
Peranan *Board Size* dalam Pengaruh Kontrol Keluarga terhadap Keputusan Membayar Dividen

Nunik Dwi Kusumawati, Universitas Negeri Surabaya, Surabaya, Indonesia

Edita Rachma Kamila, Universitas Nahdlatul Ulama Sidoarjo, Sidoarjo, Indonesia

Abstract:

This study aims to determine the effect of family control on the dividend-paying decisions. The sampling method used purposive sampling, and the analytical method used in this study was the logistic regression method. Based on the results of the analysis it can be concluded that family control has a significant negative effect on the decision to pay dividends. This study also looks at the role of board size in moderating the effect of family control on dividend-paying decisions. The board size variable does not moderate the effect of family control on the decision to pay dividends. It only acts as a predictor variable, where board size has a positive effect on the dividend-paying decisions.

Keywords: family control, dividend-paying decisions, board size

Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kontrol keluarga terhadap keputusan membayar dividen. Penelitian ini juga melihat peranan *board size* dalam memoderasi pengaruh kontrol keluarga terhadap keputusan membayar dividen. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dan metode analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah metode regresi logistik. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa kontrol keluarga berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan membayar dividen. Variabel *board size* tidak memoderasi pengaruh kontrol keluarga terhadap keputusan membayar dividen dan hanya bertindak sebagai variabel predictor, di mana *board size* berpengaruh positif terhadap keputusan membayar dividen.

Keywords: kontrol keluarga, keputusan membayar dividen, *board size*

Email Korespondensi:

nunikkusumawati@unesa.ac.id

PENDAHULUAN

Perusahaan keluarga adalah suatu bentuk usaha yang sangat umum di banyak negara. Perusahaan-perusahaan di Indonesia secara historis dan sosiologis adalah perusahaan yang dimiliki dan dikontrol oleh keluarga, meskipun perusahaan keluarga tumbuh dan berkembang menjadi perusahaan terbuka, namun kontrol terhadap perusahaan yang dipegang oleh keluarga masih signifikan. Adanya pertalian darah dan rasa memiliki yang sangat kuat dari anggota keluarga sering membuat pengambilan keputusan strategis menjadi lebih sulit.

Dalam terminologi bisnis ada dua jenis perusahaan keluarga. Pertama, perusahaan yang dimiliki keluarga tetapi dikelola oleh eksekutif profesional yang berasal dari luar lingkaran keluarga, dan yang kedua adalah perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh

anggota keluarga pendiri. Berdasarkan survey yang dilakukan oleh PricewaterhouseCoopers (PwC) pada tahun 2014 bahwa 87% perusahaan keluarga di Indonesia, merupakan perusahaan keluarga yang aktif dimana peran keluarga tidak hanya sebagai pemegang saham namun juga berada dalam manajemen.

Sama halnya dengan perusahaan lain, tujuan umum perusahaan keluarga adalah memaksimalkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (*shareholders*). Dalam konteks teori keagenan, kendala pencapaian tujuan tersebut dipicu oleh adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan agen yang merupakan tim manajemen yang dipercayai oleh pemilik perusahaan. Perbedaan kepentingan tersebut memunculkan masalah keagenan yang berakibat pada kinerja manajemen yang tidak optimal. Dalam perusahaan keluarga, masalah keagenan yang timbul adalah konflik antara pemegang saham mayoritas yaitu keluarga dengan pemegang saham non keluarga. Pemegang saham keluarga berusaha memaksimalkan nilai perusahaan dan kepentingan pribadi, serta meminimalkan risiko agar perusahaan dapat diwariskan kepada anak cucunya, sedangkan pemegang saham non keluarga berinvestasi di perusahaan tersebut untuk memperoleh dividen atau *capital gain*, sehingga kepentingan mengarah pada kemakmuran pemegang saham minoritas.

