

**PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP PERILAKU OPORTUNISTIK
MANAJERIAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN SERTA DAMPAKNYA TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN**

(Studi Kasus Pada Perusahaan Non-Kuangan di Indeks Kompas 100)

**EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON MANAGERIAL OPPORTUNISTIC
BEHAVIOUR AND DIVIDEND POLICY AND ITS IMPACT ON FIRM VALUE
(Case Studies On Companies Listed In Kompas 100 index)**

Eka Tresna Gumelar, ST., MM.¹, Dr. Norita, S.E., M.Si, Ak.²

^{1,2} Prodi S2 Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Telkom

¹tresna.kaka@gmail.com, ²norita.chan@yahoo.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah struktur *corporate governance*, yang terdiri dari kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dimana perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (2) kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen berpengaruh terhadap perilaku oportunistik manajerial; (3) perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (4) *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (5) kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: struktur *corporate governance*, perilaku oportunistik manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan

Abstract

This study aimed to test whether the corporate governance structures, which consists of institutional ownership, independent board and the number of commissioners, affect the firm value, where managerial opportunistic behavior and dividend policy as intervening variables. The results of this study indicate that: (1) institutional ownership and independent board affect the firm value; (2) institutional ownership and independent board affect the managerial opportunistic behavior; (3) managerial opportunistic behavior affect the firm value; (4) corporate governance has no effect on dividend policy; (5) The dividend policy affects the value of firm.

Keywords: corporate governance structure, managerial opportunistic behavior, dividend policy, firm value

1 PENDAHULUAN

Tujuan manajemen perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dapat dicapai dengan melaksanakan fungsi - fungsi keuangan yaitu: investasi, pembiayaan dan dividen secara efektif dan efisien, karena setiap kebijakan keuangan yang diambil akan mempengaruhi kebijakan keuangan yang lainnya sehingga akan berdampak pada perubahan nilai perusahaan. Efek sinergis dari kebijakan investasi, pembiayaan dan dividen perusahaan merupakan tujuan utama dari para pengambil kebijakan dalam meningkatkan nilai perusahaan (Qureshi, 2006). Dengan demikian kebijakan-kebijakan tersebut saling berkaitan satu dengan yang lainnya. Tentunya hal ini menjadi unik, karena di satu sisi kebijakan dividen adalah sangat penting untuk memenuhi harapan para pemegang saham terhadap dividen serta mengurangi *agency problem* dan di sisi lain bagaimana kebijakan dividen ini bisa dilakukan tanpa harus menghambat pertumbuhan perusahaan.

Hasil penelitian Berle dan Means (1932) dalam Jensen dan Meckling (1976)^[17] secara eksplisit menyatakan adanya keharusan untuk dipisahkannya antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Akibat dari adanya pemisahan antara pemilik dan pengelola dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problems*). Masalah tersebut disebabkan oleh perbedaan kepentingan antara *principal* (pemilik atau pemegang saham) dan *agent* (manajer). Jensen dan Meckling memandang baik *principal* maupun *agent* berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraan diri sendiri, sehingga ada kemungkinan besar *agent* tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik *principal*. *Agency problem* tidak terlepas dari kecenderungan manajer untuk mencari keuntungan sendiri (*opportunistic behaviour*) dengan mengorbankan kepentingan pihak lain. Hal ini terjadi karena walaupun manajer memperoleh kompensasi dari pekerjaannya, namun pada kenyataannya perubahan kemakmuran manajer sangat kecil dibandingkan perubahan kemakmuran pemilik/pemegang saham (Jensen & Murphy, 1990)^[14].

Penyebab timbulnya *agency problem* karena para pengambil keputusan atau manajer tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat

meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Akibat dari tidak menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung untuk menyetujui pengeluaran atau pos-pos biaya yang bersifat konsumtif dan tidak produktif (Jensen & Meckling, 1976)^[17]. *Agency problem* dapat ditelusuri dari beberapa kondisi, seperti; penggunaan *free cash flow* pada aktivitas yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986)^[15]. Penggunaan *free cash flow* akan meningkatkan kekuasaan manajer dengan melakukan *over investment* dan mengkonsumsi keuntungan yang berlebihan (*consumption of excessive perquisites*) (Bhatala et al., 1994). Perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer dimana para investor lebih memilih proyek dengan risiko tinggi dan laba yang tinggi, sedangkan manajer lebih memilih proyek berisiko rendah untuk melindungi posisi pekerjaan mereka (Crutchley & Hansen, 1989)^[7].

