

CORPORATE GOVERNANCE DAN INTERDEPENDENSI ANTARA LEVERAGE, PROFITABILITAS SERTA KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM MENCAPAI NILAI PERUSAHAAN

Muhamad Umar Mai

Prodi Keuangan dan Perbankan Politeknik Negeri Bandung
J. Geger Kalong Hilir Ds. Ciwaruga Bandung, 40012, Indonesia

Abstract

This research aimed to find out and to analyze the role of corporate governance mechanism in utilizing the interdependence among funding decisions, financial performance, and dividend policy in an attempt to increase the value of the company. The study was conducted at the manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange, with the observation in the period of 2000-2012. A pooled data with a total of 290 companies were analyzed using path analysis. This study proved that the escalation in the value of the company was mainly influenced by the company's ability to increase the profitability and dividend payments. Institutional ownership and board size as a proxy of corporate governance mechanism played a crucial part to encourage companies to enhance its return on equity, while the independent board persuaded the companies to amplify its dividend payments. The Board size showed a strong role in inspiring companies to improve its profitability, and it had a positive effect on firm value.

Keywords: *corporate governance mechanism, dividend payout ratio, firm's value, leverage, return on equity*

Theory of the firm menjelaskan bahwa tujuan berdirinya perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Salvatore, 2005). Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang dikaitkan dengan harga sahamnya di pasar modal (Keown, 2004). Tujuan perusahaan tersebut, dapat dicapai melalui implementasi ketiga keputusan keuangan, yaitu keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen (Qureshi, 2006).

Keputusan sumber pendanaan yang akan membentuk struktur modal merupakan suatu hal yang penting dalam mendukung operasi perusahaan (Ahmadpour, 2012). Beberapa teori telah dikembangkan untuk menjelaskan variasi rasio utang suatu perusahaan. Pada umumnya teori-teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan memilih struktur pendanaan berdasar atribut yang menentukan berbagai manfaat dan biaya yang melekat pada pendanaan utang dan ekuitas (Titman & Wessels, 1988 dan Christianti, 2006).

Korespondensi dengan Penulis:

Muhamad Umar Mai: Telp.+62 22 2013 789; Fax. +62 22 2013 889
E-mail: umarmai@yahoo.com

Trade off theory menjelaskan bahwa perusahaan seharusnya memiliki tingkat utang yang optimal (Stiglitz, 1969). Titik optimal ini terjadi karena adanya pajak sebagai faktor yang mendorong perusahaan untuk meningkatkan utangnya. Sedangkan, biaya kebangkrutan merupakan faktor yang mendorong perusahaan untuk membatasi tingkat utangnya.

Keputusan struktur modal merupakan hal penting karena tujuan bisnis adalah mencari keuntungan tertinggi yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Gill *et al.*, 2011). Tercapainya struktur modal yang optimal akan menurunkan biaya rata-rata modal, dan menurunkan tingkat pengembalian yang disyaratkan atas investasi perusahaan (Karadeniz *et al.*, 2009). Faktor-faktor yang memengaruhi keputusan struktur modal sulit untuk diukur. Buferna *et al.* (2005), Christianti (2006) dan Adrianto & Wibowo (2007) menganalisis berbagai faktor yang menentukan pilihan struktur modal perusahaan. Namun, hasil penelitian tersebut tidak dapat menentukan secara tepat berkenaan dengan faktor-faktor yang memengaruhi keputusan sumber pendanaan perusahaan, karena temuannya selalu tidak konsisten.

Agency theory menjelaskan bahwa konflik keagenan disebabkan karena manajemen tidak perlu menanggung risiko akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan (Jensen & Meckling, 1976). Oleh karena itu, manajer cenderung menyetujui pengeluaran biaya yang tidak produktif. Kecenderungan ini disinyalir oleh teori keagenan sebagai perilaku oportunistik manajerial. Jensen (1986) mengungkapkan bahwa perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif *agency theory* dapat dijelaskan berdasarkan fungsi-fungsi pengelolaan keuangan perusahaan, dua diantaranya dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Fungsi investasi: Jensen (1986) mengungkapkan bahwa manajer pada perusahaan publik cenderung memiliki insentif untuk melakukan ekspansi melebihi ukuran optimal (*overinvestment*). (2) Fungsi pendanaan:

overinvestment yang dilakukan manajer biasanya dibiayai dengan dana internal dalam bentuk *free cash flow*. Manajer perusahaan cenderung menahan laba untuk mendanai investasinya. Dengan demikian, kebutuhan investor terhadap dividen tunai menjadi terabaikan.

