

PENGARUH *MEKANISME CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DAN MEDIASI KEBIJAKAN DIVIDEN

Mochamad Umar Mai

Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Bandung Jl.Gegerkalong Hilir, Desa Ciwaruga Bandung
Email : umarmai@yahoo.com

Abstract

This study aims to determine and analyze 1) the influence of corporate governance mechanisms on dividend policy and value of the firm; 2) the effects of dividend policy mediated in order of causality between corporate governance mechanisms and value of the firm. The sample used was the manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange with the observation period starting in 2000 to 2007. The results showed that: 1) corporate governance mechanisms in institutional ownership represented by institutional ownership have a positive and significant impact on dividend policy represented by dividend payout ratio; 2) corporate governance mechanisms are represented by institutional ownership, independent boards, and board's size have a positive effect and significant impact on dividend policy, represented by Tobin's q; and 3) the dividend policy does not mediate the relationship of causality between corporate governance mechanisms (which are represented by boards institutional ownership and board's size) with Tobin's q.

Key Word :

corporate governance mechanism, value of the firm, boards independent, dividend payout ratio

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen adalah suatu topik yang banyak diperdebatkan dalam literatur keuangan dan masih menempati tempat yang terkemuka. Banyak peneliti menyumbangkan pemikiran teoritis dan menyediakan bukti empiris yang berkenaan dengan faktor penentu dari suatu kebijakan dividen perusahaan. Isu kebijakan dividen, bagaimanapun, adalah belum terpecahkan (Naceur, 2007). Bhattacharyya (2007) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu hal yang paling sulit dan merupakan tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan.

Dividen berperan sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi *cash flow* yang ada di bawah kendali manajemen. Mendorong para manajer untuk lebih sering masuk ke pasar modal, menaruh mereka di bawah pengawasan yang cermat dari para pemasok modal (Rozeff, 1982, dan Easterbrook, 1984). Banyak peneliti memberikan dukungan secara empiris terhadap penjelasan keagenan sebagai jawaban atas pertanyaan mengapa

perusahaan membayar dividen, di antaranya Rozeff (1982), Jensen, Solberg dan Zorn (1992), dan Holder, Langrehr dan Hexter (1998).

Rancangan tentang mekanisme pengawasan korporasi yang efektif untuk membuat para manajer bertindak dalam kepentingan terbaik bagi para pemegang saham telah menjadi perhatian utama dalam wilayah dari *corporate governance* (Allen dan Gale, 2001), dan berlanjutnya penelitian pada teori keagenan adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat untuk mengontrol itu (Bonazzi dan Islam, 2007). Mekanisme *corporate governance* merupakan konsep yang didasarkan pada *agency theory*, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan (Shleifer dan Vishny, 1997).

Shleifer dan Vishny (1986) dan Allen, Bernardo, dan Welch (2000) melihat bahwa investor institusional lebih menyukai saham-saham dari perusahaan yang membuat pembayaran

dividen. Hasil penelitian Moh'd et al. (1995) dan Crutchley et al. (1999) menemukan bukti bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap pembayaran dividen adalah positif dan signifikan. Imam dan Malik (2007) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *institutional ownership* yang tinggi akan memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi pula.

Studi Brunarski, Harman, Kehr (2004) menemukan bukti bahwa perusahaan yang secara signifikan meningkatkan dividen reguler, adalah memiliki proporsi yang lebih besar dari anggota independen pada dewan komisaris mereka. Studi Jiraporn dan Ning (2006) memasukkan komposisi dewan komisaris dan ukuran dewan komisaris sebagai variabel *control*, diperoleh koefisien dari *governance index* untuk semua model adalah positif dan signifikan terhadap *Tobin's q*. Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) menyimpulkan bahwa *dividend payouts* ditentukan oleh kekuatan dari *boards independent* sebagai mekanisme *corporate governance*.

Jumlah anggota dewan komisaris yang besar menguntungkan perusahaan dari sudut pandang *resources dependence* (Alexander, Fernell, Halporn, 1993; Goodstein, Gautarn, Boeker, 1994; Mintzberg, 1983). Teori keagenan lebih menyoroti aspek mekanisme *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989). Ukuran dewan komisaris merupakan variabel *internal corporate governance* yang diprediksi mampu mencegah kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik, dengan cara mendistribusikan *free cash flow* kepada para pemegang saham sebagai dividen.

