

## PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE MECHANISM TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI PERTUMBUHAN, PROFITABILITAS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Muhamad Umar Mai

umar.mai@polban.ac.id

Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Bandung

### ABSTRACT

*The purpose of this research is to analyze the influence of corporate governance mechanisms to the value of the firm through growth, profitability and dividend policy. The population of this study are all of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period of 2000-2012. The sampling method used in this study was purposive sampling, with the criteria that the company distributed cash dividends and have an independent member of the board of trustees. This study proves that the growth of the company affecting the profitability and the firm's value, despite the fact that the company reduced its dividend payments. Sobel's test result shows that firm's growth effect to firm value mediating by profitability significantly, represented by return on equity. Corporate governance mechanisms plays an important role in preventing unproductively growth of companies that have reached the stage of maturity. The intensification of the firms value, also influenced by its ability to increase the profitability and dividend payments. Institutional ownership and board size as a proxy for corporate governance mechanism plays an important part to encourage companies to improve their return on equity, while the independent board persuade companies to increase the dividend payments. In this study the board size variable has shown a very important role on the increase of profitability, dividend payments, and therealizations of the value of the company.*

*Key words: Corporate governance mechanism, growth, return on equity, dividend payout ratio, and value of the firm.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan melalui pertumbuhan, profitabilitas dan kebijakan dividen. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, periode tahun 2000-2012. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria bahwa perusahaan tersebut membagikan dividen tunai dan memiliki anggota komisaris independen. Penelitian ini membuktikan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, walaupun pada saat itu perusahaan mengurangi pembayaran dividennya. Hasil *Sobel test* menunjukkan bahwa pengaruh pertumbuhan terhadap nilai perusahaan secara signifikan dimediasi profitabilitas yang diproksi *return on equity*. Mekanisme *corporate governance* berperan dalam mencegah pertumbuhan yang tidak produktif dari perusahaan-perusahaan yang telah mencapai tahap *maturity*. Peningkatan nilai perusahaan selain dipengaruhi pertumbuhan, juga dipengaruhi oleh kemampuannya dalam meningkatkan profitabilitas dan pembayaran dividen. Variabel *institutional ownership* dan *board size* sebagai proksi mekanisme *corporate governance* berperan mendorong perusahaan untuk meningkatkan profitabilitas. Sedangkan *board independent* mendorong perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen. *Board Size* pada penelitian ini telah menunjukkan peranannya yang sangat penting. Variabel *board size* sangat berpengaruh terhadap peningkatan profitabilitas, pembayaran dividen, dan capaian nilai perusahaan.

Kata kunci: Mekanisme corporate governance, pertumbuhan, return on equity, dividend payout ratio, dan nilai perusahaan.

## PENDAHULUAN

Secara normatif tujuan pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga sahamnya di pasar modal (Salvatore, 2005; Fachrudin, 2011). Meningkatnya nilai perusahaan adalah sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi, maka akan diikuti dengan tingginya tingkat kemakmuran para pemegang saham (Bringham dan Gapensi, 2006). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil manajer perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan yang lainnya (Qureshi, 2006).

Kajian empiris tentang hubungan antara implementasi fungsi-fungsi manajemen keuangan dan capaian nilai perusahaan, sampai saat ini masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian Memon *et al.* (2012) dan Kouser *et al.* (2012) membuktikan bahwa keputusan tambahan investasi (*growth*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, penelitian Priadharma (2011) dan Setiani (2013) menemukan bukti bahwa keputusan tambahan investasi atau pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sanjaya (2009) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan hasil penelitian Puspita (2009) membuktikan bahwa *growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian Marpaung dan Hadianto (2009) dan Sulistiyowati *et al.* (2010) tidak menemukan cukup bukti adanya pengaruh pertumbuhan terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan dividen merupakan topik yang banyak diperdebatkan dalam literatur keuangan dan masih menempati tempat terkemuka (Alzomaia dan Al-Khadhiri, 2013). Berbagai hasil penelitian telah banyak

menyumbangkan pemikiran teoretis dan menyediakan bukti empiris berkenaan dengan faktor penentu dari kebijakan dividen. Namun demikian, isu tentang kebijakan dividen, bagaimanapun, belum terpecahkan (Naceur *et al.*, 2007). Uwuigbe *et al.* (2012) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen adalah suatu hal yang paling sulit untuk dijelaskan dan merupakan tantangan bagi para ahli ekonomi dan keuangan. Beberapa penelitian kembali dilakukan, namun tetap hanya menghasilkan teori umum dividen, menyisakan banyak hal yang tidak ter jelaskan, dan praktek dividen di perusahaan bervariasi dari waktu ke waktu, diantara perusahaan, serta perbedaan ini melintasi antar perbatasan negara (Arshad *et al.*, 2013).

Berkaitan dengan implementasi fungsi-fungsi pengelolaan keuangan perusahaan, *agency theory* menjelaskan bahwa manajer sebagai agen dari pemilik perusahaan cenderung berperilaku oportunistik. Jensen (1986) dalam Murhadi (2008) berargumen bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, dan cenderung ekspansi itu dilakukan pada proyek-proyek yang memiliki *net present value* negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow* (Pradana dan Sanjaya, 2014). Secara alami, ketika perusahaan telah mencapai tahapan *maturity*, maka akan semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki dan kesempatan untuk tumbuh relatif kecil, kondisi ini akan mendorong meningkatnya masalah *free cash flow* (Michaely dan Robert, 2006).

Jiraporn dan Ning (2006) mengungkapkan bahwa para manajer cenderung menahan *free cash flow* yang diperoleh perusahaan dan enggan untuk membayar dividen. Selanjutnya, Jiraporn dan Ning (2006) menjelaskan bahwa para manajer cenderung mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, membangun perusahaan seperti sebuah kerajaan, dan meng-

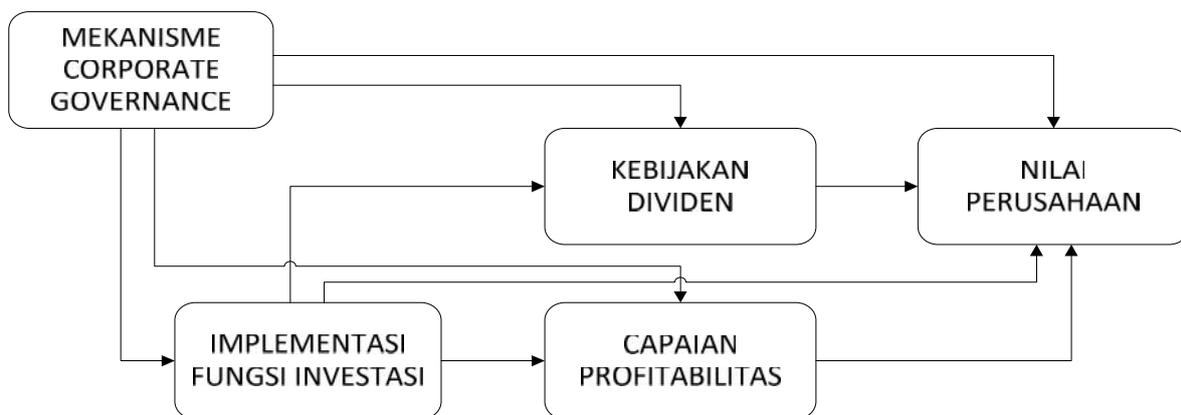
investasikan *free cash flow* dalam proyek-proyek yang hanya meningkatkan gengsi pribadi mereka, tanpa memberikan manfaat bagi para pemegang saham atau tidak meningkatkan nilai perusahaan. Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol (Bathala, *et al.*, 1994; dalam Darmono dan Bachtiar 2015), dua diantaranya adalah: (1) Meningkatkan monitoring melalui *institutional ownership*, (2). Meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* di perusahaan, dengan demikian manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai tambahan investasinya.

Rancangan tentang mekanisme pengawasan korporasi yang efektif agar manajer bertindak untuk kepentingan terbaik bagi pemegang saham telah menjadi perhatian utama pada wilayah kajian *corporate governance* dan keuangan (Allen dan Gale, 2001). Berlanjutnya penelitian pada teori keagenan adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat guna mengontrol itu (Bonazzi dan Islam, 2007). *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG, 2007) mendefinisikan *corporate governance* adalah proses, struktur, dan mekanisme yang diterapkan dalam

menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama untuk meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya. Mengacu pada hasil kajian teoretis dan beberapa hasil penelitian sebelumnya, maka masalah penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

Bagaimana mekanisme *corporate governance* berperan mengendalikan manajer perusahaan dalam mengambil keputusan investasi, penggunaan laba, dan kebijakan dividen sebagai upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan?

Berdasarkan pada uraian di atas, dipahami bahwa tujuan perusahaan dapat dicapai melalui implementasi mekanisme *corporate governance* yang akan mengendalikan fungsi-fungsi manajemen keuangan yang dijalankan oleh manajer perusahaan. Keputusan investasi yang menguntungkan dapat meningkatkan capaian profitabilitas, dan pada gilirannya akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selanjutnya, mekanisme *corporate governance* dapat mengendalikan implementasi fungsi investasi dan kebijakan dividen secara optimal yang pada gilirannya akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian, dapat dibangun suatu rerangka konseptual yang ditunjukkan pada Gambar 1.



Sumber: Hasil kajian teoretis yang dikembangkan

Gambar 1  
Rerangka Konseptual

Selanjutnya, agar rerangka konseptual tersebut dapat diuji secara empiris, maka konsep-konsep variabel yang ada pada model diperlukan beberapa proksi variabel yang bersifat operasional. Mekanisme *corporate governance* diproksi dengan tiga variabel yaitu *institutional ownership* (INOWN); *board independent* (BINDT); dan *board size* (BSIZE). Implementasi fungsi investasi diprosi variabel *growth* (GRWH). Profitabilitas diproksi variabel *return on equity* (ROE). Kebijakan dividen diproksi variabel *dividend payout ratio* (DPR). Nilai perusahaan diproksi dengan variabel *Tobin's Q* (TBNSQ).