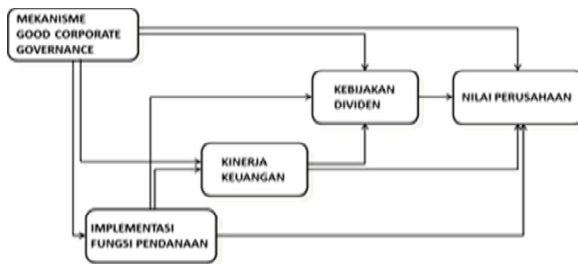
Teori keagenan menjelaskan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol, diantaranya: (1) meningkatkan pendanaan melalui utang, karena utang mewajibkan perusahaan untuk mengembalikan pinjaman dan membayar bunga secara periodik (Jensen, 1986). (2) Meningkatkan monitoring melalui kepemilikan institusional (*institutional ownership*). Investor institusi sangat berperan dalam mengendalikan perilaku manajer, meningkatkan nilai *take-over* dan memaksa manajer untuk berhati-hati ketika mengambil keputusan (Coffee, 1991). (3) Meningkatkan pembayaran dividen yang menyebabkan tidak tersedianya *free cash flow* dan manajer terpaksa mencari pendanaan dari luar (eksternal) untuk membiayai investasinya (Crutchley & Hansen, 1989).

Rancangan mekanisme pengawasan korporasi yang efektif untuk membuat manajer bertindak atas kepentingan terbaik bagi pemegang saham telah menjadi perhatian utama *corporate governance* dan keuangan (Allen & Gale, 2001). Berlanjutnya penelitian pada teori keagenan adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat guna mengontrol itu (Bonazzi & Islam, 2007). *Corporate governance* adalah mekanisme pengendalian untuk mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, dan tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk & Minow, 2001). *Good corporate governance* berperan penting dalam mengurangi risiko bagi investor, menarik dana para investor, dan meningkatkan kinerja perusahaan (Velnampy & Pratheepkanth, 2012).

Anggota dewan komisaris independen (*independent boards*) merupakan mekanisme *corporate*

governance yang penting (Allen & Gale, 2001). Beiner *et al.* (2003) menjelaskan bahwa dewan komisaris yang berukuran besar kurang efektif dibandingkan dengan yang ukurannya kecil. Romano *et al.* (2012) mengungkapkan bahwa jumlah anggota dewan komisaris yang optimal adalah tergantung pada kondisi dari masing-masing perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peranan mekanisme *corporate governance* dalam mengendalikan interdependensi antara keputusan pendanaan, kinerja keuangan, dan kebijakan dividen sebagai upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan

Berdasarkan pada masalah yang telah dirumuskan, dapat dirancang model teoritikal dasar untuk penelitian ini. Hubungan antar konsep variabel yang ada pada model teoritikal dasar tersebut ditunjukkan pada Gambar 1.



Gambar 1. Model Teoritikal Dasar

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Hubungan Mekanisme *Corporate Governance* dan *Leverage*

Bathala *et al.* (1994) berargumen bahwa kehadiran *institutional investor* dapat menggantikan utang untuk mengurangi konflik keagenan, dan terdapat hubungan negatif diantaranya. Studi Gao (2002) membuktikan bahwa ketika kepemilikan institusional lebih tinggi, maka *debt ratio* lebih rendah. Keberhasilan memilih sumber pendanaan merupakan elemen kunci dari strategi keuangan perusahaan (Velnampy & Niresh, 2012). Teori keagenan (Jensen, 1986) berpendapat bahwa dengan utang

perusahaan berkewajiban mengembalikan pinjaman dan membayar bunga secara periodik, akibatnya manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba guna memenuhi kewajiban itu.

Jensen & Meckling (1976) menjelaskan bahwa utang meminimalkan konflik keagenan karena akan mengurangi aliran kas perusahaan untuk pembayaran beban bunga. Bodaghi & Ahmadpour (2010) menemukan bukti adanya hubungan positif antara ukuran dewan komisaris dan *debt to asset ratio*. Dengan demikian, maka hipotesis yang diajukan adalah:

- H_{1a}: kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *leverage*.
- H_{1b}: dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap *leverage*.
- H_{1c}: ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Hubungan Mekanisme *Corporate Governance* dan *Return on Equity (ROE)*

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan meningkatkan kepemilikan institusional, dan turunnya *agency cost* akan meningkatkan kinerja perusahaan. Abbasi *et al.* (2012) membuktikan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap profitabilitas. Jackling & Juhl (2009) dapat membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *Return on Equity (ROE)*. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

- H_{2a}: kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap ROE.
- H_{2b}: ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap ROE.

Hubungan Mekanisme *Corporate Governance* dan *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Moh'd *et al.* (1998) menjelaskan bahwa dividen tinggi adalah cara untuk mengkompensasi inves-

tor kelembagaan atas peran pengawasannya. Imam & Malik (2007) membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Brunarski *et al.* (2004) membuktikan, peningkatan dividen tunai dijalankan oleh perusahaan dengan porsi anggota independen yang besar dalam dewan komisarisnya. Berdasarkan kajian konsep dan temuan empiris, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H_{3a}: kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap DPR.

H_{3b}: dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap DPR.