Agency theory menjelaskan bahwa pembayaran dividen dapat mengurangi *agency problem*. Mengurangi dana-dana yang ada di bawah kebijaksanaan manajemen akan menghasilkan suatu kekuatan yang mendorong para manajer untuk lebih sering masuk ke dalam pasar-pasar modal, jadi menaruh mereka di bawah pengawasan yang cermat dari para pemasok modal (Rozeff, 1982, dan Easterbrook, 1984)^{[31],[8]}. Selain itu Grossman dan Hart, 1986^[13]; dan Stulz 1990 dalam Bethel dan Julia (1993)^[4], mengungkapkan bahwa, jumlah kas (*free cash flow*) yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan cara menerbitkan hutang baru yang hasilnya untuk dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk deviden khusus atau pembelian kembali saham yang beredar. Tindakan terakhir ini dapat mengurangi aliran kas perusahaan di masa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga tetap.

Untuk mengurangi perilaku oportunistik manajerial dan meningkatkan nilai perusahaan, maka perlu dilakukan pengawasan melalui mekanisme tata pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Mekanisme ini dilakukan untuk memastikan bahwa pemilik atau pemegang saham memperoleh pengembalian (*return*) dari kegiatan yang dijalankan oleh agen atau manajer (Shleifer & Visny, 1997)^[33]. Secara umum *corporate governance* adalah struktur dan sistem yang baik untuk mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai pemegang saham serta mengakomodasi berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan (*stakeholders*) seperti kreditor, pemasok, asosiasi bisnis, konsumen, pekerja, pemerintah dan masyarakat luas (FCGI, 2014)^[11]. Amman, Oesch, dan Schmid (2009)^[2] meneliti hubungan antara tingkat *corporate governance* dan nilai perusahaan dengan cara observasi dan membandingkan 6.663 perusahaan dari 22 negara berkembang selama periode 2003 hingga 2007. Hasil penelitian mereka ditemukan hubungan kuat dan positif antara tingkat *corporate governance* dan nilai perusahaan. Sebagai tambahan hasil penyelidikan mereka membuktikan bahwa nilai atribut *corporate governance* yang relevan dalam meningkatkan nilai perusahaan adalah perilaku sosial perusahaan.

2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Agency Theory

Berle dan Means (1933) dalam karya penelitiannya yang tidak dipublikasikan secara eksplisit menyatakan tentang pemisahan kepemilikan (*ownership*) dan pengendalian (*control*) perusahaan, sehingga distribusi kepemilikan saham dalam perusahaan menjadi suatu hal yang penting. Ketika pengendalian perusahaan tidak lagi dilakukan oleh pemilik tetapi diserahkan kepada pihak lain untuk mengelola sumber daya perusahaan, maka permasalahan yang muncul adalah potensi konflik dalam hubungan antara pemilik (*principals*) dengan pengelola (*agent*) yang sering disebut dengan masalah keagenan (*agency problem*). Hubungan keagenan digambarkan sebagai hubungan yang timbul karena adanya kontrak yang ditetapkan antara prinsipal yang menggunakan agen untuk memberikan jasanya bagi kepentingan prinsipal (Jensen & Meckling, 1976)^[17].

Jensen (1986)^[15] menjelaskan bahwa konflik kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik (*shareholders*) dan agen (*manager*) masing-masing menginginkan return yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko. Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud dan Lev (1981)^[1] bahwa *shareholders* lebih berkepentingan terhadap risiko sistematis, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap risiko tidak sistematis. Pawlina dan Renneboog (2005)^[29] menjelaskan bahwa konflik ini terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flows* yang besar karena manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana internal ini untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya dengan tidak melakukan pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham.

Upaya untuk mengatasi permasalahan keagenan ini akan menimbulkan konsekuensi biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*) yang akan ditanggung baik oleh prinsipal maupun agen. Jensen dan Meckling (1976)^[17] membagi biaya keagenan menjadi tiga kelompok, yaitu *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual cost*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh *principal* untuk memonitoring perilaku *agent*. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh *agent* untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa *agent* akan bertindak untuk kepentingan *principal*. Sedangkan *residual cost* timbul dari kenyataan bahwa tindakan *agent* kadangkala berbeda dari tindakan yang memaksimalkan kepentingan *principal*. Pengendalian atas masalah keagenan di dalam proses pengambilan keputusan adalah penting bilamana manajer pada saat melakukan dan melaksanakan suatu keputusan penting tersebut bukan merupakan pemegang klaim residual yang utama dan selanjutnya tidak menjadi bagian lain yang utama atas efek kesejahteraan dari keputusan

mereka. Jensen dan Meckling (1976)^[17] menyatakan bahwa hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Untuk mengatasi masalah keagenan ini dan untuk mengurangi *agency cost* yang muncul, diperlukan suatu mekanisme control dan penyelarasan kepentingan antara manajer, *stockholders*, dan *stakeholders*.