Salah satu keputusan penting yang harus diambil oleh manajemen perusahaan adalah kebijakan dividen yang merupakan besarnya persentase laba yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan dividen, keluarga lebih cenderung untuk menahan arus kas bebasanya dengan membayar dividen lebih rendah. Ketika struktur kepemilikan terkonsentrasi di tangan beberapa pemegang saham dominan seperti keluarga, pemegang saham pengendali ini dapat menggunakan kekuatan mereka untuk tidak hanya mengendalikan dan memantau manajer secara efektif, tetapi juga mengambil alih pemegang saham minoritas jika perlindungan yang diberikan kepada minoritas terlalu lemah (Duygun *et al.*, 2018).

Perusahaan-perusahaan di Indonesia menganut *two-tier board system* yang ditandai dengan adanya pemisahan antara badan pengawas dan manajemen. Di bawah sistem ini, manajemen perusahaan sehari-hari diserahkan kepada dewan direksi, yang kemudian diawasi oleh badan pengawas, yaitu dewan komisaris. Kedua badan ini memiliki wewenang yang berbeda dan komposisi mereka tidak dapat dicampur, yaitu anggota dewan direksi tidak dapat duduk di dewan komisaris dan sebaliknya. Keuntungan dari sistem ini adalah adanya mekanisme pengawasan yang jelas.

Dalam masalah keagenan di perusahaan keluarga, manajer yang umumnya berasal dari keluarga dapat memilih kebijakan dividen yang meningkatkan keuntungan keluarga mereka sendiri. Salah satu fungsi dari *corporate governance* adalah untuk melakukan pengawasan dan menyeimbangkan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Sehingga, perusahaan dengan kualitas tata kelola yang baik dapat mengurangi masalah keagenan.

Terdapat beberapa mekanisme tata kelola perusahaan yang dapat digunakan untuk memperbaiki masalah keagenan yang terjadi dalam perusahaan keluarga, salah satunya

adalah *board size*. Kemampuan dewan komisaris untuk memantau kinerja manajemen, mendisiplinkan manajer dan menyetujui keputusan penting seperti kebijakan dividen dapat mengurangi masalah keagenan yang ada. Dewan komisaris juga berfungsi dan bertanggung jawab secara kolektif untuk memberikan nasihat kepada direksi dan memastikan bahwa perusahaan menerapkan *good corporate governance*.

Penelitian-penelitian terdahulu tentang pengaruh kontrol keluarga terhadap kebijakan dividen menemukan hasil yang berbeda-beda, seperti, Atmaja (2016), pada penelitiannya di Australia menemukan kontrol keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan Mulyani *et al.* (2016) pada penelitian di Indonesia menemukan bahwa kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, penelitian Duygun *et al.* (2018) pada penelitian di Indonesia juga menemukan pengaruh negatif antara kontrol keluarga dan kebijakan dividen. Wu *et al.* (2020) pada penelitiannya di Taiwan menemukan bahwa kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sedangkan Pindado *et al.* (2012) pada penelitiannya di 9 negara *Eurozone* menemukan bahwa kontrol keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil yang berbeda-beda ini menunjukkan kemungkinan adanya faktor lain yang memengaruhi kebijakan dividen dalam perusahaan keluarga, yaitu *board size*. Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis peranan *board size* dalam pengaruh kontrol keluarga terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan Dividen

Dividen berhubungan dengan hak pemegang saham untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan (Sudana, 2015). Jumlah yang akan diperoleh sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki pemegang saham dan disesuaikan dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Kebijakan dividen pada penelitian ini diukur dengan variabel *dummy*. Apabila perusahaan membayar dividen akan diberikan nilai 1 dan apabila tidak membayar akan diberi nilai 0.