Hubungan Mekanisme *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*)

Clay (2002) setuju bahwa kepemilikan institusional memengaruhi nilai perusahaan. Namun demikian, temuan Jennings (2002) dan Lee (2008) menolak hipotesis yang menyatakan kepemilikan institusional yang tinggi akan meningkatkan pengawasan, sehingga menaikkan nilai perusahaan (*firm value*). Pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap nilai perusahaan masih belum konsisten, tetapi Tang (2007) dan Belkhir (2009) membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H_{4a}: kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

H_{4b}: ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

Hubungan *Leverage* dan ROE serta *Tobin's Q*

Gaud *et al.* (2005) membuktikan ada hubungan positif antara *leverage* dan profitabilitas, tetapi Akhtar (2005) menunjukkan adanya hubungan yang negatif. Jensen (1986) menjelaskan bahwa terdapat hubungan positif antara *leverage* dan profitabilitas apabila mekanisme pasar efektif dalam

mengontrol perusahaan, dan sebaliknya apabila mekanisme pasar tidak efektif mengontrol perusahaan maka akan terdapat hubungan yang negatif. Selanjutnya, *trade off theory* menjelaskan bahwa struktur modal akan memengaruhi nilai perusahaan (Rubinstein, 1973). Hal ini disebabkan pihak eksternal akan mengartikan kenaikan utang sebagai peningkatan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban atau adanya risiko bisnis yang rendah, yang pada gilirannya akan direspon positif oleh pasar. Dengan demikian, hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H₆: *leverage* berpengaruh positif terhadap ROE.

H₇: *leverage* berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

Hubungan ROE dan DPR

Pembayaran dividen perusahaan dipengaruhi stabilitas laba (*earnings*), yaitu laba saat ini dan prediksi laba yang akan datang (Baker *et al.*, 2005). Denis & Osobov (2007) membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H₈: ROE berpengaruh positif terhadap DPR.

Hubungan ROE terhadap *Tobin's Q*

Pengujian relevansi laba akuntansi (ROE) yang dilakukan beberapa peneliti, dimotivasi studi Feltham & Ohlson (1996). Diantaranya adalah penelitian Ali & Hwang (2000) dan Collins *et al.* (2010) yang membuktikan bahwa laba merupakan faktor yang signifikan dalam memengaruhi harga saham. Dengan demikian, hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H₉: ROE berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

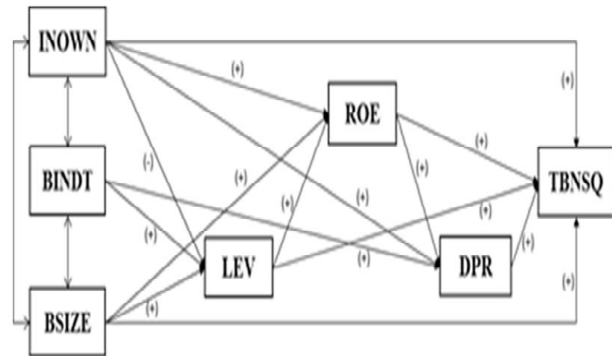
Hubungan DPR dan *Tobin's Q*

Banyak manajer yang mengkomunikasikan bahwa perusahaannya memiliki prospek yang

cerah. Namun, perusahaan yang menghadapi masalah keuangan sudah tentu akan kesulitan untuk membayar dividen (Dong *et al.*, 2005). Hal ini akan berdampak positif bagi perusahaan yang membagikan dividen. Dengan demikian, hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H₁₀: DPR berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*.

Berdasarkan model teoritikal dasar dan rumusan seluruh hipotesis, maka dapat dibangun model penelitian empiris yang ditunjukkan pada Gambar 2.



Gambar 2. Model Penelitian Empiris

Tabel 1. Definisi Operasionalisasi dan Pengukuran Variabel

Variabel	Proksi	Pengukuran	Referensi
Nilai Perusahaan: Merupakan estimasi pasar saat ini tentang nilai <i>return</i> dari setiap tambahan investasi	Rasio Tobin's Q (TBNSQ)	$TBNSQ = (MVE + EBT) / TA$ <i>MVE = Market Value of Equity</i> <i>TA = Total Asset</i> $DEBT = (CL - CA) + Inventories + Non Current Liabilities$	Imam & Malik, 2007; Belkhir, 2009.
Mekanisme Corporate Governance: Sistem yang dibentuk untuk mengendalikan operasional perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan institusional (INOWN) • Dewan komisaris independen (BINDT) • Ukuran dewan komisaris (BSIZE) 	INOWN = Jumlah saham yang dimiliki institusi/ Total saham yang beredar. BINDT = Jumlah anggota komisaris independen/ Total anggota dewan komisaris. BSIZE = Total anggota dewan komisaris suatu perusahaan.	Imam & Malik, 2007; Lee, 2008. Brunarski <i>et al.</i> , 2004. Romano <i>et al.</i> , 2012.
Struktur Modal: Proporsi penggunaan total utang untuk mendanai seluruh investasi perusahaan.	<i>Leverage</i> (LEV)	$LEV = Total Debt / Total Asset$ <i>Total Debt = Total Utang</i> <i>Total Asset = Total Aktiva</i>	Gaud <i>et al.</i> , 2005.
Kebijakan Dividen: Proporsi dari laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham.	<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	$DPR = DPS / EPS$ <i>DPS = Dividend Per Share</i> <i>EPS = Earnings Per Share</i>	Baker <i>et al.</i> , 2005.
Profitabilitas: Proporsi dari tingkat <i>return</i> atas seluruh <i>equity</i> perusahaan.	<i>Return On Equity</i> (ROE)	$ROE = EAT / Total Equity$ <i>ROE = Return on Equity</i> <i>EAT = Earning After Tax</i>	Denis & Osobov, 2007;