Dengan demikian, tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis: (1) Pengaruh *institutional ownership*, *board independent* dan *board size* terhadap *growth* (2) Pengaruh *institutional ownership*, *board size* dan *growth* terhadap *return on equity*, (3) Pengaruh *board independent* dan *growth* terhadap *dividend payout ratio*, 4) Pengaruh *board size*, *growth*, *return on equity* dan *dividend payout ratio* terhadap *Tobin's Q*.

## TINJAUAN TEORETIS

### *Corporate Governance Mechanism*

OECD (2004) mengembangkan prinsip-prinsip *corporate governance* yang dikenal sebagai *The OECD Principles of Corporate Governance*. Prinsip-prinsip dasar *good corporate governance* meliputi: (1) *Transparency*, keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan, (2) *Accountability*, kejelasan fungsi, struktur, sistem, dan pertanggungjawaban perusahaan, (3) *Responsibility*, kesesuaian pengelolaan perusahaan terhadap prinsip korporasi yang sehat dan peraturan perundangan yang berlaku, (4) *Independency*, perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh atau tekanan dari pihak manajemen yang tidak sesuai dengan peraturan dan perundangan-undangan yang berlaku, (5) *Fairness*, perlakuan yang adil dan setara dalam memenuhi hak-hak *stakeholder* yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundangan yang berlaku.

*The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG, 2007) mendefinisikan *corporate governance* adalah proses, struktur, dan mekanisme yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama untuk meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya. Al-Baidhani (2014) mengungkapkan bahwa *corporate governance* telah menjadi topik yang paling banyak dibahas dalam dunia bisnis modern saat ini. Kegagalan perusahaan yang spektakuler, seperti yang dialami World Com, Polly Peck International, dan Baring Bank, telah menjadi isu sentral. Pemerintah dan pihak-pihak berwenang telah melakukan berbagai upaya untuk merancang dan menerapkan suatu aturan yang ketat guna memastikan kelancaran organisasi perusahaan, dan mencegah kegagalan tersebut.

### **Pengaruh Institutional Ownership terhadap Growth**

*Agency theory* menjelaskan bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, dan ekspansi itu cenderung dilakukan pada proyek investasi dengan *net present value* negatif. Investor institusional adalah investor *sophisticated* sehingga dapat menjalankan fungsi monitoring secara lebih efektif dalam mencegah tindakan manipulasi manajer (Cornett *et al.*, 2009; Shah *et al.*, 2009). Investor institusional sebagai bagian dari mekanisme *corporate governance* diyakini akan mampu mendorong manajer untuk menanamkan dana perusahaan hanya pada proyek-proyek investasi yang menguntungkan. Berdasarkan telaah pustaka dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>1a</sub> : *Institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *growth*.

### **Pengaruh Boards Independent terhadap Growth**

Sejalan dengan Al-Baidhani (2014, ke-

putusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-315/BEJ/06-2000 yang diperbaharui keputusan Direksi PT BEJ No. Kep-339,/BEJ/07-2001 butir C tentang *boards governance*. Keputusan tersebut menyatakan bahwa untuk mencapai *good corporate governance*, perusahaan harus memiliki jumlah anggota dewan komisaris independen sekurang-kurangnya 30% dari seluruh anggota dewan. Keputusan ini masih berlaku sampai sekarang. Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG, 2012) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya, dan bebas dari hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan. *Board independent* sebagai bagian dari mekanisme *corporate governance* diyakini mampu mengendalikan manajer dalam menjalankan ekspansi perusahaan secara tepat. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>1b</sub> : *Boards independent* berpengaruh positif terhadap *growth*.

#### **Pengaruh Board Size terhadap Growth**

Bennedsen *et al.* (2008) menjelaskan bahwa besarnya ukuran dewan komisaris (*board size*) sangat berhubungan dengan berbagai karakteristik suatu perusahaan, seperti ukuran perusahaan (*total asset*), umur perusahaan, dan afiliasi industri. Oleh karena itu, semakin besar *board size* menunjukkan semakin besar ukuran perusahaan dan semakin panjang umur perusahaan. Dengan demikian, dapat diartikan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran dewan komisaris yang besar telah mencapai tahapan *maturity*. *Firm life cycle* menjelaskan bahwa: perusahaan pada tahapan *maturity* ditandai dengan pertumbuhan yang rendah dan perusahaan menjadi *cash cow*; perusahaan pada tahapan *decline* ditandai dengan penurunan pertumbuhan, *financing cost* yang tinggi dan kompetisi yang intensif (Muhardi, 2008).

Penelitian DeAngelo *et al.* (2006) memberikan dukungan kuat terhadap penjelasan *firm life cycle* dengan membuktikan bahwa dividen cenderung dibayar oleh perusahaan yang berada pada tahapan *maturity* dimana kesempatan untuk berkembang sudah rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh sudah tinggi. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan, dan yakin manajer tidak akan menginvestasikan dananya pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Beiner *et al.* (2003), Garg (2007) dan Nguyen dan Faff (2007) menegaskan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting.

Berdasarkan kajian teoretis dan hasil penelitian sebelumnya, dipahami bahwa perusahaan yang memiliki *board size* yang besar adalah perusahaan yang memiliki total aset (*firm size*) yang besar dan cenderung telah mencapai tahapan *maturity* dalam daur kehidupannya. Oleh karena itu, semakin besar *board size* maka semakin kecil pertumbuhan perusahaan tersebut. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>1c</sub> : *Boards size* berpengaruh negative terhadap *growth*.

#### **Pengaruh Institutional Ownership terhadap Return on Equity**

Semakin besar kepemilikan saham institusional maka akan semakin kuat kendali yang dilakukan pihak eksternal terhadap perusahaan, sehingga menyebabkan rendahnya risiko kebangkrutan dari suatu perusahaan (Bhattacharya dan Graham, 2007). Kepemilikan saham institusional berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan, menunjukkan bahwa fungsi kontrol dari pemilik sangat menentukan dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan. Secara teoretis semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin kuat kontrol terhadap perusahaan, profitabilitas dan kinerja perusahaan akan naik apabila pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar

bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan (Darwis, 2009).

Studi Lee (2008) di Korea Selatan membuktikan bahwa profitabilitas perusahaan secara umum meningkat sebagaimana meningkatnya kepemilikan yang terkonsentrasi, tetapi pengaruh dari kepemilikan luar negeri dan kepemilikan institusional adalah tidak signifikan. Lee (2008) juga menemukan bahwa terdapat suatu hubungan berbentuk cembung (*hump-shaped*) antara konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan, yang mana puncak kinerja berada pada tingkat pertengahan (*intermediate levels*) dari konsentrasi kepemilikan. Namun demikian, hasil penelitian Darwis (2009) dan Abbasi, *et al.* (2012) menemukan bukti kuat bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>2a</sub> : *Institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *return on equity*.

### **Pengaruh Board Size terhadap Return on Equity**

Penelitian tentang pengaruh ukuran dewan komisaris (*board size*) terhadap profitabilitas perusahaan masih menunjukkan hasil yang belum konsisten. Penelitian Gill dan Obradovich (2012) dan Velnampy (2013) membuktikan bahwa *board size* berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Hal ini dikarenakan jumlah anggota dewan komisaris yang lebih sedikit akan menciptakan komunikasi yang lebih baik, koordinasi yang lebih efektif, dan tindakan yang lebih cepat dalam mengatasi masalah. Namun demikian, penelitian Reddy *et al.* (2010) dan Bayrakdaroglu *et al.* (2012) menemukan bukti bahwa besar kecilnya jumlah anggota dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan.

Romano *et al.* (2012) mengungkapkan bahwa jumlah anggota dewan baik dewan direksi maupun dewan komisaris yang optimal adalah tergantung pada kondisi dari masing-masing perusahaan. Selanjut-

nya Bennedsen *et al.* (2008) menjelaskan bahwa ukuran dewan komisaris berkaitan dengan berbagai karakteristik yang ada pada suatu perusahaan, diantaranya adalah ukuran dan umur perusahaan. Dengan demikian, dapat dipahami bahwa perusahaan dengan *board size* besar adalah perusahaan yang telah mencapai tahapan *maturity* dimana kesempatan untuk berkembang rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh tinggi. Sejalan dengan penjelasan tersebut penelitian Jackling dan Johl (2009) membuktikan bahwa *board size* berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Berdasarkan hasil kajian teoretis, dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki *board size* besar adalah perusahaan-perusahaan yang telah mencapai tahapan *maturity*. DeAngelo *et al.* (2006) membuktikan bahwa perusahaan yang berada pada tahapan *maturity* memiliki kesempatan untuk berkembang rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh tinggi. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>2b</sub> : *Boards size* berpengaruh positif terhadap *return on equity*.

### **Pengaruh Growth terhadap Return on Equity**

*Firm life cycle theory* menjelaskan bahwa perusahaan pada tahap *growth* memiliki aset yang lebih banyak, pertumbuhan yang pesat, *earnings* dan arus kas dari operasional mulai tumbuh (Aharony *et al.*, 2003). Selanjutnya, *earnings* tinggi yang diperoleh itu lebih banyak digunakan untuk ekspansi daripada untuk membayar dividen (Arif dan Akbar, 2013).

