



**KONSEKUENSI TAK TERDUGA DARI *GOOD CORPORATE GOVERNANCE*:  
PENGUJIAN TEORI *OUTCOME* Vs TEORI SUBSTITUSI DAN PENGUJIAN VARIABEL INTERVENING  
ATAS KEBIJAKAN DIVIDEN  
PADA INDUSTRI PERBANKAN INDONESIA**

**Ratu Careenda Zein**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sultan Ageng Tirtayasa  
*yenijanuarsi@gmail.com*

**Yeni Januarsi**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sultan Ageng Tirtayasa  
*yenijanuarsi@gmail.com*

**Lia Uzliawati**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sultan Ageng Tirtayasa  
*uzliawati@untirta.ac.id*

***Abstract***

*The purpose of this study is to investigate the effect of corporate governance on dividend policy, by examining whether outcomes theory or substitute theory was applied on that relationship in Indonesian banking industry for four periods, started from 2009 to 2012 with purposive sampling as sampling method. Furthermore, we like to have deep insight whether dividend policy has a role as intervening variable on the relationship between CG and firm value. We examine four hypotheses by using multiple regressions for answering first hypothesis to third, while path analysis is used for investigate the intervening role of dividend policy. The result confirmed that substitution theory is applied to explain the relationship between CG and dividend policy in Indonesian banking industry. Furthermore, dividend policy has an intervening role on the relationship between CG and firm value. Since substitution theory is confirmed, we could say that while firm has good CG, there is possibility that company will pay low dividend to their investor. This could be come as unintended consequence that might be happened for having good CG. Our study also have important role for two types of investor, short-term and long-term investor. Because unintended consequences might happened from having good CG, short term-investors are suggest to be aware of firm that has good CG since they will not obtain big dividend from the firm in short period, while long-term investors are suggested to choose firms with good CG because in long term the firms will expand and grow and finally can increase the firm value.*

**Key word:** *corporate governance, firm value, dividend policy, outcomes theory, substitute theory*

**Abstrak**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kebijakan dividen, dengan menguji teori hasil cuaca atau teori substitusi yang diterapkan pada hubungan tersebut dalam industri perbankan Indonesia selama empat periode, dimulai dari 2009 hingga 2012 dengan purposive sampling sebagai metode sampling. Selanjutnya, kami ingin memiliki kebijakan dividen cuaca wawasan mendalam memiliki peran sebagai variabel intervening pada hubungan antara CG dan nilai perusahaan. Kami memeriksa empat hipotesa dengan menggunakan regresi berganda untuk hipotesa pertama yang tidak berubah ke ketiga, sementara analisis jalur digunakan untuk menyelidiki peran intervensi kebijakan dividen. Hasilnya menegaskan bahwa teori substitusi diterapkan untuk menjelaskan hubungan antara CG dan kebijakan dividen dalam industri perbankan Indonesia. Lebih jauh lagi, kebijakan dividen

memiliki peran intervening pada hubungan antara CG dan nilai perusahaan. Karena teori substitusi dikonfirmasi, kita dapat mengatakan bahwa sementara perusahaan memiliki CG yang baik, ada kemungkinan bahwa perusahaan akan membayar dividen rendah kepada investor mereka. Ini bisa datang sebagai konsekuensi yang tidak diinginkan yang mungkin terjadi karena CG yang baik. Studi kami juga memiliki peran penting untuk dua jenis investor, investor jangka pendek dan jangka panjang. Karena konsekuensi yang tidak disengaja mungkin terjadi karena memiliki CG yang baik, istilah-istilah investor disarankan untuk menyadari perusahaan yang memiliki CG baik karena mereka tidak akan memperoleh dividen besar dari perusahaan dalam periode singkat, sementara investor jangka panjang disarankan untuk memilih perusahaan dengan CG baik karena dalam jangka panjang perusahaan akan berkembang dan tumbuh dan akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