METODE

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2000-2012. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria bahwa perusahaan yang dipilih harus: (1) menerbitkan laporan keuangan tahun 2000-2012; (2) membayar dividen tunai; (3) memiliki anggota independen dalam dewan komisarisnya.

Hasil pengumpulan diperoleh 565 pasang data perusahaan yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan. Selanjutnya, untuk memperoleh normalitas data secara *multivariate* dan untuk memenuhi ketentuan *goodness of fit* dari model yang dianalisis, maka sebanyak 275 pasang data dan beberapa hubungan kausalitas antar variabel ter-

tentu dihilangkan. Dengan demikian, jumlah yang dianalisis adalah 290 pasang data perusahaan.

Penelitian ini menggunakan *path analysis* dan mengacu pada *pooled regression model*, dengan demikian model ini mengasumsikan *intercept* dan koefisien regresi adalah konstan. Selanjutnya, alat analisis data yang digunakan untuk penelitian ini adalah paket program Amos 2.2.

HASIL

Pengujian *Goodness of Fit*

Nilai *assessment of normality* yang diperoleh adalah 2,186, ini menunjukkan data untuk seluruh variabel telah memenuhi kriteria normalitas secara *multivariate*. Hasil *assessment of normality* ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil *Assessment of Normality*

Variabel	Min	Max	Skew	C.R.	Kurtosis	C.R.
Ukuran dewan komisaris	2,000	9,000	1,237	8,600	1,541	5,355
Kepemilikan institusional	0,130	0,980	-0,884	-6,149	0,375	1,305
Dewan komisaris independen	0,170	0,600	0,588	4,089	0,737	2,561
<i>Leverage</i>	0,050	0,880	0,056	0,387	-0,759	-2,638
ROE	-6,150	38,180	0,422	2,932	-0,384	-1,336
DPR	-0,470	9,220	1,977	13,745	2,549	8,860
Tobins' Q	-,0269	2,311	0,719	5,000	0,364	1,267
Multivariate					2,882	2,186

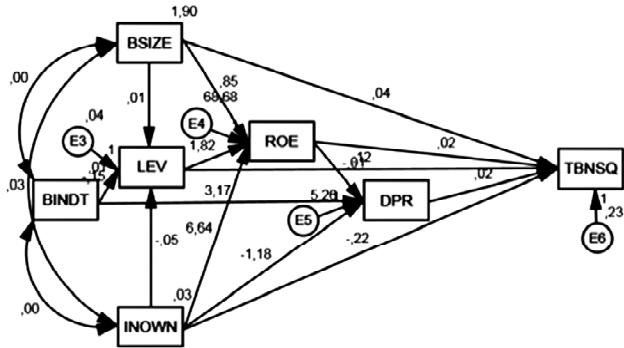
Tabel 3. Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness Of Fit*

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan lebih kecil	5,298	Nilai χ^2 pada α 0,05 dan df. 3 =7,815. Sangat layak.
Probability	$\geq 0,05$	0,258	Sangat layak
CMIN/ DF	$\leq 2,00$	1,324	Sangat layak
RMSEA	$\leq 0,08$	0,034	Sangat layak
GFI	$\geq 0,90$	0,995	Sangat layak
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,964	Sangat layak
TLI	$\geq 0,95$	0,901	Cukup layak
CFI	$\geq 0,95$	0,981	Sangat layak
NFI	$\geq 0,90$	0,941	Sangat layak

Selanjutnya, ringkasan hasil pengujian *goodness of fit* untuk model penelitian empiris yang dianalisis disajikan pada Tabel 2.

Hasil Analisis Data

Tabel 3 menunjukkan bahwa seluruh ketentuan *goodness of fit* telah dipenuhi dengan kriteria sangat layak. Dengan demikian, model yang dibangun tersebut dapat digunakan untuk menguji seluruh hipotesis yang dirumuskan. Selanjutnya, Gambar 3 di bawah ini menyajikan hasil *path analysis* untuk model penelitian empiris yang dianalisis.



Gambar 3. Hasil Path Analysis

Besarnya koefisien regresi, arah regresi, dan signifikansi hubungan kausalitas antar variabel, dirangkum dan disajikan pada Tabel 4.