2.2 Corporate Governance

Definisi untuk memahami *corporate governance* sangat beragam. Turnbull (1997)^[36] memberikan definisi *corporate governance* adalah suatu sistem tata kelola yang diselenggarakan dengan mempertimbangkan semua faktor yang mempengaruhi proses institusional, termasuk faktor-faktor yang berkaitan dengan fungsi regulator. Lebih jauh Shleifer dan Vishny (1997)^[33] mengemukakan bahwa *corporate governance* merupakan suatu mekanisme yang dapat digunakan untuk memastikan bahwa *supplier* keuangan atau pemilik modal perusahaan memperoleh pengembalian atau *return* dari kegiatan yang dijalankan oleh manajer, atau dengan kata lain bagaimana *supplier* keuangan perusahaan melakukan pengendalian terhadap manajer. Berdasarkan pada definisi *corporate governance* seperti yang telah dikemukakan sebelumnya, dapat dikatakan bahwa *corporate governance* merupakan suatu sistem atau mekanisme yang dibangun melalui peraturan-peraturan dan faktor-faktor lain yang berpengaruh untuk mengarahkan dan mengendalikan jalannya perusahaan serta memastikan bahwa semua pihak yang berkepentingan bertindak sesuai dengan hak dan kewajibannya.

Konflik kepentingan sebagaimana dijelaskan dalam teori keagenan antara pihak-pihak di dalam perusahaan yang mempengaruhi perilaku perusahaan dalam berbagai cara yang berbeda merupakan masalah keagenan atau *agency problem* (Jansen & Warner, 1988)^[18]. Konflik ini dapat muncul antara pemegang saham (pemilik) dan *stakeholders* perusahaan berdasarkan distribusi kekuasaan dalam organisasi (Shleifer & Vishny, 1986)^[32]. Masalah keagenan akan lebih sering muncul pada perusahaan dengan kepemilikan yang sangat terdispersi dan lebih merupakan kelompok yang sangat kecil yang tidak lagi tertarik untuk memantau kinerja manajemen secara efektif. Akibatnya pemegang saham memiliki kekuasaan yang sangat kecil untuk dapat mengendalikan perilaku manajemen dalam hal pengambilan keputusan yang pada akhirnya dapat merugikan kepentingan pemegang saham. Situasi seperti ini diperlukan *corporate governance* sebagai mekanisme pengendali (*disciplinary forces control mechanism*) yang lebih efektif untuk menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan kepentingan manajemen.

Weak governance dari perspektif *agency theory*, sebenarnya merupakan bagian dari *agency problem*, dan mencerminkan adanya perbedaan kepentingan (*divergence of interests*) antara prinsipal (pemilik) dan agen (manajemen). Agen yang *risk averse* dan cenderung mementingkan dirinya sendiri (*self-serving behavior*) akan mengalokasikan *resources* atau melakukan investasi yang tidak meningkatkan nilai perusahaan. Di samping itu, agen juga melakukan kelalaian dengan cara menyalahgunakan *resources* dalam bentuk *pecuniary* (diukur dengan uang) dan *non-pecuniary benefits*. Tindakan yang merugikan perusahaan ini dapat terjadi karena adanya *information asymmetry* antara prinsipal dan agen berkaitan dengan masalah yang berhubungan dengan organisasi, dan prinsipal kesulitan untuk mengetahui apakah agen sudah bertindak sebagaimana mestinya (Eisenhardt, 1989)^[9].

2.3 Perilaku Oportunistik Manajerial

Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab timbulnya konflik keagenan karena para pengambil keputusan atau manajer tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung untuk menyetujui pengeluaran atau pos-pos biaya yang bersifat konsumtif dan tidak produktif (Jensen & Meckling, 1976)^[17].

Penyebab konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham adalah karena keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis (*systematic risk*) dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya, mereka lebih berhubungan dengan risiko perusahaan secara keseluruhan. Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen & Meckling, 1976)^[17].

Bathala, Moon dan Rao (1994)^[3] menyatakan bahwa dalam model keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976)^[17], perusahaan merupakan suatu subyek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau untuk menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkannya. Jensen dan Meckling (1976)^[17] menyatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*. Disamping itu manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan mengakibatkan beban bunga pinjaman dan risiko kebangkrutan perusahaan

meningkat, karena *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

Agency theory sebagaimana dikutip Amihud dan Lev (1981)^[1] mengungkapkan bahwa, manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Di satu pihak kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Hasil penelitian Grand Jammie dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993)^[4], menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun hal itu tidak meningkatkan nilai perusahaan. Biasanya usaha diversifikasi itu dilakukan melalui pembelian *real assets* yang tidak sesuai dengan usaha utama dari perusahaan. Sicherman dan Pettway (1987)^[34] membuktikan bahwa, potensi inefisiensi dihasilkan dari diversifikasi real asset bukan dari konsentrasi *real assets*. Dengan asumsi bahwa pemilik perusahaan tidak terlibat langsung dalam pengelolaan perusahaan dan manajer merupakan orang yang dibayar untuk mengoperasikan perusahaan, maka manajer secara operasional bekerja independen terlepas dari campur tangan pemilik, kecuali dalam penentuan kebijakan umum. Berdasarkan asumsi tersebut ada kemungkinan bahwa, manajer menggunakan dana yang tersedia untuk investasi yang berlebihan, karena hal ini akan meningkatkan kesejahteraannya dari pada mendistribusikannya kepada pemegang saham. Manajer sebagai agen pemegang saham akan mengambil tindakan yang hanya memaksimalkan kepentingannya sendiri bila saja tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor. Bila hal ini terjadi tentunya tidak akan konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (Mann & Neil, 1991)^[23].