Penelitian Sriwardany (2006) membuktikan bahwa pertumbuhan aset berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Namun, Haruman (2007) menjelaskan bahwa investasi yang tinggi merupakan *signal* pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. *Signal* tersebut ditangkap dan dianggap investor sebagai *good news* yang akan mempengaruhi persepsi investor ter-

hadap kinerja keuangan atau profitabilitas perusahaan, dan pada gilirannya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Sejalan dengan Haruman (2007) dan Kusumajaya (2011) yang membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>2c</sub> : *Growth* berpengaruh positif terhadap *return on equity*

### **Pengaruh Board Independent terhadap Dividend Payout Ratio**

Brunarski *et al.* (2004) membuktikan bahwa perusahaan yang meningkatkan dividen reguler secara signifikan adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki proporsi anggota independen yang besar dalam dewan komisarisnya. Temuan Brunarski *et al.* (2004) mendukung gagasan bahwa perusahaan yang memiliki *agency costs* besar, lebih memungkinkan untuk membayar dividen khusus. Sedangkan perusahaan-perusahaan yang memiliki *agency costs* rendah lebih memungkinkan untuk meningkatkan dividen reguler.

Kowalewski *et al.* (2007) berpendapat bahwa *dividend payouts* ditentukan oleh kekuatan *corporate governance*. Jiraporn dan Ning (2006) menemukan bukti yang konsisten dengan *substitution hypothesis*, dan berpendapat bahwa perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lemah membutuhkan suatu reputasi, dan bukan mengeksploitasi pemegang saham. Dengan demikian, perusahaan tersebut berpotensi untuk membayar dividen daripada yang dilakukan perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang kuat, dengan kata lain, dividen merupakan substitusi untuk hak-hak pemegang saham. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>3a</sub> : *Boards independent* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

### **Pengaruh Growth terhadap Dividend Payout Ratio**

DeAngelo *et al.* (2006) menjelaskan bahwa perusahaan pada tahapan *growth* mem-

punyai kesempatan investasi yang tinggi, sehingga cenderung mempertahankan laba daripada membayarkannya dalam bentuk dividen. Bulan dan Yan (2009) membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki kebutuhan yang lebih besar terhadap pendanaan eksternal dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan pada tahap *maturity*. Daljono (2013) membuktikan di BEI bahwa *growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan dananya untuk investasi dan membayar *dividend* dengan jumlah yang relatif kecil (Arif dan Akbar, 2013).

Berdasarkan hasil penelitian tersebut di atas, dapat dipahami bahwa perusahaan pada tahapan *growth* tentunya memerlukan banyak dana untuk membiayai tambahan investasinya. *Pecking order theory* sebagaimana dikutip Jahanzeb (2014) menjelaskan bahwa alternatif pertama sumber dana yang dapat dihimpun perusahaan untuk membiayai investasinya adalah dari *retained earnings*. Perusahaannya masih memungkinkan untuk tetap mempertahankan pembayaran dividennya, namun tentunya akan terjadi pengurangan. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>3b</sub> : *Growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

### **Pengaruh Board Size terhadap Tobin's Q**

Penelitian tentang pengaruh *boards size* terhadap *firm value* masih menunjukkan hasil yang beragam. Garg (2007) membuktikan bahwa (1) terdapat hubungan negatif antara ukuran dewan komisaris dan kinerja perusahaan, (2) ukuran dewan komisaris yang lebih kecil adalah lebih efisien, dan batas ukuran dewan ideal yang disarankan adalah 6 orang, (3) kinerja yang buruk sejalan dengan kenaikan ukuran dewan. Nguyen dan Faff (2007) menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris yang kecil, lebih efektif dalam mewakili kepentingan pemegang saham, dan berhubungan dengan nilai *Tobin's Q* yang lebih tinggi.

Samad *et al.* (2008) membuktikan bahwa ukuran dan independensi anggota dewan komisaris mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Namun demikian, Tang (2007) di *Tokyo Stock Exchange* menemukan bukti bahwa pengurangan *boards size* adalah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Belkhir (2009) membuktikan bahwa kenaikan jumlah anggota dewan pada perusahaan-perusahaan perbankan tidak menurunkan capaian kinerjanya. Selanjutnya, penelitian Belkhir (2009) menemukan bukti yang cukup kuat adanya hubungan positif antara *board size* dan *performance*, yang diukur dengan *Tobin's Q* dan *return on assets*.

Besarnya ukuran dewan komisaris adalah identik dengan besarnya ukuran perusahaan itu sendiri. Perusahaan yang memiliki asset besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahapan *maturity*. Perusahaan pada tahapan tersebut memiliki keunggulan dalam stabilitas keuangan, prospek pembagian *dividend* yang lebih baik di masa yang akan datang, sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya (Thanatawee, 2011; Fatemi dan Bildik, 2012; El Essa *et al.*, 2012). Dengan demikian maka hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>4a</sub> : *Boards size* berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

#### **Pengaruh *Growth* terhadap *Tobin's Q***

Ekspetasi para investor terhadap perusahaan yang sedang dalam pertumbuhan adalah relatif tinggi, karena perusahaan pada tahapan pertumbuhan tersebut apabila mampu memanfaatkan peluang yang ada, maka akan masuk pada tahapan matang. Investor berharap perusahaan dengan tahapan pertumbuhan akan mampu menciptakan peluang pendapatan berupa *capital gain*, sedangkan bila perusahaan masuk pada tahapan matang maka ekspektasi para investor adalah berupa pembagian dividen dalam jumlah yang relatif besar (Linn dan Park, 2005). Studi Azhagaiah (2008) mem-

buktikan bahwa kekayaan pemegang saham sangat dipengaruhi oleh ekspansi perusahaan, pertumbuhan penjualan, peningkatan profit margin, dan peningkatan pembayaran dividen.

*Signaling theory* menjelaskan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan. Sejalan dengan itu, jenis pengeluaran modal (tambahan investasi) memiliki pengaruh besar terhadap nilai perusahaan karena informasi tersebut membawa indikasi tentang pertumbuhan pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang (Hasnawati, 2005). Peluang-peluang investasi sangat mempengaruhi nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham (Wahyudi dan Pawestri, 2005). Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>4b</sub> : *Growth* berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

#### **Pengaruh *Return on Equity* terhadap *Tobin's Q***

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang diperuntukkan bagi investor dalam jangka panjang. *Return on equity* mempunyai arti yang sangat penting bagi pemegang saham, karena investor memperhitungkan keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen (Sartono, 2010). Profitabilitas yang tinggi berkaitan dengan prospek perusahaan yang bagus, sehingga memicu investor untuk meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan tersebut. Permintaan saham yang meningkat menyebabkan nilai perusahaan meningkat (Bhattacharya, 2009). Tingginya minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan dengan *return on equity* yang tinggi akan meningkatkan harga saham (Kusumawati *et al.*, 2005). Sehingga, terjadi hubungan positif antara profitabilitas dan harga saham, dan peningkatan harga

saham akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Studi empiris tentang pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan masih menunjukkan hasil yang belum sepakat. Penelitian Mardiyati *et al.*, (2010) menemukan bukti bahwa *return on equity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun demikian, hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Gusaptono (2010) dan Arafat *et al.* (2012) dalam Widyanti (2014) yang penelitiannya menemukan bukti bahwa *return on equity* justru tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut mengatakan bahwa profitabilitas tidak selalu menjadi penentu terciptanya nilai perusahaan, dan sangat dimungkinkan adanya faktor lain yang turut mempengaruhi hubungan antara *return on equity* dan nilai perusahaan. Sejalan dengan Mardiyati *et al.* (2010), hasil penelitian Kesuma (2009) dan Ayuningtias (2013) membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>4c</sub> : *Return on equity* berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

#### **Pengaruh Dividend Payout Ratio terhadap Tobin's Q**

Kebijakan dividen tunai sangat berkaitan dengan pembentukan struktur modal, karena dividen merupakan bentuk pendistribusian laba dari perusahaan kepada pemegang saham (Basil, 2012). Bagi investor, dividen merupakan komponen *return* disamping *capital gain*. Bagi perusahaan, dividen adalah keputusan yang dapat mensejahterakan pemegang saham, dan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Namun, *retained earnings* merupakan dana internal yang terbesar dan penting bagi pertumbuhan perusahaan. Survei Brav *et al.*, (2005) menyimpulkan: 1) kebijakan dividen bersifat konservatif, perusahaan menolak untuk menurunkan pembayaran dividen, dan 2) para eksekutif tetap percaya bahwa kebijakan dividen memiliki kandungan

informasi yang berguna bagi investor. Perusahaan yang memiliki laba bersih yang besar dan stabil, mampu mendapatkan arus kas yang lebih besar, oleh karena itu perusahaan dapat membayar dividen yang lebih tinggi (Mehta, 2012).

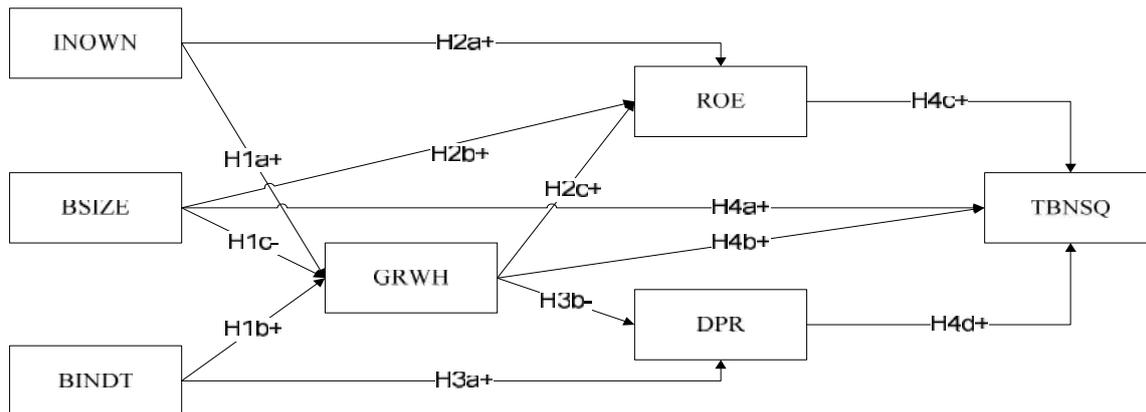
Brav *et al.* (2005) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan kebijakan yang mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana yang besar. Hanya perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi dan prospek ke depan yang cerah yang mampu untuk membagikan dividen. Banyak perusahaan mengkomunikasikan perusahaannya memiliki prospek yang cerah dan tidak menghadapi masalah keuangan. Namun, perusahaan yang kurang prospektif dan menghadapi masalah keuangan, sudah tentu akan kesulitan untuk membayar dividen. Hal ini akan berdampak pada perusahaan yang membagikan dividen, baik secara langsung maupun tidak langsung memberikan *signal* kepada pasar bahwa perusahaan memiliki prospek yang cerah dan mampu mempertahankan suatu tingkat pembayarn dividen yang telah ditetapkan pada periode sebelumnya.