Berdasarkan hasil *path analysis* pada Gambar 3 dan *regression weights* pada Tabel 4, selanjutnya disusun empat persamaan struktural berikut:

$$LEV = -0,048 INOWN - 0,150 BINDT + 0,014 BSIZE + \epsilon_1 \dots\dots\dots (1)$$

P (0,483) (0,288) (0,082)

$$ROE = 6,480 INOWN + 0,849 BSIZE + 0,124 LEV + \epsilon_2 \dots\dots\dots (2)$$

P (0,032) (0,018) (0,462)

$$DPR = -1,181 INOWN + 3,172 BINDT - 0,008 ROE + \epsilon_3 \dots\dots\dots (3)$$

P (0,153) (0,063) (0,606)

$$TBNSQ = -0,221 INOWN + 0,041 BSIZE + 0,124 LEV + 0,023 ROE + 0,021 DPR + \epsilon_4 \dots\dots\dots (4)$$

P (0,201) (0,052) (0,404) (0,000) (0,083)

Hasil pengujian pengaruh mekanisme *corporate governance* yang diproksi kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, dan ukuran dewan komisaris terhadap struktur modal yang

Tabel 4. Hubungan Kausalitas Antar Variabel (*Regression Weights*)

Dependent Variable	Arah Regresi	Independent Variable	Estimate	S.E.	C.R.	P
Leverage	←	Dewan komisaris independen	-0,150	0,141	-1,063	0,288
Leverage	←	Ukuran dewan komisaris	0,014	0,008	1,737	0,082
Leverage	←	Kepemilikan institusional	-0,048	0,068	-0,702	0,483
ROE	←	Kepemilikan institusional	6,641	2,953	2,249	0,025
ROE	←	Ukuran dewan komisaris	0,850	0,358	2,373	0,018
ROE	←	Leverage	1,816	2,553	0,711	0,477
DPR	←	Kepemilikan institusional	-1,181	0,826	-1,429	0,153
DPR	←	ROE	-0,008	0,016	-0,513	0,608
DPR	←	Dewan komisaris independen	3,172	1,704	1,862	0,063
Tobins' Q	←	Kepemilikan institusional	-0,221	0,173	-1,279	0,201
Tobins' Q	←	Leverage	0,124	0,148	0,834	0,404
Tobins' Q	←	DPR	0,021	0,012	1,735	0,083
Tobins' Q	←	Ukuran dewan komisaris	0,041	0,021	1,941	0,052
Tobins' Q	←	ROE	0,023	0,003	6,691	***

diproksi *leverage*, dapat dilihat pada persamaan (1). Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Pengaruh kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen terhadap *leverage* mempunyai arah yang bertentangan dengan pernyataan hipotesis, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, hanya hipotesis 1c yang menyatakan ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *leverage*, yang dapat diterima.

Hasil pengujian pengaruh kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris dan *leverage* terhadap ROE, dapat dilihat pada persamaan (2). Hasil analisis menunjukkan kepemilikan institusional dan ukuran dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Pengaruh *leverage* terhadap ROE memiliki arah yang sama dengan pernyataan hipotesis, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, hipotesis 2a dan 2b yang menyatakan kepemilikan institusional dan ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap ROE, dapat diterima.

Hasil pengujian untuk pengaruh kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan ROE terhadap DPR, dapat dilihat pada persamaan (3). Hasil analisis menunjukkan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan untuk pengaruh kepemilikan institusional dan ROE terhadap DPR memiliki arah yang bertentangan dengan pernyataan hipotesis, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, hanya hipotesis 3b yang menyatakan dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap DPR, yang dapat diterima.

Hasil pengujian pengaruh kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, *leverage*, ROE, dan DPR terhadap *Tobin's Q*, dapat dilihat pada persamaan (4). Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris, ROE, dan DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*. Pengaruh *leverage* terhadap *Tobin's Q* memiliki arah yang sama dengan pernyataan hipotesis, tetapi

tidak signifikan. Dengan demikian, hipotesis 4b, 9, dan 10 yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris, ROE, dan DPR berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q*, dapat diterima.

PEM BAHASAN

Hasil analisis menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* yang diproksi dengan ukuran dewan komisaris mampu mendorong manajer untuk meningkatkan *leverage* perusahaan. Temuan ini mendukung hasil penelitian Abor (2007) dan Coles *et al.* (2008) yang membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Namun demikian, temuan penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Berger (1997) dan Bodaghi & Ahmadpour (2010) yang membuktikan bahwa perusahaan dengan jumlah anggota dewan komisaris yang lebih besar memiliki tingkat *leverage* yang lebih rendah.

Dampak bertambahnya porsi utang dalam struktur modal menjadikan manajer berkewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Akibatnya manajer akan bekerja keras untuk meningkatkan laba guna memenuhi kewajiban tersebut (Jensen, 1986). Selanjutnya, Jensen & Meckling (1976) dalam Agarwal *et al.* (2014) menjelaskan bahwa utang dapat meminimalkan konflik keagenan karena akan mengurangi aliran kas perusahaan yang digunakan untuk pembayaran beban bunga.