**Kata kunci:** tata kelola perusahaan, nilai perusahaan, kebijakan dividen, teori outcome, teori substitusi

## PENDAHULUAN

Tujuan penelitian ini terfokus pada dua hal. Pertama, penelitian ini ingin menguji apakah *corporate governance* (selanjutnya disingkat CG) memberikan dampak positif atau negatif terhadap kebijakan dividen dengan menguji dua teori yang saling berlawanan yaitu teori substitusi atau teori *outcome*. Teori substitusi menjelaskan bahwa CG memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sedangkan teori kontranya, yaitu teori *outcomes* menjelaskan hubungan positif antara CG dan kebijakan dividen. Tujuan kedua adalah untuk menguji apakah kebijakan dividen mampu berperan sebagai variable intervening dalam hubungan antara *corporate governance* dengan nilai perusahaan. Penelitian ini mengambil sampel di Industri Perbankan yang terdaftar di BEI periode 2009-2013.

Kebijakan dividen menjadi faktor penting untuk diteliti karena pembagian dividen dapat menarik minat investor yang dapat menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai variable intervening dalam mengkaitkan hubungan antara CG dengan nilai perusahaan. Penelitian ini menduga bahwa kebijakan dividen dapat memediasi hubungan antara CG dan nilai perusahaan karena ketika teori substitusi yang berlaku, maka kebijakan dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan walaupun perusahaan memiliki penerapan *corporate governance* yang buruk. Hal ini dapat terjadi karena dividen menjadi hal yang penting bagi investor, terutama pada negara-negara yang memiliki praktek CG yang lemah (Mitton, 2004). Penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Powell (2012) mengkonfirmasi hal tersebut dengan menyatakan bahwa dividen memainkan peranan penting pada perusahaan-perusahaan Indonesia. Oleh karena itu, dividen akan menjadi daya tarik bagi investor untuk berinvestasi di suatu perusahaan yang secara langsung akan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu pengaruh positif antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan didukung dalam penelitian Martikatini (2012), Jusriani dan Rahardjo (2013). Tidak hanya berdasarkan fenomena empiris namun pengaruh positif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pun terlihat dalam fenomena riil pada saat pembagian dividen yang dilakukan oleh Bank Mandiri dimana setelah pembagian dividen sebesar 30% dari laba bersih tahun 2013 atau sebesar Rp5,46 triliun, nilai pasar perusahaan mengalami peningkatan sebesar 2,48% menjadi Rp 250 per lembar saham (<http://www.sahamok.com/harga-saham/>).

Dilain sisi, jika teori *outcome* yang berlaku, maka hal ini menunjukkan bahwa ketika CG suatu perusahaan baik maka akan selalu dibarengi dengan naiknya nilai perusahaan yang

sebelumnya diakibatkan oleh tingginya kebijakan dividen yang diaplikasikan oleh perusahaan. Dalam hal teori outcomes yang berlaku, maka kebijakan dividen berfungsi sebagai bukti bahwa kebijakan dividen menjadi faktor yang dipertimbangkan dalam memediasi hubungan antara *corporate governance* dan nilai perusahaan. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Asba (2009); Black et al (2011), Herawaty (2008); Priantinah (2011) yang menyatakan bahwa *corporate governance* berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan.

Konsep nilai perusahaan sangat penting bagi investor dan seharusnya menjadi hal yang harus dijaga oleh pihak manajemen perusahaan. Namun pada kenyataannya sektor perbankan Indonesia mengalami indikasi penurunan nilai perusahaan. Indikasi ini dapat dilihat dari banyaknya kasus likuidasi pada sektor perbankan Indonesia, karena dengan terjadinya likuidasi, persepsi investor terhadap perusahaan dapat menurun karena perusahaan dianggap tidak dapat mengelola aset serta perusahaannya dengan baik, sehingga tidak menjanjikan keuntungan yang baik dikemudian hari yang pada akhirnya dapat menyebabkan menurunnya nilai perusahaan. Berdasarkan data Lembaga Penjamin Pasar (LPS) menunjukkan bahwa hingga tahun 2014 terdapat 59 bank yang dilikuidasi (<http://www.lps.go.id/web/guest/bank-yang-dilikuidasi>). Penyebab dilikuidasinya sebuah bank sesuai dengan ketentuan pada pasal 37 UU No.10 Tahun 1998 yaitu karena menurunnya permodalan, menurunnya kualitas aset, *corporate governance* yang buruk dan perbankan tidak mampu memenuhi kewajibannya kepada pihak lain. Ketika perusahaan mengalami indikasi penurunan nilai, maka sangat penting mengetahui faktor yang sangat berperan sebagai penyebab terjadinya penurunan nilai perusahaan. Sebagaimana dinyatakan dalam pasal 37 UU No.10 Tahun 1998 yaitu bahwa salah satu penyebab likuidasi yang pada akhirnya akan menyebabkan penurunan nilai adalah CG yang buruk, maka sangat penting menguji apakah ketika CG suatu perusahaan baik, akan selalu menghasilkan nilai perusahaan yang baik, ataukah sebaliknya. Selain itu, berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan dan Phua (2013) menyatakan bahwa penerapan *corporate governance* di Indonesia masih rendah sehingga perusahaan mengkompensasikan kebijakan dividen yang tinggi untuk menutupi *corporate governance* yang buruk. Hal ini menunjukkan bahwa teori substitusi berlaku dalam hubungan antara *corporate governance* dan kebijakan dividen di perusahaan manufaktur Indonesia.