Penelitian Li dan Zhao (2008), Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) dan Mardiyati *et al.* (2012) membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Cahyaningdyah dan Ressany (2012), Sukrini (2012), Mardiyati (2012), Jusriani dan Rahardjo (2013), Afsal dan Rohman (2012) dan Ayuningtyas dan Kurnia (2013) membuktikan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya, preferensi terhadap dividen lebih kuat pada *emerging markets* dengan perlindungan yang lemah terhadap investor. Uwuigbe *et al.* (2012) di Bursa Efek Nigeria membuktikan ada hubungan positif antara *dividend payout ratio* dan nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI yang masuk kelompok *emerging markets*. Penelitian McKinsey dan Co (2002) dalam Pakaryaningsih (2006) menyatakan bahwa

Indonesia adalah negara yang paling buruk dalam penerapan *corporate governance*. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H<sub>4d</sub> : *D*ividenden payout ratio berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

Berdasarkan pada kerangka konseptual yang dikemukakan pada Gambar 1 dan seluruh hipotesis yang telah dirumuskan, selanjutnya dapat dirancang suatu model penelitian empiris yang ditunjukkan pada Gambar 2.



Sumber: Rerangka konseptual dan rumusan hipotesis

**Gambar 2**  
**Model Penelitian Empiris**

## METODE PENELITIAN

### Jenis Penelitian

Penelitian ini menurut tingkat eksplanasinya termasuk dalam penelitian kausalitas, karena dilakukan untuk menguji hipotesis tentang hubungan kausalitas antar satu atau beberapa variabel dengan satu atau beberapa variabel lainnya (Sugiono, 2006). Masalah penelitian ini dirumuskan dalam model simultan, suatu model yang dibentuk melalui lebih dari satu variabel dependen yang dijelaskan oleh satu atau beberapa variabel independen. Sebuah variabel dependen pada saat yang sama akan berperan sebagai variabel independen bagi hubungan berjenjang lainnya (Ferdinand, 2011).

### Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan periode pengamatan antara tahun 2000-2012. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, dengan kriteria bahwa perusahaan harus: (1)

memiliki laporan keuangan lengkap selama periode yang diamati, (2) membagikan dividen tunai, (3) memiliki anggota independen dalam dewan komisarisnya.

Hasil pengumpulan data diperoleh sebanyak 565 pasang data perusahaan yang memenuhi kriteria yang ditentukan. Dalam upaya untuk memperoleh normalitas data secara *multivariate* maka sebanyak 275 pasang data perusahaan dihilangkan, sehingga jumlah data yang dianalisis adalah 290 pasang data perusahaan. Selanjutnya, untuk mendapatkan *goodness of fit* dari model penelitian empiris yang dianalisis, maka beberapa hubungan antara variabel proksi dihilangkan, yaitu: hubungan antara *INO-WN* dan *TBNSQ*; hubungan antara *BINDT* dan *TBNSQ*; dan hubungan antara *ROE* dan *DPR*.

### Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan *path analysis* dengan bantuan alat analisis data paket program Amos. Penelitian ini mengacu pada *pooled regression model*, yaitu salah

satu model yang disarankan Gujarati (2009) dalam menangani *data panel*. Dengan demikian, model regresi ini mengasumsikan *intercept* dan koefisien regresi adalah konstanta, baik untuk seluruh sampel perusahaan maupun untuk seluruh periode yang dianalisis.

### Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

#### *Institutional Ownership* (INOWN)

*Institutional ownership* sering disebut sebagai investor yang canggih (*sophisticated*) dan diprediksi berpengaruh terhadap variabel yang menjadi proksi pertumbuhan, kinerja keuangan, kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional diukur menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari seluruh saham yang beredar, sebagaimana telah digunakan beberapa penelitian sebelumnya, yaitu: Shen *et al.* (2006); Fernandez dan Anson (2006); Cornertt *et al.* (2006); Bhattacharya dan Graham (2007); Li dan Zhao (2008); Lee (2008); Darwis (2009) dan Abbasi, *et al.* (2012). Nilai variabel *Institutional Ownership* (INOWN), dihitung menggunakan rumus :

$$INOWN = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham yang Dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Seluruh Saham yang Beredar}}$$

#### *Boards Independent* (BDINDT)

Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG, 2004) menjelaskan, komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali. Selain itu, terbebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan.

Proporsi dewan komisaris independen diukur menggunakan indikator persentase anggota dewan komisaris dari luar perusahaan atas seluruh ukuran anggota dewan komisaris, sebagaimana digunakan

oleh beberapa penelitian sebelumnya seperti; Prasanna (2006); Tang (2007), Garg (2007); Pathan *et al.* (2007); Javed dan Iqbal (2007). Nilai variabel *boards independent* (BDINDT) dihitung menggunakan rumus:

$$BDINDT = \frac{\text{Jumlah Anggota Dewan Komisaris Independen}}{\text{Jumlah Seluruh Anggota Dewan Komisaris}}$$

#### *Boards Size* (BSIZE)

Beiner *et al.*, (2003) menyatakan, ukuran dewan komisaris adalah jumlah seluruh anggota dewan komisaris perusahaan. Penelitian ini menggunakan ukuran dewan komisaris berupa indikator jumlah anggota dewan komisaris suatu perusahaan, sebagaimana telah digunakan oleh beberapa penelitian sebelumnya, yaitu: Garg (2007), Nguyen dan Faff (2007), Bennedsen *et al.* (2008), Gill dan Obradovich (2012), dan Velnampy (2013).

#### Pertumbuhan (*Growth*)

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) adalah perubahan berupa penurunan atau peningkatan total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan aset pada tahun tertentu terhadap tahun sebelumnya, sebagaimana telah digunakan oleh beberapa penelitian sebelumnya, yaitu: Priadharna (2011), Kouser *et al.* (2012) dan Setiani (2013). Nilai variabel *growth* (GRWH) dihitung menggunakan rumus:

$$GRWH = \frac{\text{Total Aktiva (t)} - \text{Total Aktiva (t-1)}}{\text{Total Aktiva (t-1)}} \times 100\%$$

#### *Return On Equity* (ROE)

Profitabilitas menggambarkan kemampuan suatu badan usaha untuk menghasilkan laba dengan menggunakan seluruh modal internal perusahaan. Proksi dari profitabilitas untuk penelitian ini adalah *return on equity*, sebagaimana telah digunakan oleh beberapa penelitian sebelumnya, yaitu: Zhou dan Ruland (2006), Amidu (2007), Denis dan Osobov (2007); Al-Malkawi (2007), Vieira (2007), Samad *et al.* (2008), Bhattacharya (2009), Widyanti

(2014). Nilai variabel *return on equity* (ROE), dihitung menggunakan rumus:

$$ROE = \frac{\text{Earnings After Tax}}{\text{Total Equity}}$$

#### **Dividend Payout Ratio (DPR)**

Kebijakan dividen merupakan kebijakan dalam memutuskan laba yang diperoleh perusahaan, apakah dibagikan kepada *shareholders* sebagai *dividend cash* atau diinvestasikan kembali sebagai *retained earnings* (Gitman dan Zutter, 2012). Kebijakan dividen optimal dicapai apabila kebijakan tersebut menciptakan kesinambungan antara *dividend* saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang yang memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2010). Penelitian ini menggunakan proksi *dividend payout ratio* supaya lebih dapat menggambarkan perilaku manajerial, dengan melihat besarnya laba bersih yang dibagikan kepada *shareholders* sebagai dividen dan berapa yang disimpan di perusahaan.

Beberapa peneliti seperti; Jun *et al.* (2006), Cahyaningdyah dan Ressany (2012), Sukrini (2012), Mardiyati (2012), Jusriani dan Rahardjo (2013), dan Ayuningtyas dan Kurnia (2013) yang dalam penelitiannya menggunakan *dividend payout ratio* sebagai proksi kebijakan dividen. Nilai variabel *dividend payout ratio* (DPR), dihitung menggunakan rumus:

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earnings Per Share}}$$

#### **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham di pasar modal. Banyak alternatif yang dapat digunakan untuk menentukan proksi dari nilai perusahaan, diantaranya adalah *Tobin's Q*. Nilai variabel

*Tobin's Q* ditentukan sebagai rasio nilai pasar aktiva atas nilai buku dari aktiva tersebut, sebagaimana telah digunakan beberapa penelitian sebelumnya, yaitu: Imam dan Malik (2007), Kowalewski *et al.* (2007), Fahlenbrach dan Stulz (2007), Javed dan Iqbal (2007), Dharmapala dan Khanna (2008). Nilai variabel *Tobin's Q Ratio* (TBNSQ), dihitung menggunakan rumus:

$$TBNSQ = (MVE + DEBT) / TA$$

dimana:

MVE = Market Value of Equity

TA = Total Asset

DEBT = (CL- CA) + Inventories + Non Current Liabilities

#### **Pengujian Goodness of Fit**

Berdasarkan hasil *path analysis* dengan menggunakan paket Program Amos 2.2 diperoleh nilai *assessment of normality* sebesar 2,186. Hal ini menunjukkan bahwa data untuk seluruh variabel yang dianalisis pada model penelitian empiris telah memenuhi kriteria normalitas secara *multivariate*. Selanjutnya, ringkasan hasil pengujian *goodness of fit* untuk model penelitian empiris yang dianalisis, disajikan pada tabel 1.