Jensen berargumen bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow*. Masalah *free cash flow* merujuk pada aktivitas manajer yang lebih menyukai melakukan investasi (meskipun dengan NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Argumentasi teori keagenan yang berkaitan dengan restrukturisasi keuangan mengungkapkan bahwa, restrukturisasi keuangan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan cara mengambil kas (*free cash flow*) dari tangan manajer dan membayarkannya kepada para pemegang saham sebagai dividen. Tindakan ini dapat mengurangi kemampuan manajer untuk melakukan ekspansi dan diversifikasi perusahaan secara berlebihan di masa yang akan datang dan memaksa para manajer untuk lebih meningkatkan efisiensi operasi, bahkan kalau memungkinkan dengan menjual unit bisnis yang tidak menguntungkan (Jensen & Murphy, 1990)^[14].

2.4 Kebijakan Dividen

Penelitian tentang *agency cost* dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozeff (1982)^[31] menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari monitoring perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika *insider* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982)^[31] dan Easterbrook (1984)^[8] menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Jensen (1987)^[16] menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan hutang. Pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer berbuat lebih hati-hati. Miller dan Modigliani (1961)^[25] mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Hasil-hasil penelitian Black dan Scholes (1974)^[6], Miller dan Scholes (1978)^[26], mendukung argumentasi *dividend irrelevant theory* ini. Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya menjadi permasalahan, dan melonggarkan satu atau lebih dari asumsi asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai suatu dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan dari teori kebijakan dividen.

Muncul beberapa studi empiris yang menolak *dividend irrelevance theory* dan mendukung *bird-in-hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Lintner (1962)^[20], Gordon (1963)^[12], Long (1978)^[22], dan Sterk dan Vandenberg (1990)^[35]. Selanjutnya muncul teori *tax preference* yang menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* akan menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan. Hasil studi Litzenberger dan Ramaswamy (1979)^[21] telah menyajikan bukti empiris dalam mendukung dari argumentasi pengaruh pajak. Sedangkan yang lainnya, seperti Black dan Scholes (1974)^[6], dan Miller dan Scholes (1982)^[27] mempunyai temuan-temuan yang bertentangan dengan itu atau menyediakan penjelasan yang berbeda. Dengan demikian, dampak dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan itu sampai saat ini masih simpang siur. *Corporate governance* merupakan

konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri atau menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer & Vishny, 1997)^[33]. Sejalan dengan itu, Monks dan Minow (2001) dalam Lahovnik (2008)^[19] menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan antara berbagai partisipan dalam perusahaan yang menentukan arah dan kinerja perusahaan.

Jensen mengemukakan bahwa semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang tumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang memiliki *free cash flow* rendah. Pembagian dividen perusahaan kepada pemegang saham menyebabkan posisi kas suatu perusahaan semakin berkurang. Pernyataan ini sejalan dengan hipotesis *pecking order* Myers & Majluf (1984)^[28] bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki dorongan membayar dividen relatif kecil dalam rangka memiliki dana internal yang lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya.

2.5 Nilai Perusahaan

Secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga pasar sahamnya (Qureshi, 2006)^[30]. Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kekayaan atau kesejahteraan para pemegang saham. Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Fama & French, 1998)^[10]. Pengelolaan keuangan perusahaan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiga keputusan itu akan memaksimalkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan-keputusan tersebut adalah saling berkaitan satu dengan lainnya (Qureshi, 2006)^[30].

Teori organisasi dan korporasi modern dari Marshal telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management*–CEO sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan. Perkembangan selanjutnya, teori keagenan (*agency theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen & Meckling, 1976)^[17]. Hal ini disebabkan dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer & Vishny, 1997)^{[17],[9],[33]}. Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol salah satunya adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, yang akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley & Hansen, 1989)^[7]. Rozeff (1982)^[31] mengemukakan bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham akan berkurang. Pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi signal yang positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi dalam perusahaan. Rozeff (1982)^[31] dan Easterbrook (1984)^[8] menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan.