Kontrol Keluarga

Kontrol keluarga berkaitan dengan kewenangan pihak keluarga untuk membuat keputusan perusahaan yang berkaitan dengan operasi dan perencanaan strategis. Kepemilikan keluarga yang terkonsentrasi dapat membuat keluarga menguasai hak voting dalam RUPS sehingga mampu mengusulkan dan memutuskan anggota keluarga untuk menjabat dalam manajemen perusahaan (Mulyani *et al.*, 2016). Kontrol keluarga juga dapat didefinisikan sebagai keterlibatan keluarga dalam manajemen. Perusahaan keluarga dapat mengontrol perusahaan melalui saham yang dimiliki di perusahaan (Baek *et al.*, 2016). Pendiri berupaya mempertahankan kontrolnya bisa dengan cara menempatkan anggota keluarganya pada posisi kunci di perusahaan, cenderung berupaya menguasai posisi dewan direksi maupun dewan komisaris. Hubungan keluarga diidentifikasi dengan menelusuri kepemilikan saham keluarga pendiri baik secara langsung maupun tidak langsung dengan dicirikan dengan nama marga atau nama belakang yang sama dengan

pendiri perusahaan. Kontrol keluarga dalam penelitian ini diukur dengan variabel *dummy*, diberi nilai 1 apabila pemegang saham keluarga memiliki 20% saham dalam perusahaan dan/atau keluarga menduduki jabatan dalam direksi atau komisaris, serta diberi nilai 0 jika lainnya.

Board Size

Board size atau ukuran dewan adalah jumlah anggota dewan komisaris dalam suatu perusahaan (Nava *et al.*, 2009). Dewan komisaris sebagai organ perusahaan berfungsi dan bertanggung jawab secara kolektif untuk mengawasi dan memberikan nasihat kepada direksi dan memastikan bahwa perusahaan menerapkan GCG. Dewan komisaris bertindak demi kepentingan terbaik perusahaan dan pemegang sahamnya, melindungi hak-hak pemegang saham, serta mengawasi direksi. *Board size* dalam penelitian ini diukur melalui jumlah anggota dewan komisaris yang dimiliki perusahaan

Pengaruh Kontrol Keluarga terhadap Kebijakan Dividen

Teori keagenan memberikan dua pandangan berbeda dalam kontrol keluarga. Pandangan pertama adalah bahwa perusahaan yang dikontrol keluarga dapat memberikan pemantauan manajemen yang lebih baik karena adanya penyelarasan yang lebih baik antara pemegang saham mayoritas dan manajer, disebut sebagai efek penyelarasan yang pada akhirnya mengarah pada kebijakan dividen yang efektif. Pandangan kedua melibatkan efek *entrenchment*, yang menyiratkan bahwa kontrol keluarga yang besar dapat memiliki akses dan kekuatan untuk menyalahgunakan nilai perusahaan dengan mengorbankan pemegang saham minoritas, yang berpotensi menyebabkan ketidakefisienan dalam kebijakan dividen (Mulyani *et al.*, 2016).

Pengendali perusahaan keluarga lebih memilih pembayaran dividen yang lebih rendah sehingga mereka dapat mempertahankan kas yang dapat diekspropriasi (Mulyani *et al.*, 2016). Ekspropriasi adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Friedman *et al.*, 2003). Ada beberapa kebijakan yang dapat menimbulkan ekspropriasi seperti kebijakan operasi perusahaan (gaji dan tunjangan yang tinggi, bonus dan kompensasi yang besar, dana pensiun yang tinggi, dan dividen tidak dibagi), kebijakan kontraktual (harga transfer yang lebih murah kepada perusahaan yang berada dalam sepengendali, penjualan aktiva kepada pihak lain dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar, dan berutang dengan motif nondilusi kontrol), kebijakan penjualan kontrol (menjual kontrol yang dimilikinya kepada pihak lain dengan harga premium), kebijakan *freezing out* (menjual saham perusahaan kepada pihak lain yang juga terkait dengan pemegang saham pengendali dengan harga yang lebih murah dari harga pasar). Menurut *agency theory of free cash flow*, pembayaran dividen dapat menurunkan arus kas bebas yang dapat dialihkan untuk keperluan pribadi atau berinvestasi dalam proyek yang tidak menguntungkan yang memberikan manfaat pribadi (Jensen & Meckling, 1976). Penelitian Teng *et al.* (2021) dan Wu *et al.* (2020) juga menemukan bahwa perusahaan keluarga mengeluarkan dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan non keluarga. Oleh karena itu hipotesis

pertama yang diajukan adalah:

H1: Kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap keputusan untuk membayar dividen