#### **ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

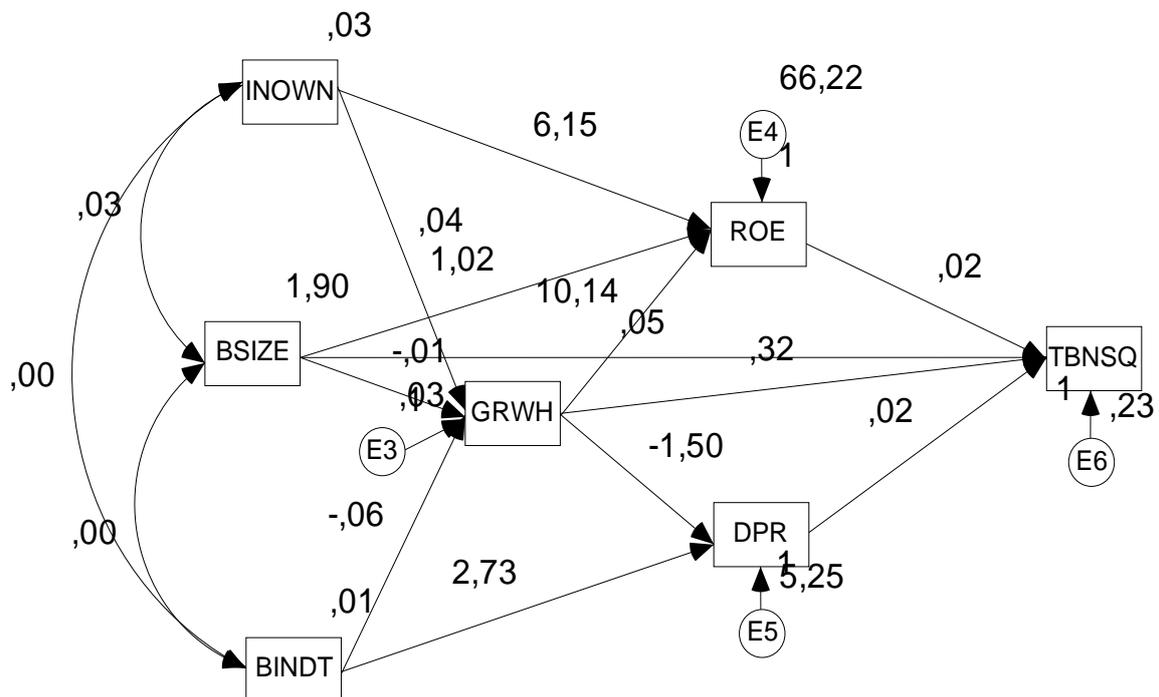
Berdasarkan tabel 1, diketahui bahwa model penelitian empiris yang dibangun sangat layak digunakan untuk menguji seluruh hipotesis. Kondisi ini ditunjukkan dengan dipenuhinya hampir seluruh ketentuan *goodness of fit* dengan kriteria sangat layak. Gambar 3 menyajikan hasil *fath analysis* untuk model penelitian empiris yang dianalisis.

Tabel 2 menyajikan besarnya koefisien regresi, arah regresi, dan signifikansi pengaruh antar variabel yang dianalisis pada model penelitian empiris.

**Tabel 1**  
**Ringkasan Hasil Evaluasi Goodness of Fit**

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	<b>Hasil Model</b>	<b>Keterangan</b>
<i>Absolute Measures</i>			
$\chi^2$ - Chi-Square	Diharapkan lebih kecil	8,736	Sangat layak, karena nilai $\chi^2$ pada $\alpha$ 0,05 dan df. 6 = 12.592.
Probability	$\geq 0,05$	0,189	Sangat layak
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,456	Sangat layak
RMSEA	$\leq 0,08$	0,040	Sangat layak
GFI	$\geq 0,90$	0,992	Sangat layak
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,961	Sangat layak
TLI	$\geq 0,95$	0,946	Cukup layak
CFI	$\geq 0,95$	0,960	Sangat layak
NFI	$\geq 0,90$	0,917	Sangat layak

Sumber: Output program Amos pada notes for model dan model fit



Sumber: Output iterasi pertama program Amos

**Gambar 3**  
**Hasil Fath Analysis**

**Tabel 2**  
**Hubungan Kausalitas Antar Variabel**

Variabel Dependen	Arah Regresi	Variabel Independen	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
GRWH	<---	BINDT	-0,058	0,118	-0,494	0,621	par_1
GRWH	<---	BSIZE	-0,015	0,007	-2,148	0,032	par_5
GRWH	<---	INOWN	0,042	0,057	0,737	0,461	par_6
ROE	<---	INOWN	6,150	2,898	2,122	0,034	par_7
ROE	<---	GRWH	10,138	3,023	3,354	0,000	par_8
ROE	<---	BSIZE	1,024	0,353	2,903	0,004	par_12
DPR	<---	BINDT	2,731	1,686	1,619	0,100	par_14
DPR	<---	GRWH	-1,500	0,845	-1,776	0,076	par_15
TBNSQ	<---	BSIZE	0,045	0,021	2,158	0,031	par_9
TBNSQ	<---	GRWH	0,320	0,182	1,757	0,079	par_10
TBNSQ	<---	ROE	0,021	0,003	6,159	0,000	par_11
TBNSQ	<---	DPR	0,025	0,012	2,036	0,042	par_13

Sumber: Output program Amos pada estimates

Berdasarkan hasil *path analysis* pada gambar 3 dan *regression weights* pada tabel 2, selanjutnya dapat disusun empat persamaan struktural, sebagai berikut:

$$GRWH = 0,042 INOWN - 0,058 BINDT - 0,015 BSIZE + \varepsilon_1 \dots\dots\dots (1)$$

*p* (0,461) (0,621) (0,032)

$$ROE = 6,150 INOWN + 1,024 BSIZE + 10,138 GRWH + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (2)$$

*p* (0,034) (0,004) (0,000)

$$DPR = 2,731 BINDT - 1,500 GRWH_{it} + \varepsilon_3 \dots\dots\dots (3)$$

*p* (0,100) (0,076)

$$TBNSQ = 0,045 BSIZE + 0,320 GRWH + 0,021 ROE + 0,025 DPR + \varepsilon_4 \dots\dots\dots (4)$$

*p* (0,031) (0,079) (0,000) (0,042)

**Identifikasi dan Pengujian Variabel Mediasi**

Berdasarkan model penelitian empiris pada gambar 2, teridentifikasi potensi adanya beberapa variabel mediasi/intervening, yaitu: a) mediasi GRWH pada pengaruh INWN terhadap ROE; b) mediasi GRWH pada pengaruh BSIZE terhadap ROE; c) mediasi GRWH pada pengaruh BSIZE terhadap TBNSQ; d) mediasi GRWH pada pengaruh BINDT terhadap DPR; e) mediasi ROE pada pengaruh BSIZE terhadap TBNSQ; f) mediasi ROE pada pengaruh GRWH terhadap TBNSQ; dan g) mediasi DPR pada pengaruh GRWH terhadap TBNSQ. Selanjutnya mengacu Gambar 3 hasil *path analysis* dan Tabel 2 hubungan

kausalitas antar variabel, diketahui pengaruh INWN terhadap GRWH dan pengaruh BINDT terhadap GRWH tidak signifikan. Sehingga, dapat dipastikan bahwa GRWH tidak memediasi baik untuk pengaruh INWN terhadap ROE, maupun untuk pengaruh BINDT terhadap DPR.

Pengujian signifikansi variabel mediasi dilakukan mengikuti langkah-langkah sebagaimana dikemukakan Ghazali (2009). Langkah pertama adalah: Kesatu, mediasi GRWH pada pengaruh BSIZE terhadap ROE. Koefisien pengaruh langsung BSIZE terhadap ROE adalah 1,024, koefisien pengaruh BSIZE terhadap ROE melalui GRWH adalah  $-0,015 \times 10,138 = -0,153$ . Koefisien pengaruh langsung BSIZE

terhadap ROE lebih besar dibandingkan melalui GRWH. Jadi GRWH tidak memediasi. Kedua, mediasi GRWH pada pengaruh BSIZE terhadap TBNSQ. Koefisien pengaruh langsung BSIZE terhadap TBNSQ adalah 0,045, koefisien pengaruh BSIZE terhadap TBNSQ melalui GRWH adalah  $-0,015 \times 0,320 = -0,005$ . Koefisien pengaruh langsung BSIZE terhadap TBNSQ lebih besar dibandingkan melalui GRWH. Jadi GRWH tidak memediasi. Ketiga, mediasi ROE pada pengaruh BSIZE terhadap TBNSQ. Koefisien pengaruh langsung BSIZE terhadap TBNSQ adalah 0,045, koefisien pengaruh BSIZE terhadap TBNSQ melalui ROE adalah  $1,024 \times 0,021 = 0,022$ . Koefisien pengaruh langsung BSIZE terhadap TBNSQ lebih besar dibandingkan melalui ROE. Jadi ROE tidak memediasi. Keempat, mediasi ROE pada pengaruh GRWH terhadap TBNSQ. Koefisien pengaruh langsung GRWH terhadap TBNSQ adalah 0,320, koefisien pengaruh GRWH terhadap TBNSQ melalui ROE adalah  $10,138 \times 0,021 = 0,213$ . Koefisien pengaruh langsung GRWH terhadap TBNSQ lebih kecil dibandingkan melalui ROE. Jadi ROE memediasi. Kelima, mediasi DPR pada pengaruh GRWH terhadap TBNSQ. Koefisien pengaruh langsung GRWH terhadap TBNSQ adalah 0,320, koefisien pengaruh GRWH terhadap TBNSQ melalui DPR adalah  $-1,500 \times 0,025 = -0,038$ . Koefisien pengaruh langsung GRWH terhadap TBNSQ lebih besar dibandingkan melalui DPR. Jadi DPR tidak memediasi.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa ROE memediasi pengaruh GRWH terhadap TBNSQ. Selanjutnya untuk menguji signifikansi mediasi variabel ROE tersebut maka dilakukan *Sobel test*, dengan langkah-langkah sebagai berikut:

a). Menghitung *standard error* koefisien *indirect effect* ( $S_{p_2p_3}$ ), menggunakan rumus,

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_2^2 Sp_3^2}$$

Dimana:

$S_{p_2p_3}$  = *Standard error* koefisien *indirect effect*

$p_2 = 10,138$  (*unstandardized coefficients* pengaruh GRWH terhadap ROE).