Agency theory menyatakan bahwa para *outsiders* mempunyai suatu preferensi terhadap dividen daripada laba ditahan sebab *insiders* mungkin menghambur-hamburkan *cash* yang ditahan di perusahaan (Easterbrook, 1984, Jensen 1986, Myers 2000). Preferensi terhadap dividen ini lebih kuat pada *emerging markets* dengan perlindungan yang lemah terhadap investor. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang termasuk *emerging markets* dengan perlindungan yang lemah terhadap hak-hak para investor. Penelitian McKinsey dan Co (2002); *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA), dan *Indonesian Institute of Corporate Governance*

(IICG) menyatakan bahwa Indonesia adalah negara yang paling buruk dalam penerapan *corporate governance*.

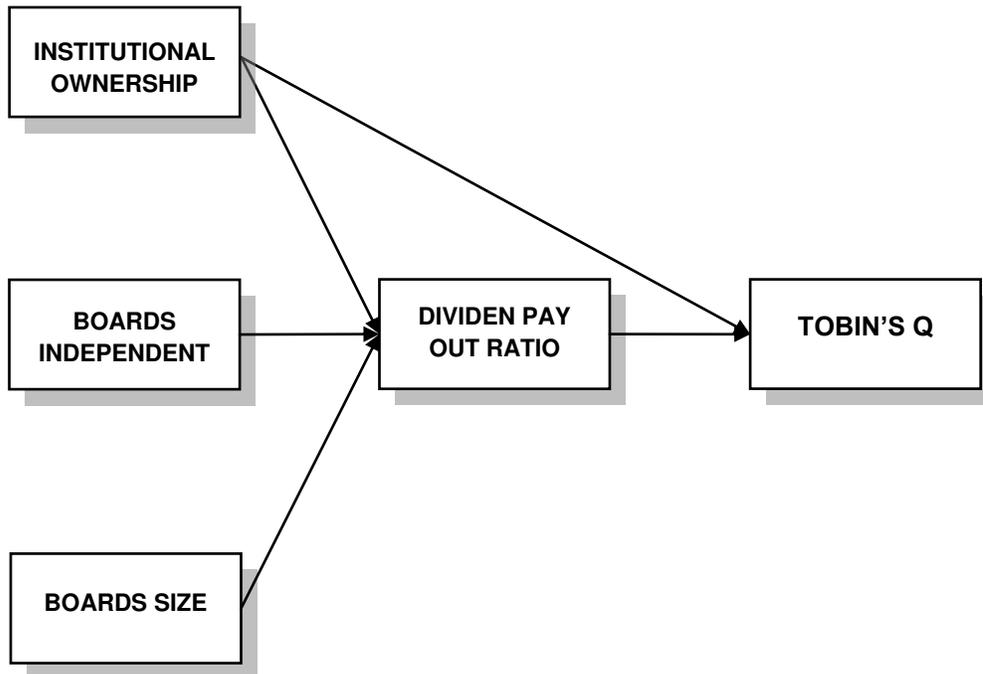
Shleifer dan Vishny (1986) menemukan bukti bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan. Hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986) di atas didukung oleh beberapa peneliti lain, diantaranya adalah studi yang dilakukan oleh Clay (2002), Ovtcharova (2003) dan Shen, Hsu, dan Chen (2006).

Hasil studi Mayur dan Saravanan (2006) di India, dan studi Beiner et al. (2003) pada sekumpulan perusahaan yang terdaftar di *Swiss Stock Exchange* menemukan bukti yang tidak sejalan dengan prediksi teori yang menyatakan bahwa *boards size* yang lebih kecil adalah lebih efektif. Studi Belkhir (2008) menemukan bukti ternyata kenaikan jumlah anggota dewan komisaris pada perusahaan-perusahaan perbankan tidak menurunkan kinerja. Sebaliknya, bukti yang ditemukan adalah bahwa terdapat kecenderungan adanya suatu hubungan positif antara *board size* dan *performance*, yang diukur dengan *Tobin's q* dan *Return On Assets*.

Berdasarkan pada penjelasan teori dan hasil-hasil penelitian sebelumnya tentang mekanisme *corporate governance* hubungannya dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan, yang membentuk enam buah hipotesis, maka dibangun model penelitian empiris yang disajikan pada Gambar 1.

Gambar tersebut menjelaskan bahwa kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* dipengaruhi oleh mekanisme *corporate governance* yang diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size*. Selanjutnya, *dividend payout ratio* ini diprediksi akan mempengaruhi nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin' q*. Gambar 1 juga menjelaskan bahwa *Tobin' q* diprediksi dapat dipengaruhi baik secara langsung maupun tidak langsung (melalui *dividend payout ratio*) oleh variabel-variabel yang menjadi proksi dari mekanisme *corporate governance*.