Survey yang dilakukan oleh McKinsey & Company (2002)^[24] menunjukkan bahwa *corporate governance* telah menjadi perhatian utama investor, khususnya pada pasar-pasar yang sedang berkembang. Investor akan cenderung menghindari perusahaan-perusahaan yang memiliki penerapan *corporate governance* yang buruk. Penerapan *corporate governance* dapat dicerminkan dalam nilai perusahaan yang dilihat dari harga saham perusahaan yang bersangkutan. Menurut Bhagat & Black. (2002)^[5], alternatif penjelasan atas hubungan antara praktek *corporate governance* dengan nilai perusahaan menurut penelitian tersebut adalah *signaling* dan *endogeneity*. Dalam *signaling*, praktek *corporate governance* menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena penerapan *corporate governance* yang baik akan memberikan sinyal positif. Sedangkan *endogeneity* adalah perusahaan yang nilai pasar tinggi (dengan alasan apapun) cenderung menerapkan *corporate governance* lebih baik.

3 METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Independen

Corporate governance dalam penelitian ini diproksi oleh:

- Kepemilikan Institusional merupakan saham yang dimiliki oleh institusi atau lembaga. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan institusional adalah persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari seluruh modal saham yang beredar.
- Dewan Komisaris Independen merupakan anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhinya untuk bertindak independen. Dewan komisaris independen diukur dengan menggunakan indikator persentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dari seluruh ukuran anggota dewan komisaris perusahaan.
- Jumlah Dewan Komisaris merupakan jumlah dewan komisaris yang terdiri dari komisaris independen dan komisaris non-independen. Jumlah dewan komisaris akan ditentukan dengan menggunakan indikator jumlah anggota dewan komisaris suatu perusahaan.

3.2 Variabel Dependen

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diproksi dengan *Tobin's q*, alasannya adalah bahwa rasio ini merupakan konsep yang berharga untuk mengukur kemakmuran pemilik, karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap satuan uang untuk tambahan investasi.

3.3 Variabel Intervening

Perilaku Oportunistik Manajerial

Proksi dari perilaku oportunistik manajerial dalam penelitian ini adalah *Debt to Assets Ratio* (DAR), dengan alasan bahwa *Debt to Assets Ratio* lebih dapat menggambarkan proporsi total hutang terhadap seluruh aset yang dikuasai perusahaan. Disamping itu, para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka (Jensen dan Meckling, 1976)^[17].

Kebijakan Dividen

Proksi dari kebijakan dividen yang dipilih untuk penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR), dengan alasan bahwa *dividend payout ratio* lebih dapat menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa besar keuntungan yang dibagikan kepada shareholders sebagai dividen dan berapa yang disimpan di perusahaan. Para manajer mempunyai peluang untuk menggunakan bagian dari keuntungan yang tersimpan di perusahaan itu untuk menunjang perilaku oportunistiknya.

3.4 Pengujian Hipotesis

Hipotesis penelitian akan diuji dengan tiga persamaan regresi yang berbeda, yaitu :

- $$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon$$
- $$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon$$
- $$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \epsilon$$
- $$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon$$
- $$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \epsilon$$

Dalam hal ini:

- KI : Kepemilikan Institusional
 DKI : Dewan Komisaris Independen
 JDK : Jumlah Dewan Komisaris
 DAR : *Debt to Assets Ratio*
 DPR : *Dividend Payout Ratio*
 TBNSQ : *Tobin's q*

Persamaan regresi 1 akan digunakan untuk menguji bagaimana pengaruh *corporate governance* yang dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris berpengaruh terhadap nilai perusahaan (H_{1a} , H_{1b} , dan H_{1c}). Persamaan regresi 2 digunakan untuk menguji bagaimana pengaruh *corporate governance* yang dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris berpengaruh terhadap perilaku oportunistik manajerial (H_{2a} , H_{2b} , dan H_{2c}). Persamaan regresi 3 digunakan untuk menguji bagaimana pengaruh *corporate governance* yang dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh perilaku oportunistik manajerial (H_{1d} , H_{1e} , H_{1f} , dan H_3). Persamaan regresi 4 digunakan untuk menguji bagaimana pengaruh *corporate governance* yang dalam penelitian ini adalah

kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris berpengaruh terhadap kebijakan dividen (H_{4a} , H_{4b} , dan H_{4c}). Persamaan regresi 3 digunakan untuk menguji bagaimana pengaruh *corporate governance* yang dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh perilaku oportunistik manajerial (H_{1g} , H_{1h} , H_{1i} , dan H_5). Untuk menguji pengaruh variabel intervening digunakan metode Metode pemeriksaan mediasi dengan pendekatan perbedaan koefisien.

