dewan perusahaan. Menurut Milliken dan Martin (1996) diversitas dewan komisaris dan direksi dibedakan antara diversitas demografi seperti: gender, umur, ras, dan kebangsaan, serta diversitas kognitif seperti: keahlian (*skill*) dan pengalaman. Luckerath-Rovers (2010) menjelaskan dua alasan mengapa komposisi dewan komisaris dan direksi yang berkaitan dengan diversitas anggota dewan

bisa memengaruhi nilai perusahaan. Alasan pertama adalah karena dewan komisaris dan direksi memiliki pengaruh paling besar dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan. Alasan kedua adalah bahwa dewan komisaris dan direksi juga memiliki peranan sebagai pengawas (*supervisory role*).

Dalam penelitian ini, diversitas dewan komisaris dan direksi diukur menggunakan kriteria-kriteria yang berkaitan dengan karakteristik demografi berupa gender, dan kebangsaan. Keberadaan wanita dalam jajaran dewan komisaris dan direksi menandakan bahwa perusahaan memberikan kesempatan yang sama bagi setiap orang (tidak diskriminasi). Wanita memiliki pemahaman yang luas mengenai pasar dan konsumen perusahaan, sehingga pada akhirnya akan meningkatkan reputasi (legitimasi) dan nilai perusahaan (Brammer *et al.*, 2007 dalam Luckerath-Rovers, 2010) menganalisis masalah-masalah sebelum membuat suatu keputusan dan mengolah keputusan yang telah dibuat, sehingga menghasilkan pertimbangan serta alternatif penyelesaian yang lebih detail.

Carter *et al.* (2002; 2007); Marimuthu (2008); Ararat *et al.* (2010); Kristina dan

Wiratmaja (2018) menemukan pengaruh positif keberadaan dewan direksi asing atau etnis minoritas pada nilai perusahaan. Keberadaan anggota dewan direksi asing mampu meyakinkan investor asing bahwa perusahaan dikelola secara profesional (Randoy *et al.*, 2006). Keberadaan anggota dewan direksi dinilai membawa opini, latar belakang keluarga, perspektif, bahasa, keyakinan, dan pengalaman profesional yang beragam, sehingga menambah alternatif penyelesaian masalah dan pengetahuan bisnis. Oxelheim dan Randoy (2001) mengemukakan bahwa keberadaan anggota dewan komisaris dan direksi berkebangsaan asing menunjukkan bahwa perusahaan telah melakukan proses globalisasi dan pertukaran informasi dalam jejaring (*network*) internasional.

Berdasarkan landasan teori dan penelitian sebelumnya penelitian ini menduga bahwa *dividend smoothing*, diversitas gender, dan diversitas ras kebangsaan berpengaruh pada nilai perusahaan. Penelitian ini menambahkan ukuran perusahaan dan jenis industri sebagai variabel kontrol untuk menghindari perbedaan hasil penelitian akibat adanya perbedaan ukuran perusahaan dan jenis industri yang ada di pasar modal Indonesia.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan 3 variabel independen, 2 variabel kontrol dan 1 variabel dependen. Masing-masing variabel diukur sebagai berikut: *Dividend smoothing* diprosikan dengan model Lintner (1956) yaitu: S_i adalah speed of adjustment menunjukkan *dividend smoothing* yang dilakukan. D adalah *dividend payout* dan E adalah *earnings per share*. $D_t - D_{t-1} = S_i(E_{it} - D_{t-1})$. Diversitas gender diukur dengan keberadaan wanita dalam jajaran dewan komisaris dan direksi dinilai dengan *dummy*, jika terdapat anggota wanita diberi nilai 1, sebaliknya diberi nilai 0. Ararat *et al.* (2010). Diversitas ras diukur dengan keberadaan anggota dewan komisaris dan direksi dengan kebangsaan asing dinilai dengan *dummy*, jika terdapat warga negara asing dalam dewan perusahaan akan diberi nilai 1, jika tidak diberi nilai 0. Ararat *et al.* (2010). Ukuran perusahaan diukur dengan nilai total aktiva. Jenis industri diukur dengan *dummy* variabel. Nilai 1 diberikan pada perusahaan keuangan dan 0 untuk yang nonkeuangan. Nilai perusahaan pada penelitian ini diukur dengan rasio *price to book value* (PBV). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada

manajemen dan organisasi sebagai perusahaan yang terus bertumbuh. Rasio PBV merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku ekuitas (Aggarwal *et al.*, 1992 dan Wirawati, 2008).

$$PBV = \dots\dots\dots(1)$$

Nilai buku ekuitas yang digunakan adalah nilai buku per 31 Desember (t), sedangkan harga saham penutupan yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham penutupan pada tanggal publikasi laporan keuangan auditan di *website* BEI.

Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor KEP-36/PM/2003 tentang kewajiban penyampaian laporan keuangan berkala menyatakan bahwa perusahaan wajib menerbitkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit paling lambat akhir bulan ketiga (90 hari) setelah tanggal laporan keuangan. Tanggal laporan keuangan yang digunakan perusahaan sampel adalah 31 Desember sehingga batas akhir penyampaian laporan keuangan adalah 31 Maret tahun berikutnya. Penelitian ini menggunakan harga saham pada tanggal 31 Maret karena tidak ada perbedaan harga yang signifikan antara tanggal publikasi dan tanggal 31 Maret (Wirama, 2008).

Penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016. Sampel dipilih dengan beberapa kriteria yaitu perusahaan membagikan dividen selama periode pengamatan dan memiliki data lengkap sesuai dengan keperluan penelitian. Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan metode regresi berganda yang didahului dengan pengujian asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik diperlukan untuk memastikan model penelitian dinyatakan valid. Pengolahan data menggunakan program SPSS. Pengumpulan data dan tabulasi data akan dilakukan oleh anggota peneliti, sedangkan analisis data dan penyusunan laporan akhir akan dilaksanakan oleh ketua penelitian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016 sebagai populasi penelitian. Selanjutnya sampel penelitian ditentukan dengan metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria yang penentuan sampel diperoleh jumlah sampel penelitian sesuai Tabel 1.

Tabel 1.
Jumlah Sampel Penelitian

NO	KETERANGAN	TAHUN		
		2014	2015	2016
1	Perusahaan terdaftar	509	525	539
2	Perusahaan membagikan tidak dividen	-286	-294	-317
3	Perusahaan tidak bagi dividen berturut	-90	-98	-89
4	Perusahaan dengan mata uang pelaporan selain Rupiah	-8	-8	-8
5	Jumlah sampel penelitian	125	125	125

Penelitian ini menggunakan 125 perusahaan publik sebagai sampel dengan jumlah observasi sebanyak 375 pengamatan. Sampel terdiri dari 25 perusahaan sektor keuangan dan 100 perusahaan sektor non-keuangan yaitu pertambangan, manufaktur, pertanian dan sektor lainnya. Dilihat dari distribusi data, sebanyak 144 amatan tahun perusahaan memiliki anggota dewan pengurus yang memiliki kewarganegaraan asing. Dilihat dari sisi keberadaan perempuan dalam jajaran dewan pengurus perusahaan, ditemukan sebanyak 234 amatan tahun. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel mempertimbangkan keberadaan perempuan untuk memegang jabatan pada posisi manajemen puncak.

Perhitungan masing-masing variabel telah dilakukan dalam beberapa tahapan. Penentuan

nilai *dividend smoothing* menggunakan model yang dikembangkan oleh Lintner. Jika *speed of adjustment* semakin tinggi berarti semakin tinggi tingkat responsivitas perubahan dividen terhadap perubahan *earnings* (tidak stabil). Jika hasil perhitungan *speed of adjustment* semakin rendah maka perusahaan menerapkan kebijakan *dividend smoothing*. Proses perhitungan *speed of adjustment* diawali dengan melakukan regresi nilai *dividend per share* dan *earnings per share* dalam satu model regresi.

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan regresi linear berganda. Pengujian diawali dengan uji asumsi klasik agar diperoleh model yang sesuai. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa persamaan regresi telah memenuhi semua asumsi yang diperlukan sehingga pengujian hipotesis dapat dilanjutkan. Hasil uji F menunjukkan nilai signifikansi 0,000

yang berarti bahwa model regresi layak untuk digunakan menentukan kesimpulan.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel *dividend smoothing*, gender, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Di sisi lain, jenis industri berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Hanya satu variabel yaitu keberadaan anggota dewan berkebangsaan asing tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Jika dilihat dari nilai adjusted R² sebesar 0,159 menunjukkan seluruh variabel tersebut hanya mampu menjelaskan 15,9% variabel nilai perusahaan. Ini berarti ada variabel lain yang juga mempengaruhi nilai perusahaan yang tidak diikut sertakan dalam penelitian ini.

Dividend smoothing berpengaruh positif pada nilai perusahaan menggambarkan bahwa investor memberikan respon positif pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah stabil. Ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Park dan Rhee (2017) menemukan bahwa investor bereaksi lebih baik terhadap perusahaan yang menerapkan kebijakan dividen dibandingkan dengan yang tidak menerapkan kebijakan dividen.

Sejalan dengan informasi dividen,

pasar juga memberikan respon positif pada keberadaan perempuan dalam jajaran pengurus perusahaan. Keberadaan perempuan dianggap memberikan dampak positif bagi perusahaan dalam bentuk alternatif keputusan yang lebih beragam. Perusahaan dengan nilai aset besar dianggap lebih aman untuk berinvestasi, sehingga nilai perusahaan yang diberikan investor lebih tinggi. Hasil penelitian ini sejalan dengan pandangan tersebut. Beberapa penelitian yang menemukan hasil sejalan antara lain: Carter *et al.* (2002) menemukan keterkaitan antara persebaran dalam anggota dewan (*board diversity*), nilai perusahaan, dengan *corporate governance*. Hasil penelitiannya menemukan adanya pengaruh positif antara fraksi wanita dan minoritas dalam jajaran dewan dengan nilai perusahaan. Kusumastuti dkk. (2007) menemukan bahwa diversitas dewan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan rumusan masalah dan hasil pengujian disimpulkan bahwa *dividend smoothing*, gender, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Jenis industri berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Hanya satu variabel yaitu

keberadaan anggota dewan berkebangsaan asing tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Jika dilihat dari nilai adjusted R² sebesar 0,159 menunjukkan seluruh variabel tersebut hanya mampu menjelaskan 15,9% variabel nilai perusahaan. Ini berarti ada variabel lain yang juga mempengaruhi nilai perusahaan yang tidak diikuti sertakan dalam penelitian ini. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lain yang mungkin berpengaruh pada nilai perusahaan misalnya *corporate social responsibility* atau *free cash flow*.