Berdasarkan pada uraian di atas, masalah yang diajukan adalah: 1) Apakah mekanisme *corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan

Gambar 1: Mekanisme *Corporate Governance*, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan

dividen dan nilai perusahaan; 2) Apakah kebijakan dividen memediasi hubungan antara mekanisme *corporate governance* dengan nilai perusahaan. Mekanisme *corporate governance* diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT), dan *Boards Size* (BDSIZE), kebijakan dividen diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan Nilai Perusahaan diproksi dengan *Tobin's q* (TBNSQ).

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan periode pengamatan mulai tahun 2000 sampai dengan tahun 2007. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut; (1) Menerbitkan laporan keuangan dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2007; (2) Memiliki data mengenai kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan ukuran dewan komisaris; serta (3) perusahaan-perusahaan tersebut membagikan dividen tunai. Berdasarkan pada kriteria-kriteria pemilihan sampel tersebut, diperoleh 154 sampel perusahaan.

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan analisis jalur (*path analysis*) untuk menerangkan akibat langsung dan tidak langsung dari seperangkat variabel, sebagai variabel penyebab, terhadap seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat. Hubungan sebab akibat antar variabel dalam penelitian ini telah dirumuskan dan dikemukakan dalam delapan hipotesis yang tergabung menjadi suatu model penelitian empiris yang diajukan.

Hipotesis 1:

Kepemilikan institusional (*institutional Ownership*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

Hipotesis 2:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

Hipotesis 3:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

Hipotesis 4:

Dividen payout ratio berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dapat dicapai

Hipotesis 5:

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Tabel 1. Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness Of Fit*

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	<i>Hasil Model</i>	<i>Keterangan</i>
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan lebih kecil	1,062	Nilai χ^2 dengan df 1 adalah 3,84146. Nilai <i>Chi-Square</i> 1,062 ini adalah lebih kecil.
Probability	≥ 0,05	0,303	Baik sekali
CMIN/DF	≤ 2,00	1,062	Baik sekali
RMSEA	≤ 0,08	0,020	Baik sekali
GFI	≥ 0,90	0,997	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	≥ 0,90	0,959	Baik sekali
TLI	≥ 0,95	0,988	Baik sekali
CFI	≥ 0,95	0,999	Baik sekali
NFI	≥ 0,90	0,982	Baik sekali

$$\text{DPR} = 0,128 \text{ INSOWN} + 0,007 \text{ BDINDT} - 0,009 \text{ BDSIZE} \dots\dots\dots (1)$$

P	(0,018)	(0,947)	(0,224)
Cr	(2,357)	(0,066)	(-1,217)

$$\text{TBNSQ} = 0,741 \text{ INSOWN} + 0,046 \text{ BDSIZE} + 0,728 \text{ DPR} \dots\dots\dots (2)$$

P	(0,000)	(0,098)	(0,024)
Cr	(3,576)	(1,652)	(2,258)

Selanjutnya, berdasarkan pada Gambar 2 serta *regression weights* pada *output* hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0, dapat dijelaskan sebagai berikut: Berdasarkan pada persamaan struktural 1, dapat diketahui bahwa pengaruh *Istitutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien 0,128 dan nilai *sig-t* 0,018, yang berarti suatu pengaruh positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hipotesis 1, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional (*institutional Ownership*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, dapat diterima.

Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional sebagai salah satu proksi dari mekanisme *corporate governance* internal adalah efektif dalam memperjuangkan hak pemegang saham, berupa pembayaran dividen oleh perusahaan. Selanjutnya, hasil penelitian mendukung temuan Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyatakan bahwa kepemilikan

institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen; Hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986), Crutchley et al. (1999), Allen, Bernardo, dan Welch (2000) yang menemukan bukti kuat bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap pembayaran dividen adalah positif.

Hasil penelitian Imam dan Malik (2007) di Dhaka Stock Exchange menggunakan data tahun 2000 sampai dengan tahun 2003 yang menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi dan perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi membayar *dividend payout ratio* tinggi.

Persamaan struktural 1 memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Independent* (BDINDT) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi 0,007 dan nilai *sig-t* 0,947, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 2 yang

menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, tidak dapat diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *boards independent* sebagai salah satu proksi dari mekanisme *corporate governance* internal, kurang efektif dalam memperjuangkan hak pemegang saham berupa pembayaran dividen oleh perusahaan. Hasil reguler adalah lebih memungkinkan untuk memiliki suatu proporsi yang lebih besar dari anggota independen pada dewan komisarisnya.