Peranan *Board Size* dalam Pengaruh Kontrol Keluarga terhadap Kebijakan Dividen

Menurut *outcome hypothesis*, dewan yang lebih besar lebih efektif dalam memantau dan mengendalikan perilaku oportunistik manajemen (yaitu mengeksploitasi arus kas bebas untuk diri mereka sendiri), karena dewan yang lebih besar dikaitkan dengan lebih banyak keahlian dan pengalaman untuk mengawasi tindakan manajer, sehingga dapat meminimalkan masalah keagenan dan meningkatkan kinerja perusahaan, termasuk pembayaran dividen (Ntim, Lindop, *et al.*, 2015; Ntim, Opong, *et al.*, 2015).

Penelitian Elmagrhi *et al.* (2017) menemukan bahwa semakin besar ukuran dewan komisaris, semakin banyak pengalaman dan keahlian yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini akan membuat tata kelola perusahaan keluarga menjadi semakin baik karena pengawasan tindakan manajer semakin ketat dan mendorong manajer keluarga untuk mengikuti kebijakan yang dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham, termasuk membagi dividen yang lebih besar kepada pemegang saham.

Menurut *Indonesia Corporate Governance Manual*, pengambilan keputusan mengenai kebijakan dividen harus melalui persetujuan dewan komisaris sebelum diajukan ke RUPS. Dewan komisaris dapat tidak menyetujui dividen yang diajukan oleh dewan direksi jika pembagian dividen dianggap tidak sesuai dan merugikan pemegang saham. Sehingga, besarnya dewan komisaris memiliki peran penting dalam pengambilan kebijakan dividen perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis kedua yang diajukan adalah:

H2: *Board size* memperlemah pengaruh negatif kontrol keluarga terhadap keputusan untuk membayar dividen

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari publikasi yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan periode penelitian 2014-2021. Data yang digunakan diperoleh dari situs resmi BEI, www.idx.co.id. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu diantaranya: perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 2014-2021, memiliki laporan tahunan yang komprehensif dan dicatat dalam mata uang rupiah. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel, perusahaan yang memenuhi syarat adalah 76 perusahaan manufaktur dengan jumlah observasi sebesar 521. Penelitian ini menggunakan analisis regresi logistik dengan *software* IBM SPSS 24 karena variabel dependen yang digunakan dalam penelitian menggunakan variabel *dummy* dengan nilai nominal 1 dan 0. Untuk menilai kelayakan model, uji prasyarat atau kualitas data yang digunakan pada regresi logistik antara lain: uji keseluruhan model (*overall model fit*), serta uji *Goodness of Fit* menggunakan *Hosmer and Lemeshow Test*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Kesesuaian Model

Tabel 1 menunjukkan uji kesesuaian model dalam penelitian ini. Tabel 1 menunjukkan bahwa nilai *overall model fit* sebesar $208,749 < chi\ square$ tabel 658.094, sehingga dapat dikatakan bahwa model yang dibangun sudah fit dengan data. Hasil yang sama ditunjukkan melalui pengujian *Goodness of Fit* dengan *Holmer and Lemeshow's test* yang menunjukkan nilai signifikansi $0,405 > 0,05$. Dengan kata lain, model yang dibangun dalam penelitian ini sudah fit dengan data.

Tabel 1. Uji Kelayakan Model

| Pengujian | Nilai | Interpretasi |
|---|---------|-----------------------|
| <i>Overall Model Fit</i> (-2log likelihood) | 208,749 | Model fit dengan data |
| <i>Goodness of Fit</i> (Hosmer dan Lemeshow's test) | 0,405 | Model fit dengan data |

Sumber: data diolah, 2023

Hasil Uji Analisis Regresi Logistik

Tabel 2 menyajikan hasil uji analisis regresi logistik. Berdasarkan hasil analisis, variabel kontrol keluarga memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap keputusan untuk membayar dividen dengan nilai signifikansi $0,047 < 0,05$. Oleh karena itu, hipotesis pertama diterima. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Duygun *et al.* (2018), Mulyani *et al.* (2016), Teng *et al.*, 2021 dan Wu *et al.* (2020) yang menyatakan bahwa kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Nilai *odds ratio* menunjukkan perusahaan yang dikontrol keluarga akan memiliki kemungkinan untuk membayar dividen 28,8% lebih kecil dibandingkan perusahaan yang tidak dikontrol oleh keluarga.