Mekanisme *corporate governance* yang diproksi kepemilikan institusional dan ukuran dewan komisaris mampu mendorong manajer untuk meningkatkan laba perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan adanya pengaruh positif dan signifikan dari kedua variabel tersebut terhadap ROE. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Darwis (2009) dan Abbasi *et al.* (2012) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan. Namun, temuan ini berbeda

dengan Lee (2008) yang membuktikan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap profitabilitas perusahaan adalah tidak signifikan. Selanjutnya, hasil penelitian ini sejalan dengan Jackling & Juhl (2009) yang dapat membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap ROE. Temuan ini berbeda dengan Reddy *et al.* (2010) dan Bayrakdaroglu *et al.* (2012) yang membuktikan besar kecilnya jumlah anggota dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Terakhir, temuan penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Gill & Obradovich (2012) dan Velnampy (2013) yang dapat membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Mekanisme *corporate governance* yang diproksi dewan komisaris independen mampu mendorong perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen. Ukuran dewan komisaris dan DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*. Temuan ini sejalan dengan Brunarski *et al.* (2004) dan Kowalewski *et al.* (2007) yang membuktikan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Selanjutnya, temuan ini sejalan dengan studi Thanatawee (2011), El Essa *et al.* (2012), dan Fatemi & Bildik (2012) yang membuktikan bahwa besarnya ukuran dewan komisaris adalah identik dengan besarnya ukuran perusahaan. Kepemilikan *asset* yang besar menunjukkan bahwa perusahaan telah mencapai tahapan *maturity*, dan pada tahapan tersebut perusahaan memiliki keunggulan dalam stabilitas keuangan dan prospek pembagian dividen yang lebih baik di masa yang akan datang, sehingga dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Afsal & Rohman (2012), Cahyaningdyah & Ressany (2012), Uwugbe *et al.* (2012) dan Ayuningtias & Kurnia (2013) yang dapat membuktikan bahwa DPR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Li & Zhao (2008) dan Sofyaningsih &

Hardiningsih (2011) yang membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tingkat *leverage* yang meningkat atas dorongan mekanisme *corporate governance* berpengaruh positif terhadap ROE dan *Tobin's Q*, walaupun tidak cukup signifikan. *Trade off theory* menjelaskan bahwa faktor yang mendorong perusahaan menambah porsi utang dalam struktur modalnya karena penghematan pajak, dan faktor yang menurunkan *leverage* disebabkan adanya biaya kebangkrutan (Stiglitz, 1969; dalam Tobing, 2008). Dengan demikian, tingkat utang yang optimal dicapai perusahaan pada saat tambahan penghematan atas pajak sama dengan tambahan biaya kebangkrutan.

Hasil analisis menunjukkan bahwa ROE dan DPR sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksi *Tobin's Q*, temuan ini sejalan dengan Bhattacharya (2009) dan Mardiyati *et al.* (2012) yang menyatakan profitabilitas yang tinggi berkaitan dengan prospek perusahaan yang bagus sehingga memicu investor untuk meningkatkan permintaan saham, dan pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selanjutnya, penelitian ini sejalan dengan Afsal & Rohman (2012), Cahyaningdyah & Ressany (2012), dan Ayuningtias & Kurnia (2013) yang membuktikan bahwa DPR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Tetapi, temuan penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Li & Zhao (2008) dan Sofyaningsih & Hardiningsih (2011) yang membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan ROE tidak berpengaruh terhadap DPR. Temuan ini sejalan dengan penelitian Damayanti & Achyani (2006) di BEI yang membuktikan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap DPR. Namun, temuan penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Amidu & Abor (2006) serta Anil & Kapoor (2008) yang membuktikan bahwa profitabilitas (ROE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

Berdasarkan pembahasan terhadap hasil penelitian, temuan penting yang dapat dikemukakan adalah bahwa mekanisme *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia telah menunjukkan peranannya yang sangat penting. Hal ini dibuktikan dengan adanya pengaruh yang positif dan signifikan kepemilikan institusional dan ukuran dewan komisaris terhadap ROE, dan pengaruh yang positif dan signifikan dewan komisaris independen terhadap DPR. Selanjutnya, ROE dan DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Selain itu, ukuran perusahaan sebagai salah satu proksi variabel dari mekanisme *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Temuan ini memberikan kontribusi positif terhadap eksistensi dan pengembangan *agency theory* sebagai teori yang mendasari dirancangnya mekanisme *good corporate governance*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Peningkatan nilai perusahaan yang diproksi Tobin'Q sangat ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam meningkatkan profitabilitas dan kebijakan untuk meningkatkan pembayaran dividen. Kepemilikan institusional dan ukuran dewan komisaris sebagai proksi mekanisme *corporate governance* sangat berperan mendorong perusahaan untuk meningkatkan ROE. Sedangkan dewan komisaris independen mendorong perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen (DPR).