Persamaan struktural 1 memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi -0,009 dan nilai *sig-t* sebesar 0,224, yang menunjukkan suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 3, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**.

Hubungan kausalitas antara *boards size* dengan *dividend payout ratio* menunjukkan arah koefisien yang negatif. Namun demikian, belum cukup bukti untuk dapat mendukung Lipton dan Lorsch (1992), Jensen (1993), Allen dan Gale (2000) dalam Beiner et al. (2003) yang menyarankan bahwa dewan komisaris yang ukurannya besar kurang efektif dibandingkan dengan dewan komisaris yang ukurannya kecil. Hasil studi yang dilakukan Yermack (1996), Beasley (1996) dan Jensen (1993) juga menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris yang berukuran besar. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi serta dalam pembuatan keputusan.

Persamaan struktural 2, menunjukkan bahwa pengaruh *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) mempunyai nilai koefisien regresi 0,728 dan nilai *sig-t* sebesar 0,024, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hipotesis keempat, yang menyatakan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dapat dicapai, dapat diterima. Hasil penelitian ini mendukung *bird in hand theory*

penelitian ini tidak mendukung temuan Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) yang menyatakan bahwa *dividend payouts* ditentukan oleh *boards independent* sebagai salah satu kekuatan dari *corporate governance* internal. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung hasil studi Brunarski, Harman, dan Kehr (2004) yang menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang secara signifikan meningkatkan dividen sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon M. J. (1963), Long (1978) dan Sterk dan Vandenberg (1990).

Hasil pengujian empiris untuk hipotesis keempat adalah juga menguatkan temuan DeAngelo H. dan L. DeAngelo (2005) dan Brav, Graham, Harvey, dan Michaely (2005) yang mendokumentasikan suatu bukti bahwa para eksekutif keuangan bersifat ragu-ragu untuk membuat perubahan besar pada kebijakan *payout ratio* karena perubahan seperti itu akan mengubah suatu pemodal dasar perusahaan dan dengan kurang baik akan mempengaruhi harga sahamnya. Penelitian Amidu (2007) di *Ghana Stock Exchange* (GSE), untuk data tahun 1997 sampai tahun 2004, temuannya adalah juga mendukung bahwa kebijakan dividen adalah relevan terhadap nilai perusahaan, yang diukur dengan *Tobin's q*.

Persamaan struktural (2) memperlihatkan bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi 0,741 dan nilai *sig-t* sebesar 0,000, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai, dapat diterima.

Hasil penelitian ini menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986), Clay (2002), Ovtcharova (2003), Shen, Hsu, dan Chen (2006) yang menyimpulkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi akan berdampak pada tingkat hasil yang tinggi pula. Hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian dari Jennings (2002) dan Lee (2008) yang menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif yang lemah (tidak signifikan) antara *institutional ownership* dengan kinerja perusahaan. Sebaliknya, hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil-hasil

Penelitian sebelumnya, diantaranya; Shahid(2003), Wei, Xie dan Zhang (2005), Bhattacharya dan Graham (2007), yang menemukan bukti bahwa kepemilikan saham oleh institusional berdampak negatif terhadap kinerja atau nilai perusahaan.

Persamaan struktural (2) di atas memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,046 dan nilai *sig-t* sebesar 0,098, yang berarti suatu pengaruh yang signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*)

dewan komisaris akan menjadikan kinerja perusahaan lebih baik lagi.

Mediasi *Dividend Payout Ratio* terhadap Hubungan *Institutional Ownership* dan *Boards Size* dengan *Tobin's q*.

Gambar 2 di atas menunjukkan bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) dan *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) dapat terjadi secara langsung maupun tidak langsung. Pengaruh INSOWN dan BDSIZE terhadap TBNSQ secara tidak langsung ini adalah melalui (dimediasi) oleh DPR. Mediasi DPR terhadap hubungan antara

Tabel 2: Pengaruh Langsung Dan Tidak Langsung Insown Dan Bdsiz Terhadap Tbnsq Yang Dimediasi DPR

KETERANGAN	Variabel Independen	
	INSOWN	BDSIZE
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Tobin's q</i> (TBNSQ)	0,741	0,046
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	0,128	-0,009
• Pengaruh DPR terhadap TBNSQ adalah 0,728	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui DPR) variabel independen terhadap variabel dependen (TBNSQ)	0,093	-0,007

Sumber: Data sekunder yang diolah

berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, **dapat diterima.**

Hasil penelitian terhadap hubungan kausalitas antara variabel *boards size* dan variabel *Tobin's q* ini menunjukkan arah koefisien yang positif dan signifikan. Dengan demikian hasil penelitian ini cukup kuat untuk mendukung hasil studi Belkhir (2008) yang menemukan bukti adanya kecenderungan terhadap suatu hubungan positif antara *board size* dan *performance*, yang diukur dengan *Tobin's q* dan *return on assets*.