4 HASIL PENELITIAN

4.1 Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian yaitu kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, jumlah dewan komisaris, *debt to assets ratio*, *dividend payout ratio* dan *Tobin's q*.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KI	67	0,330	0,850	0,59373	0,110163
DKI	67	0,300	0,800	0,43090	0,123506
JDK	67	3,000	11,000	6,43284	1,994112
DAR	67	0,130	0,690	0,36164	0,160015
DPR	67	0,020	1,000	0,42164	0,163231
TBNSQ	67	0,680	9,670	2,56970	1,514565

Tabel 1 menunjukkan bahwa mean dari kepemilikan institusional adalah 0,5937. Hal ini menunjukkan bahwa 59,37% saham perusahaan dimiliki oleh pihak institusional. Dewan komisaris independen mempunyai nilai mean sebesar 0,4309. Hal ini menunjukkan jumlah komisaris independen yang dimiliki perusahaan sampel sebesar 43,09%. Hasil ini sesuai dengan syarat yang ditetapkan Bursa Efek Jakarta bahwa jumlah komisaris independen paling kurang 30% dari jumlah total dewan komisaris. Jumlah dewan komisaris mempunyai mean sebesar 6,432 atau dibulatkan menjadi 7. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata jumlah dewan komisaris yang dimiliki perusahaan sampel sebesar 7 orang. *Debt to assets ratio* memiliki nilai mean sebesar 0,3616. Hal ini menunjukkan bahwa 36,16% dari aset perusahaan sampel merupakan hutang. *Dividend payout ratio* memiliki nilai mean sebesar 0,4216. Hal ini menunjukkan bahwa 42,22% keuntungan perusahaan sampel dibagikan sebagai dividen, sedangkan sisanya sebesar 57,78% disimpan oleh perusahaan. *Tobin's q* memiliki nilai mean sebesar 2,5697. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan sampel memiliki nilai pasar sebesar 2,57.

4.2 Uji Hipotesis

Pengujian Hipotesis 1a, 1b dan 1c

Persamaan regresi 1 digunakan untuk menjawab hipotesis 1a, 1b dan 1c.

Tabel 2
Analisis Regresi 1

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,279	1,365	-	0,204	0,839
	KI	4,161	1,775	0,303	2,344	0,022
	DKI	0,398	1,633	0,032	0,244	0,808
	JDK	-0,055	0,095	-0,072	-0,572	0,569

Berdasarkan Tabel 2, hasil pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis 1a ini bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap *Tobin's q* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 4,161 dengan nilai signifikansi sebesar 0,022 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hipotesis 1a, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai *Tobin's q* **dapat diterima**. Berdasarkan Tabel 2, hasil pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis 1b ini bahwa pengaruh dewan komisaris independen terhadap *Tobin's q* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,398 dengan nilai signifikansi sebesar 0,808 yang berarti suatu pengaruh yang positif namun tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hipotesis 1b, yang menyatakan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap nilai *Tobin's q* **tidak dapat diterima**. Berdasarkan Tabel 2, hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap

hipotesis 1c ini adalah bahwa pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap *Tobin's q* ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar pengaruh -0,055 dengan nilai signifikansi sebesar 0,569 yang berarti suatu pengaruh yang negatif dan tidak signifikan pada level $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hipotesis 1c, yang menyatakan bahwa jumlah dewan komisaris berpengaruh signifikan terhadap nilai *Tobin's q*, **tidak dapat diterima**.

Pengujian Hipotesis 2a, 2b dan 2c

Persamaan regresi 2 digunakan untuk menjawab hipotesis 2a, 2b dan 2c.

Tabel 3
Analisis Regresi 2

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2b	(Constant)	0,797	0,129	-	6,181	0,000
	KI	-0,808	0,168	-0,556	-4,818	0,000
	DKI	0,346	0,154	0,267	2,243	0,028
	JDK	-0,016	0,009	-0,203	-1,807	0,076

Berdasarkan Tabel 3, hasil pengujian terhadap hipotesis 2a menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt to assets ratio* ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar -0,808 dan memiliki signifikansi sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap *debt to assets ratio*. Dengan demikian maka berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris maka hipotesis 2a ini **dapat diterima**. Berdasarkan Tabel 3, hasil pengujian pada hipotesis 2b ini yang menyatakan bahwa pengaruh dewan komisaris independen terhadap *debt to assets ratio*, ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,346 dengan nilai signifikansi sebesar 0,028. Hal ini menunjukkan bahwa adanya pengaruh signifikan positif dari dewan komisaris independen terhadap *debt to assets ratio* pada $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hipotesis 3b yang menyatakan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh terhadap *debt to assets ratio* **dapat diterima**. Berdasarkan Tabel 3, Hasil pengujian terhadap hipotesis 2c menunjukkan bahwa pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap *debt to assets ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi -0,016 dengan nilai signifikansi sebesar 0,076. Hal ini menunjukkan adanya suatu pengaruh yang negatif dan tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 2c dinyatakan **tidak dapat diterima**.