Ukuran dewan komisaris yang identik dengan besarnya ukuran perusahaan telah menunjukkan peranannya yang sangat penting. Ukuran dewan komisaris sebagai proksi mekanisme *corporate governance* mampu memengaruhi perusahaan untuk menambah porsi utang dalam struktur modalnya. Selanjutnya, ukuran dewan komisaris sangat berperan mendorong perusahaan untuk meningkatkan profitabilitasnya. Terakhir, ukuran

dewan komisaris mampu memengaruhi nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q.

Saran

Bagi manajer, hasil penelitian ini menyarankan bahwa untuk menaikkan nilai perusahaan, hendaknya tetap menjaga dan meningkatkan profitabilitas serta pembayaran dividen. Kehadiran kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen hendaknya dijadikan mitra kerja terbaik untuk mencapai tujuan perusahaan. Besarnya jumlah anggota komisaris walaupun telah menunjukkan peranan yang sangat kuat, namun hendaknya ditetapkan secara proporsional dengan besarnya ukuran perusahaan yang dikelola.

Bagi investor, pilihan terbaik untuk melakukan investasi hendaknya ditujukan pada perusahaan-perusahaan yang *profitable* dan mampu meningkatkan pembayaran dividennya. Kehadiran kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen dalam perusahaan hendaknya menjadi pertimbangan utama. Investasi pada perusahaan yang besar dan sehat yang ditunjukkan dengan besarnya ukuran dewan komisaris hendaknya menjadi prioritas untuk dipilih.

Bagi penelitian selanjutnya, bahwa penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur, alasannya adalah 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, maka disarankan untuk menggunakan *fixed effect model* dan *random effect model*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbasi, M., Kalantari, E., & Abbasi, H. 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.

Corporate Governance dan Interdependensi antara Leverage, Profitabilitas...

Muhamad Umar Mai

- Abor, J. 2007. Debt Policy and Performance of SMEs Evidence from Ghanaian and South African Firms. *The Journal of Risk Finance*, 8(4): 364-379.
- Adrianto & Wibowo, B. 2007. Pengujian Teori *Pecking Order* pada Perusahaan-Perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2001-2005. *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXVI(12): 43-53.
- Afsal, A. & Rohman, A. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting* 1(2): 9-28
- Agarwal, S., Goel, R. & Vashishtha, P.K. 2014. A Literature Review of Agency Theory. *Paripex-Indian Journal of Research*, 3(5): 51-52.
- Ahmadpour, A., Samimi A.J., & Golmohammadi, H. 2012. Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 11(4): 531-535.
- Akhtar, S. 2005. The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation. *Australian Journal of Management*, 30(2): 321- 341.
- Akram B. & Ahmadpour, A. 2010. The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure of Iranian Listed Companies. (7th ICESAL 2010) 28-29 June 2010, Rhodes Island, Greece.
- Allen, F. & Gale, D. 2001. Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. *Journal of Financial Intermediation*, 8(1): 68-89.
- Ali, A. & Hwang, L.S. 2000. Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*, 38(2): 1-21.
- Amidu, M. & Abor, J. 2006. Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2): 136-145.
- Anil, K. & Kapoor, S. 2008. Determinant of Dividend Payout Ratio: A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, 15(2): 63-71.
- Ayuningtias, D. & Kurnia. 2013. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi sebagai Variabel Antara. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 1(1): 37-57.
- Bhattacharya, S. 2009. Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1): 259-270.
- 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*, 23(1): 38-50.
- Baker H.K., Powell, G.E., & Veit. E.T. 2005. Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. *Journal of Economics and Finance*, 26(3): 267-283.
- Bayrakdaroglu, A., Ersoy, E., & 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.
- Belkhir, M. 2009. Board of Directors' Size and Performance in the Banking Industry. *The International Journal of Managerial Finance*, 5(1).
- Beiner. S., W. Drobetz, F. Schmid, dan H. Zimmermann. 2003. *Is Board size An Independent Corporate Governance Mechanism?* <http://www.wvz.unibaz.ch/cofi/publications/papers/2003/06.03.pdf>. Diakses 24 November 2014.
- Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D.L. 1997. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 52(4): 1411-1438.
- Bodaghi, A. & Ahmadpour, A. 2010. The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure of Iranian Listed Companies. 7th ICESAL 2010 28-29 June 2010, Rhodes Island, Greece
- Bonazzi, L. & Islam, S.N.D. 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.
- Brunarski, K., Harman, Y., & Kehr, J. 2004. Agency Costs and the Dividend Decision. *Corporate Ownership & Control*, 1(3): 44-60.
- Buferna, F., Bangassa, K., & Hodgkinson. 2005. Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya. *Research Paper Series The University of Liverpool*.
- Cahyaningdyah, D. & Ressanny, Y.D. 2012. Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen Universitas Negeri Semarang* 3 (1): 20-28.