Variabel *board size* berpengaruh positif terhadap keputusan untuk membayar dividen dengan nilai signifikasnsi sebesar $0,000 < 0,005$. Nilai *odds ratio* menunjukkan bahwa *board size* yang lebih besar akan meningkatkan kemungkinan untuk membayar dividen 1,93 kali. Interaksi antara variabel kontrol keluarga dan *board size* tidak memoderasi pengaruh antara kontrol keluarga terhadap kebijakan dividen dengan nilai signifikansi $0,499 > 0,05$. Oleh karena itu, hipotesis kedua dalam penelitian ini ditolak. Berdasarkan hasil penelitian, *board size* diklasifikasikan sebagai prediktor moderasi, karena koefisien moderasi *board size* dinyatakan signifikan sedangkan koefisien interaksi kontrol keluarga dan *board size* dinyatakan tidak signifikan. Hal ini berarti variabel *board size* hanya berperan sebagai variabel prediktor dalam model hubungan yang dibentuk (Solimun, 2017).

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Logistik

| Variabel | Dividen | | |
|------------------|-------------------|------------|-------|
| | Koefisien β | Odds Ratio | Sig t |
| (Constant) | -4,547 | 0,011 | 0,000 |
| Kontrol Keluarga | -1,479 | 0,288 | 0,047 |

| | | | |
|-------------------------------------|--------|----------|-------|
| <i>Board Size</i> | 0,659 | 1,933 | 0,000 |
| Kontrol Keluarga* <i>Board Size</i> | 0,077 | 1,080 | 0,499 |
| <i>Leverage</i> | -0,762 | 0,467 | 0,482 |
| Profitabilitas | 8,920 | 7479,436 | 0,001 |
| Dividen t-1 | 4,340 | 76,724 | 0,000 |
| Nagelkerke R Square | | 0,829% | |

Sumber: data diolah, 2023

Pembahasan

Pengaruh Kontrol Keluarga terhadap Keputusan Membayar Dividen

Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik, kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap keputusan membayar dividen. Hal ini menyiratkan bahwa adanya kontrol keluarga membuat keluarga memiliki akses dan kekuatan untuk menyalahgunakan nilai perusahaan dengan mengorbankan pemegang saham minoritas, yang berpotensi menyebabkan ketidakefisienan dalam kebijakan dividen (Mulyani *et al.*, 2016). Pengendali perusahaan keluarga lebih memilih tidak pembayaran dividen sehingga mereka dapat mempertahankan kas yang dapat diekspropriasi. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Duygun *et al.* (2018), Mulyani *et al.* (2016), Teng *et al.*, 2021 dan Wu *et al.* (2020) yang menyatakan bahwa kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti bahwa perusahaan yang dikontrol keluarga di Indonesia memiliki kemungkinan 28,8% lebih kecil untuk membayar dividen dibandingkan dengan perusahaan non keluarga. Oleh karena itu, investor bisa mempertimbangkan kontrol keluarga dalam perusahaan ketika memilih untuk membeli saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan bagi perusahaan keluarga, hasil penelitian ini bisa digunakan sebagai evaluasi dalam pengelolaan perusahaan.