$p_3 = 0,021$  (*unstandardized coefficients* pengaruh ROE terhadap TBNSQ).

$S_{p_2} = 3,023$  (*standard error unstandardized* pengaruh GRWH terhadap ROE).

$S_{p_3} = 0,003$  (*standard error unstandardized* pengaruh ROE terhadap TBNSQ).

Sehingga:

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{(0,021)^2 (3,023)^2 + (10,138)^2 (0,003)^2 + (3,023)^2 (0,003)^2}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{0,004 + 0,0009 + 0,000082} = 0,0705$$

b). Menghitung nilai t statistik, menggunakan rumus:

$$t = \frac{p_2 p_3}{Sp_2 p_3} = \frac{(10,138)(0,021)}{0,0705} = \frac{0,0867}{0,04015} = 3,0198$$

c). Bandingkan antara nilai t tabel (pada  $\alpha = 0,05$ ) yaitu 1,960 dan nilai t hitung yaitu 3,0198. Berarti bahwa nilai t hitung lebih besar dibandingkan dengan nilai t tabel. Dengan demikian, pengaruh GRWH terhadap TBNSQ dimediasi secara signifikan oleh ROE.

### Deskripsi Hasil Analisis

Hasil pengujian pengaruh mekanisme *corporate governance* yang diproksi *institutional ownership*, *board independent*, dan *board size* terhadap pertumbuhan yang diproksi *growth*, ditunjukkan pada persamaan (1) Hasil analisis menunjukkan *board size* berpengaruh negatif-signifikan terhadap *growth*. Pengaruh *institutional ownership* dan *board independent* terhadap *growth* terbukti tidak signifikan. Jadi, hipotesis 1c yang menyatakan *board size* berpengaruh positif terhadap *growth*, diterima. Hasil pengujian pengaruh *institutional ownership*, *board size* dan *growth* terhadap *return on equity*, ditunjukkan pada persamaan, (2) Hasil analisis menunjukkan *institutional ownership*, *board size* dan *growth* berpengaruh positif-

signifikan terhadap *return on equity*. Jadi, hipotesis 2a, 2b dan 2c yang menyatakan *institutional ownership* dan *board size* dan *growth* berpengaruh positif terhadap *return on equity*, diterima.

Hasil pengujian pengaruh *board size* dan *growth* terhadap *dividend payout ratio*, dapat dilihat pada persamaan, (3) Hasil analisis menunjukkan *board size* dan *growth* berpengaruh positif-signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Jadi: Hipotesis 3a yang menyatakan bahwa *board size* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*; dan Hipotesis 3b yang menyatakan bahwa *growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yang diproksi *dividend payout ratio*, dapat diterima. Hasil pengujian pengaruh *board size*, *growth*, *return on equity*, dan *dividend payout ratio* terhadap *Tobin's Q*, dapat dilihat pada persamaan, (4) Hasil analisis menunjukkan bahwa *board size*, *growth*, *return on equity*, dan *dividend payout ratio* berpengaruh positif-signifikan terhadap *Tobin's Q*. Jadi, hipotesis 4a, 4b, 4c dan 4d yang menyatakan bahwa *board size*, *growth*, *return on equity*, dan *dividend payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diproksi *Tobin's Q*, diterima.

Hasil pengujian terhadap potensi variabel mediasi/intervening menunjukkan bahwa variabel *return on equity* (ROE) memediasi pengaruh *growth* (GRWH) terhadap *Tobin's Q* (TBNSQ). Selanjutnya hasil Sobel test membuktikan bahwa mediasi ROE pada pengaruh GRWH terhadap TBNSQ adalah signifikan. Dengan demikian, pengaruh *growth* terhadap *Tobin's Q* lebih kuat melalui *return on equity* dibandingkan pengaruh secara langsung.

Hasil analisis membuktikan bahwa mekanisme *corporate governance* yang diproksi *board independent* dan *board size* mampu mengendalikan manajer untuk tidak melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal (*over investment*). Teori keagenan menjelaskan apabila tidak dimonitor dan tidak dikendalikan manajer cenderung mempunyai insentif melakukan

ekspansi perusahaan pada proyek-proyek investasi yang memiliki *net present value* negatif. Hasil analisis menunjukkan hanya variabel *board size* yang berpengaruh secara signifikan. Hal ini disebabkan besarnya ukuran dewan komisaris identik dengan besarnya ukuran perusahaan, yang berarti perusahaan telah mencapai tahapan *maturity*. Secara alami, ketika perusahaan telah mencapai tahapan *maturity*, maka akan semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki dan kesempatan untuk tumbuh relatif kecil. Kondisi ini akan mendorong meningkatnya masalah *free cash flow* (Michaely dan Robert, 2006). Dengan demikian, *board size* sebagai proksi dari mekanisme *corporate governance* telah menunjukkan perannya dalam mengendalikan kecenderungan dari manajer untuk berperilaku oportunistik.

Terbuktinya hipotesis yang menyatakan *institutional ownership* dan *board size* berpengaruh positif terhadap *return on equity*, menunjukkan kedua variabel proksi mekanisme *corporate governance* tersebut mampu mendorong perusahaan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan. Argumen ini diperkuat dengan terbuktinya hipotesis yang menyatakan *growth* berpengaruh positif-signifikan terhadap *return on equity*. *Return on equity* yang dicapai perusahaan menunjukkan pengaruh positif-signifikan terhadap nilai perusahaan diproksi *Tobin's Q*. Kedua temuan ini memberikan dukungan kuat terhadap pernyataan bahwa *corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian yang mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan yang pada gilirannya dapat mewujudkan *shareholders value*.

Terbuktinya hipotesis yang menyatakan *board independent* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, menunjukkan variabel proksi mekanisme *corporate governance* ini mampu mendorong perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Temuan penelitian ini memperkuat hasil penelitian

sebelumnya yang membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan yang meningkatkan dividen reguler secara signifikan adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki proporsi anggota independen yang besar dalam dewan komisarisnya. Selain itu, temuan penelitian ini juga memperkuat pernyataan Jiraporn dan Ning (2006) serta Kowalewski *et al.* (2007) yang berpendapat bahwa *dividend payout* sangat ditentukan oleh kekuatan mekanisme *corporate governance*.

Temuan berikutnya adalah terbuktinya hipotesis yang menyatakan *growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Temuan ini sejalan dengan Bulan dan Yan (2009) yang membuktikan bahwa perusahaan pada tahapan *growth* dengan kesempatan investasi yang tinggi, cenderung untuk mempertahankan laba daripada membayar dividen. Selanjutnya, penelitian ini membuktikan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh positif-signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi *Tobin's Q*. Temuan ini mendukung pendapat Brav *et al.* (2005) dan Dong *et al.* (2005) yang menyatakan bahwa peningkatan pembayaran dividen sangat diapresiasi oleh para investor, karena hal ini memberikan *signal* positif terhadap kondisi perusahaan saat ini dan prospeknya ke depan.

Temuan terakhir penelitian ini adalah terbuktinya hipotesis yang menyatakan *board size* dan *growth* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Terbuktinya kedua hipotesis ini menunjukkan: 1). Perusahaan besar dengan *board size* yang besar adalah perusahaan yang telah mencapai tahapan *maturity*. Deangelo *et al.*, (2006) menyatakan bahwa dividen cenderung dibayar perusahaan yang berada pada tahapan *maturity*, dimana kesempatan untuk berkembang rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh tinggi. Selanjutnya, *return on equity* dan *dividend payout ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap *Tobin's Q*; dan 2). Perusahaan pada tahapan *growth* mengindikasikan kekayaan yang dimiliki telah banyak, mempunyai peluang per-

tumbuhan yang pesat, *earnings* dan arus kas hasil operasi mulai tumbuh. Jadi, hal ini memberikan *signal* positif terhadap kondisi perusahaan saat ini dan prospeknya ke depan, sehingga diapresiasi *investors*, meskipun perusahaan mengurangi pembayaran dividennya. Hasil Sobel *test* membuktikan bahwa pengaruh *growth* terhadap *Tobin's Q* secara signifikan dimediasi *return on equity*. Temuan ini menunjukkan bahwa para investor lebih mengapresiasi profitabilitas (diproksi *return on equity*) yang dicapai perusahaan dibandingkan dengan keputusan perusahaan untuk melakukan ekspansi.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Pertumbuhan menunjukkan pengaruh yang kuat terhadap nilai perusahaan, walaupun perusahaan pada tahapan *growth* mengurangi pembayaran dividennya. Namun demikian, sesungguhnya nilai perusahaan meningkat lebih disebabkan tingkat *return on equity* yang dicapai perusahaan. *Growth* yang berdampak positif terhadap *return on equity* dan *Tobin's Q* tentunya suatu pertumbuhan dari hasil tambahan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan. Dan, bukan hasil ekspansi perusahaan pada proyek-proyek investasi yang memiliki *net present value* negatif, sebagaimana yang disinyalir *agency theory* atas perilaku oportunistik manajerial. Mekanisme *corporate governance* telah menunjukkan peranan yang kuat untuk mencegah pertumbuhan yang tidak produktif dari perusahaan yang telah mencapai tahap *maturity* dalam daur kehidupannya.