Pengujian Hipotesis 3, 1d, 1e, dan 1f

Persamaan regresi 3 digunakan untuk menjawab hipotesis 3, 1d, 1e dan 1f

Tabel 4
Analisis Regresi 3

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2c	(Constant)	2,678	1,672		1,602	0,114
	KI	1,729	2,007	0,126	0,861	0,392
	DKI	1,439	1,640	0,117	0,878	0,383
	JDK	-0,104	0,095	-0,136	-1,096	0,277
	DAR	-3,010	1,289	-0,318	-2,335	0,023

Hasil pengujian hipotesis 3 menyatakan bahwa pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *Tobin's q* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -3,010 dengan nilai signifikansi sebesar 0,023 yang menunjukkan suatu pengaruh negatif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian, berdasarkan hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 3 dinyatakan **dapat diterima**. Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 1a, 2a, dan 3 yang dijelaskan sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa *debt to assets ratio* merupakan variabel mediasi sempurna (*perfect mediation*) dari pengaruh kepemilikan institusional terhadap *Tobin's q*. Dengan demikian hipotesis 1d yang menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *debt to assets ratio*, **dapat diterima**. Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 1b, 2b dan 3 yang dijelaskan sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa *debt to assets ratio* merupakan variabel mediasi sempurna (*perfect mediation*) dari pengaruh dewan komisaris independen terhadap *Tobin's q*. Dengan demikian hipotesis 1e yang

menyatakan bahwa pengaruh dewan komisaris independen terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *debt to assets ratio*, **dapat diterima**. Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 1c, 2c dan 3 yang dijelaskan sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa *debt to assets ratio* bukan merupakan variabel mediasi dari pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap *Tobin's q*. Dengan demikian hipotesis 1f yang menyatakan bahwa pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *debt to assets ratio*, **tidak dapat diterima**.

Pengujian Hipotesis 4a, 4b dan 4c

Persamaan regresi 4 digunakan untuk menjawab hipotesis 4a, 4b dan 4c.

Tabel 5
Analisis Regresi 4

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 KI_{it} + \alpha_2 DKI_{it} + \alpha_3 JDK_{it} + \alpha_4 D_{it} + \alpha_5 D_{it} + \alpha_6 D_{it}$$

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
3b	(Constant)	0,268	0,148		1,815	0,074
	KI	0,359	0,192	0,242	1,866	0,067
	DKI	0,048	0,177	0,036	0,271	0,788
	JDK	-0,012	0,010	-0,152	-1,203	0,233

Berdasarkan Tabel 5, hasil pengujian terhadap hipotesis 4a ini bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,359, dan nilai signifikansi sebesar 0,067, yang berarti suatu pengaruh positif dan tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$, dengan demikian berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 4a dinyatakan **tidak dapat diterima**. Berdasarkan Tabel 5, hasil pengujian untuk hipotesis 4b ini bahwa pengaruh dewan komisaris independen terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,048, dengan nilai signifikansi sebesar 0,788, yang berarti suatu pengaruh positif namun tidak signifikan. Berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 4b dinyatakan **tidak dapat diterima**. Berdasarkan Tabel 5, hasil pengujian hipotesis 4c ini adalah bahwa pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi sebesar 0,233, yang berarti suatu pengaruh yang negatif dan tidak signifikan. Dengan demikian berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 4c dinyatakan **tidak dapat diterima**.

Pengujian Hipotesis 5, 1g, 1h dan 1i

Persamaan regresi 4 digunakan untuk menjawab hipotesis 5, 1g, 1h dan 1i.

Tabel 6
Analisis Regresi 5

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 KI_{it} + \alpha_2 DKI_{it} + \alpha_3 JDK_{it} + \alpha_4 DPR_{it} + \alpha_5 D_{it} + \alpha_6 D_{it} + \alpha_7 D_{it}$$

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
3b	(Constant)	-0,586	1,323		-0,443	0,660
	KI	3,005	1,723	0,219	1,744	0,086
	DKI	0,244	1,543	0,020	0,158	0,875
	JDK	-0,015	0,091	-0,019	-0,159	0,874
	DPR	3,225	1,100	0,348	2,933	0,005

Berdasarkan Tabel 6, hasil pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis 5 ini bahwa pengaruh variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 3,225 dengan nilai signifikansi sebesar 0,003, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hipotesis 5, yang menyatakan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap nilai *Tobin's q*, **dapat diterima**. Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 1a, 4a, dan 5 yang dijelaskan sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa *dividend payout ratio* bukan merupakan variabel mediasi dari pengaruh kepemilikan institusional terhadap *Tobin's q*. Dengan demikian hipotesis 1g yang menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**. Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 1b, 4b dan 5 yang dijelaskan sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa *dividend payout ratio* bukan merupakan variabel mediasi dari pengaruh dewan komisaris independen terhadap *Tobin's q*. Dengan demikian hipotesis 1h yang menyatakan bahwa pengaruh dewan komisaris

independen terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**. Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 1c, 4c dan 5 yang dijelaskan sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa *dividend payout ratio* bukan merupakan variabel mediasi dari pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap *Tobin's q*. Dengan demikian hipotesis 1h yang menyatakan bahwa pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**.