Peranan Board Size dalam Pengaruh Kontrol Keluarga terhadap Keputusan Membayar Dividen

Berdasarkan hasil penelitian *board size* tidak memoderasi pengaruh kontrol keluarga terhadap keputusan membayar dividen. Hasil ini merupakan keterbaruan dalam penelitian ini. Penelitian ini menemukan bahwa *board size* hanya bertindak sebagai variabel prediktor saja, di mana *board size* memiliki pengaruh positif terhadap keputusan membayar dividen. Hal ini selaras dengan *outcome hypothesis* yang menyatakan bahwa dewan yang lebih besar lebih efektif dalam memantau dan mengendalikan perilaku oportunistik manajemen (yaitu mengeksploitasi arus kas bebas untuk diri mereka sendiri), karena dewan yang lebih besar dikaitkan dengan lebih banyak keahlian dan pengalaman untuk mengawasi tindakan manajer, sehingga dapat meminimalkan masalah keagenan

dan meningkatkan kinerja perusahaan, termasuk pembayaran dividen (Ntim, Lindop, *et al.*, 2015; Ntim, Opong, *et al.*, 2015).

Hasil ini memberikan tambahan bukti bahwa dewan komisaris yang lebih besar dapat meningkatkan kemungkinan untuk membayar dividen 1,93 kali. Oleh karena itu, dewan yang lebih besar dianggap mampu untuk mengurangi masalah keagenan yang ada dalam perusahaan. Namun, penelitian ini gagal membuktikan peranan *board size* untuk mengurangi masalah keagenan yang ada pada perusahaan keluarga. Hal ini dikarenakan komisaris yang ditempatkan pada perusahaan keluarga umumnya berasal dari keluarga itu sendiri, sehingga fungsi pengawasan dan pengendalian menjadi kurang efektif pada perusahaan keluarga. Implikasi bagi investor bisa mempertimbangkan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih besar.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis disimpulkan bahwa kontrol keluarga berpengaruh negatif terhadap keputusan untuk membayar dividen. *Board size* hanya bertindak sebagai variabel prediktor terhadap keputusan untuk membayar dividen dan penelitian ini tidak menemukan peranan *board size* dalam pengaruh kontrol keluarga terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya diharapkan menambah variabel seperti komisaris independen dalam penelitian, karena dalam perusahaan keluarga dewan komisaris yang ditunjuk umumnya berasal dari keluarga sehingga pengawasan bagi tindakan manajer menjadi kurang efektif.

DAFTAR PUSTAKA

- Atmaja, L. S. (2016). The Impact of Family Control on Dividend Policy: Evidence from Indonesia. *International Research Journal of Business Studies*, 9(3), 147–156. <https://doi.org/10.21632/irjbs.9.2.147-156>
- Baek, H. Y., Cho, D. D., & Fazio, P. L. (2016). Family ownership, control and corporate capital structure. *Journal of Family Business Management*, 6(2), 169–185. <https://doi.org/10.1108/jfbm-02-2015-0006>
- Duygun, M., Guney, Y., & Moin, A. (2018). Dividend policy of Indonesian listed firms: The role of families and the state. *Economic Modelling*, 75, 336–354. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.07.007>
- 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>
- Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732–750. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2003.08.004>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Economic Analysis of the Law: Selected Readings*, 162–176. <https://doi.org/10.1002/9780470752135.ch17>

- Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, Leverage, and Family Ownership in The Emerging Indonesian Market. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 43, 16–29.
- Nava, S., Lisa, M., & Jiani, Z. (2009). Corporate governance, firm characteristics and risk management committee formation in Australian companies. *Managerial Auditing Journal*, 24(4), 316–339. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=37927297&site=ehost-live>
- Ntim, C. G., Lindop, S., Osei, K. A., & Thomas, D. A. (2015). Executive director pay, corporate governance and performance: A simultaneous equation approach. *Managerial and Decision Economics*, 36(2), 67–96.
- Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2015). Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach. *International Review of Applied Economics*, 29(2), 194–220. <https://doi.org/10.1080/02692171.2014.983048>
- Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2012). Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), 413–431. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00921.x>
- Solimun, F. (2017). *Metode Statistika Multivariat*. UB Press.
- Sudana, I. M. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik* (2nd ed.). Jakarta: Erlangga.
- Teng, C. C., Li, S., & Yang, J. J. (2021). Family control, external governance mechanisms, and dividend payouts. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 79, 198–209. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.05.012>
- Wu, M., Ni, Y., & Huang, P. (2020). Dividend payouts and family-controlled firms—The effect of culture on business. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 75, 221–228. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.03.004>