Peningkatan nilai perusahaan, selain dipengaruhi variabel *return on equity* dan *growth* juga sangat dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam meningkatkan pembayaran dividen bagi para pemegang saham. Variabel *institutional ownership* dan *board size* sebagai proksi mekanisme *corporate governance* sangat berperan mendorong perusahaan untuk meningkatkan *return on equity*. Sedangkan *board independent* mendorong perusahaan untuk meningkat-

kan pembayaran dividen. Pada penelitian ini variabel *board size* yang identik dengan besarnya ukuran perusahaan telah menunjukkan peranannya yang sangat penting. Variabel *board size* sangat berpengaruh terhadap peningkatan profitabilitas, pembayaran dividen, dan capaian nilai perusahaan.

### Saran

Bagi manajer, ekspansi perusahaan hendaknya dilakukan secara cermat dan harus dijalankan hanya pada proyek-proyek investasi yang memiliki *net present value* positif. Dengan demikian, ekspansi tersebut akan menghasilkan *return on equity* tinggi yang pada gilirannya akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Selanjutnya, hasil penelitian ini menyarankan bahwa perusahaan hendaknya tetap menjaga dan meningkatkan *dividend payout ratio*, karena hal ini akan direspon positif para investor di pasar modal. Terakhir, temuan penelitian ini menyarankan bahwa perusahaan hendaknya membangun *good corporate governance*. Hal ini dikarenakan variabel yang menjadi proksi mekanisme *corporate governance* telah menunjukkan peranannya terhadap kenaikan nilai perusahaan.

Bagi investor, pilihan terbaik untuk melakukan investasi hendaknya ditujukan kepada perusahaan-perusahaan yang *profitable*, tumbuh, dan mampu meningkatkan pembayaran dividennya. Kehadiran *institutional ownership* dan *board independent* dalam dewan komisaris perusahaan hendaknya menjadi pertimbangan. Investasi pada perusahaan besar dan sehat yang ditunjukkan dengan besarnya *board size* hendaknya menjadi prioritas untuk dipilih. Bagi investor yang membutuhkan dividen tunai hendaknya memilih perusahaan yang telah mencapai tahap *maturity*, dan yang tidak atau belum membutuhkan dividen tunai hendaknya memilih perusahaan yang berada pada tahapan *growth*.

Bagi penelitian selanjutnya, penelitian ini dilakukan hanya pada perusahaan-perusahaan sektor manufaktur, dengan

alasan untuk menghindari perbedaan karakteristik industri. Oleh karena itu, agar penelitian mendatang memberikan kekuatan generalisasi yang lebih baik dan lebih luas, diharapkan melibatkan seluruh sektor industri. Sedangkan, untuk menghindari perbedaan karakteristik industri, disarankan untuk menggunakan *fixed effect model* dan *time* atau *random effect model*. Penelitian mendatang hendaknya dapat menyertakan variabel struktur modal dan variabel-variabel ekonomi makro. Namun, hal ini tentunya akan sulit untuk mencapai *goodness of fit* dari model penelitian, karena hubungan antar variabel yang dianalisis menjadi jauh lebih rumit.

Sebagaimana telah dikemukakan penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan, diantaranya adalah: (1) Penelitian ini dilakukan hanya pada sektor industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia, (2) Mekanisme *corporate governance* yang digunakan bersifat internal (3) Variabel-variabel yang digunakan untuk mendeteksi variasi nilai perusahaan, hanya menggunakan faktor fundamental perusahaan (4) Penelitian ini hanya menggunakan *pool regression model* untuk menangani data panel yang dikumpulkan dan dianalisis; dan (5) Periode pengamatan mulai tahun 2000 sampai dengan tahun 2012.

### DAFTAR PUSTAKA

- Abbasi, M., E. Kalantari, dan H. Abbasi. 2012. Impact of Corporate Governance Mechanism on Firm Value: Evidence From The Food Industry in Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research* 2(5): 4712-4721.
- Afsal, A., dan A. Rohman. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting* 1(2): 09-28.
- Aharony, J., H. Falk, dan N. Yehuda. 2003. Corporate Life Cycle and the Value Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information. *Working Paper*, Tel Aviv University.

- Al-Baidhani, A. M. 2014. Review of the Corporate Governance Bundle. *Corporate Ownership and Control* 11(4): 236-241.
- Allen, F., dan D. Gale. 2001. Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. *Journal of Financial Intermediation* 8(4): 68-89.
- Al-Najjar, B. 2012. The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data. *International Review of Applied Economics* 25(2): 209-224.
- Alzomaia. F. T., A. Al-Khadhir. 2013. Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Business and Social Science* 4(1): 181-192.
- Amidu, M. 2007. How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations* 4(2): 103-137.
- Arie, A. dan A. Rohman. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Diponegoro* 1(2): 1-9.
- Arif, A., dan Akbar, F. 2013. Determinants of Dividend Policy: A Sectoral Analysis from Pakistan. *Journal Business and Behavioral Sciences* 3(9): 16- 33.
- Arshad, Z., A. Yasir, A. Maryam, dan M. Usman. 2013. Ownership structure and dividend policy. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business* 5(3): 27-43.
- Ayuningtias, D. 2013. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Dividend dan Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Antara. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 1(1): 37-57.
- Azhagaiah, R. 2008. The Impact of Dividend Policy on Shareholders' Wealth. *International Research Journal of Finance and Economics* 20(3): 1450-2887.
- Bayraktaroglu, A., Ersoy, E., and Citak, L. 2012. Is There a Relationship between Corporate Governance and Value-Based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 41(2): 224-239.
- Beiner. S., W. Drobetz, F. Schmid dan H. Zimmermann. 2003. Is Board zise An Independent Corporate Governance Mechanism? <http://www.wvz.unibaz.ch/publications/2003/06.03>. Diakses tanggal 11 April 2014.
- Belkhir, M. 2009. Board of Director's Size and Performance in the Banking Industry. *International Journal of Managerial Finance* 5(2): 201-221.
- Bennedsen, M., H. Kongsted dan K. Nielson. 2008. The casual effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking and Finance* 32(4): 1098-1109.
- Bernadi, K. J. 2007. Analisis Pengaruh Cash flow dan Kebijakan Pecking Order Terhadap Leverage dan Investasi serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Manufaktur). *Disertasi*. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya. Malang.
- Bhattacharya, S. 2009. Imperfect Information, Devident Policy, and the Bird in the Hand Fallacy. *The Bell Journal of Economics* 10(1): 259-270.
- Bonazzi, L., dan S. N. Islam. 2007. Agency Theory and Corporate Governance: A study of effectiveness of Board through their monitoring of the CEO. *Journal in Modeling in Management* 2(7): 7-23.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, dan R. Michaely. 2005. Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics* 77(3): 483-527.
- Brigham, E. dan J. Housto. 2010. *Essentials of Financial Management*. 2<sup>nd</sup> ed. Nelson Education, Ltd.
- Brigham, E. F. dan L. C. Gapenski. 2006. *Intermediate Financial Management*. 7<sup>th</sup> edition. SeaHarbor Drive: The Dryden Press.

- Brunarski, K., Y. Harman, dan J. Kehr. 2004. Agency Costs and the Dividend Decision. *Corporate Ownership and Control* 1(3): 44-60.
- Bulan, L. T dan Z. Yan. 2009. *The Pecking Order Theory and the Firm's Life Cycle*. Forthcoming, Banking and Finance Letters. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1347430> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1347430>. Diakses tanggal 10 April 2015.
- Cahyaningdyah, D. dan Y. D. Ressanny. 2012. Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen Universitas Negeri Semarang* 3(1): 20-28.
- Chen, C.R., W. Guo, dan V. Mande. 2006. Corporate Value, Managerial Stockholdings and Investment of Japanese Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting* 17(1): 29-51.
- Cornett, M. M., McNutt J. J. dan Tehranian H. 2009. Corporate Governance and Earnings Management at Large U.S. Banks Holding Companies. *Journal of Corporate Finance* 15(1): 412-430.
- Daljono. H. B. 2013. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010. *Jurnal Akuntansi* 2(1): 1-13.
- Darmono, P. C., dan Y. Bachtiar. 2015. Perspektif Keputusan Investasi Dan Kebijakan Dividen Terhadap Biaya Keagenan, Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Socioscientia* 7(1): 123-130.
- Darwis. 2009. Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 13(3): 418-430.
- DeAngelo, H., dan L. DeAngelo. 2006. The Irrelevance of the Mm Dividend Irrelevance Theorem. *Journal of Financial Economics* 79(1): 293-315.
- Denis, D. J., dan E. Osobov. 2007. Why Do Firm's Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=887643>. Diakses 7 Maret 2015.
- Dharmapala, D. dan V. Khanna. 2008. Corporate Governance, Enforcement, And Firm Value: Evidence From India. *Working Paper Series*, No. 08-005, University of Michigan Law and Economics, 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers.
- Dong, M., C. Robinson dan C. Veld. 2005. Why Individual Investors want Dividends. *Journal of Corporate Finance* 12(2): 121-158.
- Dowd, K. 2008. Moral Hazard and Financial Crisis. *Cato Journal* 29(1): Encyclopedia of Business, 2<sup>nd</sup> ed, Agency Theory.
- El Essa, M. S., M. M. Hameedat, J. A. Altairah, dan M.A. Nofal. 2012. A Worthy Factors Affecting Dividends Policy Decisions An Empirical Study On Industrial Corporation Listed In Amman Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* 4(5): 614-622.
- Fachrudin, K. A. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 13(1): 37-46.
- Fahlenbrach, R. dan R. M. Stulz. 2007. Managerial Ownership Dynamics and Firm Value. *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming <http://ssrn.com/abstract=992919>. Diakses tanggal 7 Maret 2015.
- Fatemi, A. dan R. Bildik. 2013. Yes, Dividends are Disappearing: World-wide Evidence. *Journal of Banking dan Finance* 36(3): 662-677.
- Ferdinand, A. 2011. *Structural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen*. Seri Pustaka Kunci No. 06 Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Fernandez, C. and S. G. Anson. 2006. Does Ownership Structure Affect Firm Performance? Evidence From A Continental-Type Governance System.