Rasionalitas dari terbentuknya hubungan positif antara *boards size* dengan *Tobin's q*, dapat dijelaskan bahwa berdasarkan statistik deskriptif variabel *boards size* mempunyai nilai rata-rata 4 orang dengan standar deviasi 2 orang. Sedangkan, Garg (2007) menyarankan bahwa ukuran dewan komisaris yang ideal adalah 6 orang. Rata-rata jumlah anggota komisaris dari perusahaan-perusahaan yang terpilih menjadi sampel dalam penelitian ini masih di bawah jumlah ideal yang disarankan, dengan demikian penambahan anggota

INSOWN dan BDSIZE dengan TBNSQ adalah hipotesis ketujuh dan kedelapan dari penelitian ini. Nilai-nilai koefisien yang berkaitan dengan pengujian terhadap kedua hipotesis mediasi tersebut disajikan pada Tabel 2.

Berdasarkan tabel tersebut, dapat diketahui bahwa: 1) Nilai koefisien pengaruh langsung INSOWN terhadap TBNSQ adalah sebesar 0,741. Sedangkan, pengaruh INSOWN secara tidak langsung (melalui DPR) terhadap TBNSQ adalah sebesar 0,093. Dengan demikian hipotesis ketujuh yang menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**; 2) Nilai koefisien pengaruh langsung BDSIZE terhadap TBNSQ adalah sebesar 0,046. Sedangkan, pengaruh BDSIZE secara tidak langsung (melalui DPR) terhadap TBNSQ adalah sebesar -0,007. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa pengaruh ukuran dewan komisaris (*boards size*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima.**

SIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis pertama sampai dengan hipotesis ketiga, dapat disimpulkan bahwa mekanisme *corporate governance* yang diproksi *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil pengujian terhadap hipotesis keempat menyimpulkan bahwa hasil penelitian ini mendukung *bird in hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen. Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis kelima dan hipotesis keenam, dapat disimpulkan bahwa mekanisme *corpore governance* yang diproksi dengan *istitutional ownership* dan *boards size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's q*. Hasil pengujian hipotesis ketujuh dan hipotesis kedelapan, dapat disimpulkan bahwa *dividend payout ratio* tidak memediasi hubungan antara *istitutional ownership* dan *boards size* dengan *Tobin's q*.

Keterbatasan Penelitian

Model empiris dalam penelitian ini hanya menggunakan mekanisme *corporate governance* internal, karena *agency theory* lebih menyoroti aspek mekanisme *internal corporate governance* Eisenhard, (1989). Sedangkan, Wals dan Seward (1990) serta *World Bank* (1999) menyatakan bahwa secara umum dikenal dua mekanisme kontrol yaitu mekanisme kontrol internal dan eksternal. Mekanisme eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar yaitu dengan melalui efektifitas pasar modal (Fama dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1982), serta *the managerial labor market* (Fama, 1980).

Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini hanya menyangkut perusahaan-perusahaan sektor industri manufaktur, dengan alasan untuk menghindari perbedaan karakteristik industri. Selain itu, penelitian ini menggunakan *pooled data*, selanjutnya agar penelitian mendatang memberikan kekuatan generalisasi yang lebih luas dan lebih baik, diharapkan dapat melibatkan seluruh sektor industri. Adapun, untuk menghindari perbedaan karakteristik

industri, maka disarankan untuk menggunakan *fixed effect model* dan *time effect model*, selain *pooled model*.