5 KESIMPULAN

Kesimpulan hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut: (1) Pengaruh *corporate governance* internal, yang diproksi oleh kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen sudah mampu untuk memonitoring dan meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan besarnya jumlah dewan komisaris kurang efektif dalam menjalankan tugasnya untuk memonitoring dan meningkatkan nilai perusahaan, yang diproksi oleh *Tobin's q*; (2) Pengaruh *corporate governance* internal, yang diproksi oleh kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen sudah mampu untuk mengurangi atau mencegah kecenderungan manajer berperilaku oportunistik, sedangkan besarnya jumlah dewan komisaris kurang efektif dalam menjalankan tugasnya untuk mengurangi dan mencegah perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi oleh *debt to assets ratio*; (3) Pengaruh perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi oleh *debt to assets ratio* dapat menurunkan nilai perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's q*. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memperoleh keuntungan adalah perusahaan yang memiliki rasio *leverage* rendah. Meningkatkan rasio hutang dapat menyebabkan prospek masa depan yang buruk bagi perusahaan, karena pendapatan di masa depan dapat berdampak negatif terhadap *cash flow* yang menggunakan hutang; (4) Pengaruh *corporate governance* internal, yang diproksi oleh kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris belum mampu mendorong para manajer perusahaan untuk membagikan dividennya, yang diproksi oleh *dividend payout ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa penerapan *corporate governance* belum efektif dalam melindungi dan meningkatkan *shareholder value*; (5) Pengaruh kebijakan dividen, yang diproksi oleh *dividend payout ratio* mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang diproksi oleh *Tobin's q*. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham ditentukan oleh seberapa besar dividen yang dibagikan oleh perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, 605-617.
- [2] Amman, M., Oesch, D., & Schmid, M. (2009). *Corporate Governance and Firm Value: International Evidence*. St. Gallen: University of St. Gallen.
- [3] Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policies, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 38-50.
- [4] Bethel, J. E., & Julia, L. (1993). The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring. *Strategic Management Journal*, 15-31.
- [5] Bhagat, S., & Black, B. S. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 231-273.
- [6] Black, F., & Scholes, M. (1974). The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1-22.
- [7] Crutchley, C. E., & Hansen, R. (1989). A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends. *Financial Management*, 35 – 57.
- [8] Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74, 650-659.
- [9] Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14, 57-74.
- [10] Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decision and Firm Value. *The Journal of Finance*, 819-843.
- [11] FCGI. (2014, May 20). *About Good Corporate Governance*. Dipetik May 20, 2014, dari Forum for Corporate Governance in Indonesia: www.fcgi.or.id
- [12] Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 264-272.
- [13] Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and The Theory of The Corporation. *Bell Journal of Economics*, 42-54.
- [14] Jensen, & Murphy. (1990). CEO Incentive – It's not How Much you Pay but How? *Journal of Applied Corporate Finance*, 36-49.
- [15] Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- [16] Jensen, M. C. (1987). The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy. *The Merger Boom* (hal. 102-143). Boston: Federal Reserve Bank of Boston. Diambil kembali dari <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.350422>

- [17] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- [18] Jensen, M. C., & Warner, J. B. (1988). The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors. *Journal of Financial Economics*, 3-24.
- [19] Lahovnik, M. (2008). Corporate Governance In Relation To The Enhancement of Social Responsibility. *Journal of Diversity Management*, 19-28.
- [20] Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations. *Review of Economics and Statistics*, 243-269.
- [21] Litzenger, R., & Ramaswamy, K. (1979). The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 163-195.
- [22] Long Jr, J. B. (1978). The Market Valuation of Cash Dividends: Case to Consider. *Journal of Financial Economics*, 235-264.
- [23] Mann, S. V., & Sicherman, N. W. (1991). The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues. *The Journal of Business*, 213-227.
- [24] McKinsey and Company. (2002). *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*. McKinsey and Company.
- [25] Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *Journal of Business*, 411-433.
- [26] Miller, M., & Scholes, M. (1978). Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*, 333-364.
- [27] Miller, M., & Scholes, M. (1982). Dividends and Taxes: Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 1118-1141.
- [28] Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal Financial Economics*, 13, 187-221.
- [29] Pawlina, G., & Renneboog, L. (2005). *Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by the Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from UK*. Tilburg: Tilburg University.
- [30] Qureshi, M. A. (2006). System Dynamic of Firm Value. *Journal of Modelling in Management*, 24-39.
- [31] Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5, 249-258.
- [32] Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- [33] Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.
- [34] Sicherman, N., & Pettway, R. (1987). Acquisition of Divested Assets and Shareholder Wealth. *Journal of Finance*, 1261-1273.
- [35] Sterk, W. E., & Vandenberg, P. A. (1990). The Market Valuation of Cash Dividends and The Tax Differential Theory of Dividend Policy: A Case Revisited. *Financial Review*, 441-445.
- [36] Turnbull. (1997). Corporate Governance: its Scope, Concern and Theories. *Corporate Governance: Scholarly Research and Theory Papers*, 180-205.