- Christianti, A. 2006. Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade-off atau Pecking Order Theory. *Simposium Nasional Akuntansi IX*.
- Clay, D. G. 2002. Institutional Ownership and Firm Value. *Working Paper Series*, <http://srn.com/abstract=485922>. Diakses 27 Agustus 2014.
- Coffee, J.C., Jr. 1991. Liquidity versus Control: The Institutional Investor as a Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, 91 (6): 1277–1368.
- Coles, J.L., Daniel N.D., & Naveen, L. 2008. Boards: Does One Size Fit All? *Journal of Financial Economics*, 87 (2): 329-356.
- Collins, D. & Huang, H. 2010. Management Entrenchment and the Cost of Equity Capital. *Journal of Business Research*, 64(2): 356-362.
- Crutchley, C. & Hansen. R. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18: 36-46.
- Damayanti, S. & Achyani. F. 2006. Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividend Payout Ratio. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 5(1): 51-62.
- Darwis. 2009. Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 13(3): 418-430.
- Denis, D.J & Osobov. I. 2007. *Why do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy*. www.ssrn.com. Diakses 23 Mei 2014.
- Dong, M., C. Robinson dan C. Veld, 2005, Why Individual Investors want Dividends, *Journal of Corporate Finance*, 12 (1): 121-158.
- El Essa, M.S, Hameedat, M.M., Altairah, J.A., & Nofal, M.A. 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.
- Fatemi, A. & Bildik, R. 2013. Yes, Dividends are Disappearing: Worldwide Evidence. *Journal of Banking dan Finance* 36(3): 662–677.
- Feltham, G. & Ohlson. J 1996. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(1): 689-731.
- Gao, L.F. 2002. The Effect of Agency Problems of Pledged Stocks Held by the Board of Directors and Supervisors on Accounting Information and Firm Performance. Unpublished. *PhD Dissertation*. Faculty of Accounting Cheng Kung University. Taiwan.
- Gaud, P., Jani, E, Hoesli, M., & Bender. A. 2005. The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1): 51-69.
- Gill, A. & Obradovich, J 2012. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 91(1): 46-56.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. 2011. The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4): 3-15.
- Imam, M.O. & Malik, M. 2007. Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market. *International Review of Business Research Papers*, 3(4): 88-110.
- Jackling, B. & Jhll, S. 2009. Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4): 492-509.
- Jennings, W.W. 2002. Further Evidence on Kepemilikan institusional and Corporate Value. *Working Paper*. USAir Force Academy.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76: 323-329.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Karadeniz, E., Kandir, S.Y., Balcilar, M., & Onal, Y.B. 2009. Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5): 594-609.

- Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. 2007. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. <http://ssrn.com/abstract=986111>. Diakses tanggal 3 Februari 2012.
- Keown, A.J, Martin, J.D., Petty, J.W., & Scott Jr., D.F. 2004. *Foundations of Finance The Logic and Practice of Financial Management*. Published by Pearson Education Asia Limited and Tsinghua University Press.
- 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. & Zhao, X. 2008. Asymmetric Information and Dividend Policy. *Journal of Financial Management*, 37(4): 673-694.
- Mardiyati, U., Nazir, A.G., Ria., P. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2005–2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 3(1): 1-17.
- Monks, R.A.G. & Minow, N. 2001. *Corporate Governance*. 2nd Edition. Blackwell Publishing.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., & Rimbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review*, 33: 85-99.
- Qureshi, M.A. 2006. System Dynamics Modelling of Firm Value. *Journal of Modelling in Management*, 2(1): 24-39.
- Reddy, K., Locke, S., & 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., Ferretti, P., & Rigolini, A. 2012. Corporate Governance and Performance in Italian Banking Groups. *Paper to be Presented at the International Conference*. Corporate Governance and Regulation: Outlining New Horizons for Theory and Practice. Pisa, Italy: 1-35.
- Rubinstein, M.E. 1973. A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory. *Journal of Finance*, 28(1): 167-181.
- Salvatore, D. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta.
- Sofyaningsih, S. & Hardiningsih. P. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 3(1): 68-87.
- Stiglitz, J.E. A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *American Economic Review*, 59(5): 784-793.
- 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.
- Tang, L. 2007. *A Simultaneous Approach to Analyzing the Relation Between Board Structure, Corporate Governance Mechanisms and Performance of Japanese Firms (1989-2001)*. University of Saskatchewan Saskatoon.
- Titman, S. & Wessels. E. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1): 1-19.
- Tobing, L.R. 2008. Studi Mengenai Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Multinasional Dengan Perusahaan Domestik yang Go-Public di Pasar Modal Indonesia: Perspektif Teori Keagenan & Teori Kontijensi Dalam Mengoptimalkan Struktur Modal Perusahaan. *Disertasi*. Program S3 Ilmu Ekonomi UNDIP. Semarang.
- Uwuigbe, U., Olowe, O. and Godswill, A. 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. & Niresih, J.A. 2012. The Relationship between Capital Structure and Profitability. *Global Journal of Management and Business Research*, 12(13):
- Velnampy.T. & Pratheepkanth, P. 2012. Portfolio Structure and Performance: A Study on Selected Financial Organisation in Sri Lanka, Opinion: *International Journal of Business Management*, 2(2).
- Velnampy, T. 2013. Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies. *Journal of Economics and Sustainable Development* 4(3): 228-236.