DAFTAR RUJUKAN

- [1] Clay, Darin G., (2002), "Institutional Ownership and Firm Value". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=485922>.
- [2] DeAngelo, H., dan L. DeAngelo (2005), "The Irrelevance of the Mm Dividend
- [3] Irrelevance Theorem". *Journal of Financial Economics*, Vol. 79 : pp. 293-315.
- [4] Alexander, J. A., Fernell, M. L., & Halpem, M. T. (1993), "Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline". *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38: pp. 74-99.
- [5] Allen F., A. Bernardo, and I. Welch (2000), "A theory of dividends based on tax clientele". *Journal of Finance*, Vol. 55: pp. 2499-2536.
- [6] Allen, F., and D. Gale (2000), "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies". *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8: pp. 68-89.
- [7] Amidu, Mohammed (2007), "How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange". *Investment Management & Financial Innovations*; 4, 2; ABI/INFORM Global, pp. 103-137.
- [8] Beasley, Mark S., 1996. *An Empirical Analysis of The Relation Between The Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*. *The Accounting Review* Volume 71, No 4, Oktober: 443-465
- [9] Beiner. S., W. Drobetz, F. Schmid dan H. Zimmermann (2003), "Is Board zise An Independent Corporate Governance Mechanism"? <http://www.wvz.unibaz.ch/cofi/publications/papers/2003/06.03.pdf>.
- [10] Belkhir, Mohamed (2008), "Board of Directors' Size and Performance in the Banking Industry". *forthcoming in the International Journal of Managerial Finance*, JEL classification: G21, G34.
- [11] Bhattacharya, Prasad S., and Michael Graham (2007), "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=1000092>.

- [12] Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Roni Michaely (2005), "Payout Policy In The 21st Century". *Journal of Financial Economics*, Vol. 77: pp. 483 - 527.
- [13] Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review*, Vol. 74: pp. 650-659.
- [14] Eiscenhardt, K. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review". *Academy of Management Journal*, Vol. 14: pp. 57-74.
- [15] Garg, Ajay K. (2007), "Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies". *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*, Vol. 32: pp. 39-60.
- [16] Gordon M. J., (1963), "Optimal Investment and Financing Policy", *Journal of Finance*, May, pp. 264-272.
- [17] Holderness, C.G., dan Sheehan, D.P. (1988), "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 317-40.
- [18] Imam, Mahmood Osman and Malik, Mahfuja, (2007), "Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market". *International Review of Business Research Papers* Vol. 3 No.4 October 2007 Pp. 88-110.
- [19] Jennings, W.W., 2002, Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value, *Working Paper*, JEL Classification G32 G34 G2, US Air Force Academy.
- [20] Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27: pp. 274-263.
- [21] Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*. Vol. 76: pp. 23-329.
- [22] Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System". *Journal of Finance*, Vol. 48. (July): pp. 831-880.
- [23] Kowalewski, Oskar; Ivan Stetsyuk; dan Oleksandr Talavera (2007), "Corporate Governance and Dividend Policy in Poland". *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=986111>*. JEL Classification Codes: G30, G32, G35.
- [24] Lee, Sanghoon, (2008), "Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea". *Working Paper*, No: 2008-17. University of Utah.
- [25] Lipton, M. and Lorsch, J.W., (1992), "A modest proposal for improved corporate governance". *Business Lawyer*, Vol. 48: pp. 59-77.
- [26] Long, J.B.Jr., 1977. Efficient portfolio choice with differential taxation of dividends and capital gains. *Journal of Financial Economics* 5, 25-53.
- [27] Mayur, Manas, and Sar Long, John B., Jr. (1978), "The Market Valuation of Cash Dividends: Case to Consider". *Journal of Financial Economics*, Vol. 6: pp. 235-264.
- [28] Mayur and Saravanan (2006), "Does The Board Size Really Matter? – An Empirical Investigation On The Indian Banking Sector". *Working Paper Series*, JEL Classifications: G3.
- [29] Moh'd, M. A., L. G. Perry and J. N. Rimbey (1995), "An Investigation of the Dynamic Association between Agency Theory and Dividend Policy". *Financial Review*, Vol. 30, No. 2: pp. 367-385.
- [30] Myers, S. C. (2000), "Outside equity". *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 3: pp. 1005-1037.
- [31] Naceur, Samy Ben., Mohamed Goaid., and Amel Belanes (2007), "On The Determinants And Dynamics Of Dividend Policy". *International Review of Finance*, Vol. 6. No. 1-2: pp. 1-23.
- [32] Ovtcharova, Galina, (2003), "Institutional Ownership And Long-Term Stock Returns", *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=410560> or DOI: 10.2139/ssrn.410560.
- [33] Rozeff, M. S. (1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research*, Vol. 5: pp. 249-259.
- [34] Shahid, Shahira Abdel, (2003), "Does Ownership Structure affect firm Value? Evidence from the Egyptian Stock Market". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=378580>.