REFERENSI

- Afriani, A. 2011. Pengaruh Information Asymmetry Terhadap Dividend Smoothing. Universitas Mercu Buana Press.
- Ararat, M., M. Aksu, and A. T. Cetin. 2010. Impact of Board Diversity on Boards' Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1572283>. Diakses pada 02 Juli 2018.
- Astuti, E. P. 2017. Pengaruh Diversitas Dewan Direksi Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Prodi Manajemen Universitas Pamulang*. Vol. 4, No.2, April 2017.
- Carter, D.A., B. J. Simkims, and W.G. Simpson. 2002. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*. No.38: 33-53.
- Carter, D.A., Frank D'Souza, Betty J. Simkims, and W.G. Simpson. 2007. The Diversity of Corporate Board Committees and Financial Performance. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1106698>. Diakses pada 02 Juli 2018.
- Chemmanur, T.J, Jie He, Gang Hu, dan Helen Liu. 2010. Is Dividend Smoothing Universal? New Insights from a Comparative Study of Dividend Policies in Hongkong and The U.S. *Journal of Corporate Finance*. Vol 16. 413-430.
- Gallagher, T.J., dan J. D. Andrew, 2007. *Financial Management Theory and Practice 11th Edition*. Thomas South Western. USA.
- Jeong, J. 2013. Determinants of Dividend Smoothing in Emerging Market: The Case of Korea. *Emerging Market Review*. Vol. 17, December. pp. 76-88.
- Kusumastuti, S., Supatmi, dan P. Sastra. 2006. Pengaruh Board Diversity terhadap Nilai Perusahaan dalam Perspektif Corporate Governance. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 2, Nopember 2007: 88-98.
- Kristina, I G.A.R dan I D. N. Wiratmaja. 2018. Pengaruh Board Diversity dan Intellectual Capital pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*. Vol. 22 No. 3, pp. 2313-2338.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporate Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*. 46(2): 97-113.
- Luckerath-Rovers, M. 2010. Female Directors on Corporate Boards Provide Legitimacy to A Company. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1411693>. Diakses pada 20 Juli 2018.
- Marimuthu, M. 2008. Ethnic Diversity on Boards of Directors and Its Implications on Firm Financial Performance. *The Journal of International Social Research*. Vol. 1(4): 431-445.
- Michaely, R. dan M. R. Roberts. 2012. Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. *The Review of Financial Studies*. Vol. 2, No. 3.
- Milliken, F., and Martins L. 1996. Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups. *Academy of Management Review*. No.21: 402-434.
- Oxelheim, L. and T. Randoy. 2001. The Impact of Foreign Board Membership on Firm

- Value. *Journal of Banking and Finance*. Working Papers No. 567.
- Randoy, T., S. Thomsen, and L. Oxelheim. 2006. A Nordic Perspective on Corporate Board Diversity. Available at: http://www.nordicinovation.net/img/a_nordic_perspective_on_board_diversity_final_web.pdf. Diakses pada 12 Juli 2018.
- v, S. A. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economic*. Vol.8 No.1. pp. 23-40.
- Park, K.S, dan K. Rhee. 2017. Dividend Policies and the Sensitivity of Firm Value to Dividend Announcement and Investment. *Journal of Business and Management*. Vol.6 No.1: 1-18.
- Pfeffer, J. and Salancik, G. 1978. *The External Control of Organizations: A Resources Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Prasetyo, D. dan T. Dewayanto. 2019. Pengaruh Karakteristik Dewan Komisaris terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur periode 2013-2015). *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 8 No. 2, pp. 1-10.
- Satwiko, A.G, Nachrowi D.N, dan Manurung, A.H. 1995. Kebijakan Dividen Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Jakarta (BEJ): Besaran, Strategi, dan Stabilitas Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.8 No. 1. 159-179.
- Siciliano, J.I. 1996. The Relationship of Board Member Diversity to Organizational Performance. *Journal of Business Ethics*. Vol.15: 1313-1320.
- Wirama, D. G. 2008. Validitas Teori Surplus Bersih dalam Menjelaskan Harga dan Return. Desertasi. (Tidak dipublikasikan). Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Wirawati, N. G. P. 2008. Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan terhadap Price to Book Value dalam Penilaian Saham di Bursa Efek Jakarta dalam Kondisi Krisis Moneter. *Buletin Studi Ekonomi*. Vol. 13, No. 1: 90-99.