- Corporate Ownership of Control* 3(2): 27-45.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. 2008. *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance*. (Online) [http://www.fcgi.or.id/books/indo\\_gov/flash/](http://www.fcgi.or.id/books/indo_gov/flash/) diakses tanggal 12 April 2015.
- Garg, A. K. 2007. Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers* 32(2): 39-60.
- Ghozali, I. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Edisi Keempat. Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, A. dan O. John. 2012. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics* 91(2): 46-56.
- Gitman, L. J., dan C. J. Zutter. 2012, *Principles of Managerial Finance*. 13<sup>th</sup> ed. Pearson Education, Inc. Boston.
- Gujarati, I. dan N. Damodar. 2009. *Basic Econometrics*. Fifth Edition, Mc Graw-Hill, Inc.
- Gusaptono, R. H. 2010. Faktor-Faktor yang Mendorong Penciptaan Nilai Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Buletin Ekonomi* 8(2): 70-170.
- Haruman, T. 2007. Pengaruh Keputusan Keuangan dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEJ). *The First PPM National Conference on Management Reseach*. Sekolah Tinggi Manajemen PPM. Universitas Widyatama Bandung.
- Hasnawati, S. 2005. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. *Disertasi*. Universitas Padjadjaran (UNPAD). Bandung.
- IICG. 2007. *The Indonesian Institute for Corporate Governance*. <http://iicg.org/index.php>. Diakses tanggal 6 Februari 2015.
- Imam, M. O. dan M. Malik. 2007. Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market. *International Review of Business Research Papers* 3(4): 88-110.
- Hermuningsih, S. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* 23(2): 128-148.
- Jackling, B. dan S. Johl, S. 2009. Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review* 17(4): 492-509.
- Jahanzeb, A., S. U. Rehman, N. H. Bajuri, M. Karami, dan A. Ahmadimousaabad. 2014. Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations* 1(1): 11-18.
- Javed, A. Y., dan R. Iqbal. 2007. Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange. *MPRA Paper*. No. 2225, <http://mpa.ub.unimuenchen.de/2225>. Diakses tanggal 2 Maret 2015.
- Jiraporn, P. dan Y. Ning. 2006. Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Applied Finance*. Fall/Winter, 24-36.
- Jun, A., D. R. Gallagher dan G. H. Partington. 2006. An Examination of Institutional Dividend Clienteles: Evidence from Australian Institutional Portfolio Holdings. *JEL. Classification: G35*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=972413>. Diakses tanggal 7 Februari 2010.
- Jusriani, I. K. dan S. N. Rahardjo. 2013. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada

- Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011). *Jurnal Akuntansi Diponegoro* 2(2): 1-10.
- Kowalewski, O., I. Stetsyuk, dan O. Talavera. 2007. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=986111>*. Diakses tanggal 3 Februari 2012.
- Kesuma, A. 2009. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go Public di BEI. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 11(1): 38-45.
- KNKG. 2012. *Prinsip Dasar dan Pedoman Pelaksanaan Good Corporate Governance Perbankan Indonesia*. Komite Nasional Kebijakan Governance.
- Kouser, R., T. Bano, M. Azeem, dan H. Masood. 2012. Inter relationship between Profitability, Growth, and Size: A Case of Non-Financial Companies from Pakistan. *Journal Commer. Soc. Sci* 6(2): 405-419.
- Kusumajaya, D. K. O. 2011. Pengaruh Struktur Modal and Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pascasarjana Universitas Udayana. Denpasar.
- Kusumawati, D. Novi dan B. Riyanto. 2005. Corporate Governance dan Kinerja: Analisis Pengaruh Compliance Reporting dan Struktur Dewan Terhadap Kinerja. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo.
- Lee, S. 2008. Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea. *Working Paper*, No: 2008-17. University of Utah.
- Li, K. dan X. Zhao. 2008. Asymmetric Information and Dividend Policy. *Journal of Financial Management*. Winter: 673-694.
- Linn, S. C., dan D. Park. 2005. Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Journal of Corporate Finance* 11(2): 680-715.
- Mardiyati, U., G. N. Ahmad dan R. Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Priode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia* 3(1): 1-17.
- Marpaung, E. I., dan B. Hadiano. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik Pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi* 1(1): 70-84.
- Mehta, A. 2012. An Emperical Analysis of Determinants of Dividend Policy-Evidence from the UAE Companies. *Global Review of Accounting and Finance* 3(1):18-31.
- Memon, F., N. A. Bhutto, dan G. Abbas. 2012. Capital Structure and Firm Performance: A Case of Textile Sector of Pakistan. *Asian Journal of Business and Management Science* 1(9): 09-15.
- Michaely, R., dan M. R. Roberts. 2006. Free Cash Flow, Signaling, and smoothing: Lesson from Dividend Policy of Public and Private Firms, *Working Paper*, Cornell University.
- Murhadi, W. R. 2008. Studi Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya terhadap Harga Saham. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 10(1): 1-17.
- Naceur, S. B., M. Goaid, dan A. Belanes. 2007. On The Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance* 6(2): 1-23.
- Nguyen, H., dan R.Faff. 2006. Impact of Board Size and Board Diversity on Firm Value: Australian Evidence, *Corporate Ownership and Control* 4(2): 24-32.
- Organization For Economic Corporation and Development (OECD). 2004. *Corporate Governance: A Survey of OECD Countries*. OECD Publication Service, Frace.
- Pakaryaningsih, E., dan Y. S. Wibowo. 2006. Pengaruh Board System dan Board

- Composition terhadap Kinerja Perusahaan: Tinjauan terhadap Konsep Agency Theory dan Stewardship Theory dalam Corporate Governance. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis* 1(1): 19-27.
- Pathan, S., M. Skully, dan J. Wickramanayake. 2007. Board Size, Independence and Performance: An Analysis of Thai Banks. *Asia-Pacific Financial Markets* 14(3): 211-227.
- Pradana, S. W. L. dan I P. S. Sanjaya. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Investment Opportunity Set terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI). *Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Universitas Mataram. Lombok.
- Prasanna, P. K. 2006. Corporate Governance - Independent Directors and Financial Performance: An Empirical Analysis. *Working Paper*, Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper. Diakses tanggal 10 April 2015.
- Priadharma, I G. B. 2011. Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Thesis*. Universitas Udayana. Denpasar Bali
- Puspita, F. 2009. Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro. Semarang.
- Qureshi, M. A. 2006. System dynamics modelling of firm value. *Journal of Modelling in Management* 2(1): 24-39.
- Reddy, K., S. Locke, dan Scrimgeour, F. 2010. The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. *International Journal of Managerial Finance* 6(3): 190-219.
- Romano, G., P. Ferretti, dan A. Rigolini. 2012. Corporate Governance and Performance in Italian Banking Groups. *Paper to be presented at the International conference. Corporate governance & regulation: outlining new horizons for theory and practice*. Pisa, Italy: pp. 1-35.
- Sambharakreshna, Y. 2010. Pengaruh size of firm, growth dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Manajemen bisnis dan sektor public* 6(2): 197-216.
- Sam'ani. 2008. Pengaruh *Good Corporate Governance* dan *Leverage* terhadap Kinerja Keuangan Pada Perbankan di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana. Universitas Diponegoro Semarang.
- Sanjaya, I P. B. 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Kajian Akuntansi* 4(1): 15-24.
- Sartono. R. A. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi 4*. BPFE-Yogyakarta: DI Yogyakarta.
- Setiani, R. 2013. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Alumni Fakultas Ekonomi UNP* 2(1): 1-17.
- Shah, S. Z. A., S. A. Butt, dan A. Hasan. 2009. Board Composition and Earning Managementan Empirical Evidence From Pakistani Listed Companies. *European Journal of Scientific Research* 26(4): 624-638.
- Shen, M. J., C. C. Hsu, dan M. C. C. 2006. A Study of Ownership Structures and Firm Values Under Corporate Governance - The Case of Listed and OTC Companies in Taiwan's Finance Industry. *The Journal of American Academy of Business* 8(1): 184-191.
- Sofyaningsih, S. dan P. Hardiningsih. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan* 3(1): 68-87.

- Sriwardany. 2006. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur Tbk. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Sumatera Utara (USU). Medan.
- Sugiyono. 2006. *Metode Penelitian Bisnis*, Edisi Kesembilan. Penerbit ALFABETA. Bandung.
- Sujoko dan U. Subiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9(1): 41-48.
- Sukirni, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Analisis Akuntansi* 2(1): 1-12.
- Sulistiyowati, I., R. Anggraini, dan T. H. Utamingtyas. 2010. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Universitas Jenderal Soedirman (UNSOED). Purwokerto.
- Tang, L. 2007. A Simultaneous Approach to Analyzing the Relation Between Board Structure, Corporate Governance Mechanisms and Performance of Japanese Firms (1989-2001). *Thesis*. University of Saskatchewan Saskatoon. Canada.
- Thanatawee, Y. 2011. Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research* 2(2): 52-60.
- Uwuigbe, U., O. Olowe, and A. Godswill. 2012. An Assessment of the Determinants of Share Price in Nigeria: A Study of Selected Listed Firms. *Acta Universitatis Danubius* 8(6): 78-88.
- Velnampy, T. 2013. Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies. *Journal of Economics and Sustainable Development* 4(3): 228-235.
- Wahyudi, U. dan P. H. Pawestri. 2005. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang.
- Wardjono. 2010. Analisis faktor-faktor yang Mempengaruhi *Price to Book Value* dan Implikasinya pada *Return Saham*. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan* 2(1): 83-96.
- Widyanti, R. A. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Dividend Payot Ratio, dan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(3): 1048-1057.