Berlakunya teori substitusi tersebut tentu akan sangat berbahaya bagi investor. Kompensasi kebijakan dividen yang tinggi digunakan sebagai "topeng" oleh perusahaan untuk meningkatkan profil dan nilai perusahaan dimata investor serta untuk menutupi buruknya penerapan *corporate governance*, penegakan hukum yang lemah, standar akuntansi dan pemeriksaan keuangan yang belum mapan, pasar modal yang masih *under-regulated*, terabaikannya hak minoritas dan lemahnya pengawasan komisaris didalam perusahaan tersebut. Jika hal ini dibiarkan, investor akan tertipu dan dapat mengalami kerugian karena pada dasarnya peran *corporate governance* adalah sebagai kunci sukses suatu perusahaan untuk tumbuh dan menguntungkan dalam jangka panjang (Daniri, 2005). Berdasarkan hasil penelitian Setiawan dan Phua (2013) serta dampak yang dapat ditimbulkan tersebutlah peneliti merasa penting untuk melakukan pengujian terhadap hubungan *corporate governance* dan kebijakan dividen di perbankan sesuai dengan tujuan pertama penelitian ini untuk mengetahui teori substitusi ataukah teori *outcome* yang berlaku.

Isu mengenai *corporate governance* sesungguhnya telah menjadi perhatian yang penting dalam kaitannya dengan disiplin finansial bagi pihak-pihak tertentu terutama pada negara-negara yang sedang berkembang setelah terungkapnya skandal keuangan berskala besar (misalnya skandal Enron, Tyco, Worldcom dan Global Crossing) serta terjadinya krisis di Indonesia pada tahun 1998. Hal ini didukung dalam penelitian Capulong et al (2001) yang

menyatakan bahwa *corporate governance* yang buruk adalah salah satu penyebab dari krisis moneter di Indonesia.

Survei Booz-Allen dan Hamilton (Djalil, 2000) pada tahun 1998 di Asia Timur menyatakan bahwa Indonesia memiliki indeks *corporate governance* terendah sebesar 2,88 dibanding dengan Singapura (8,93), Malaysia (7,72), dan Thailand (4,89). Survei yang dilakukan oleh Price Waterhouse Coopers pada tahun 1999 juga menunjukkan bahwa Indonesia berada pada peringkat terbawah di Asia dalam hal standar audit dan pemenuhan, akuntabilitas terhadap pemegang saham standar pengungkapan dan transparansi proses dewan. Hal tersebut tentu mengkhawatirkan dan menjadi sangat memprihatinkan karena penerapan *corporate governance* yang buruk tidak terjadi hanya saat krisis moneter 1998 saja namun berlanjut hingga pasca krisis moneter 1998. Terbukti dari fenomena-fenomena berikut ini yang kemudian menjadi alasan mengapa sampel penelitian diambil dari diindustri perbankan. Fenomena yang pertama yaitu, mengenai menurunnya nilai perusahaan perbankan selama periode 2009-2013, khususnya penurunan didominasi pada tahun 2011. Hal ini disebabkan karena menurut Data Pusat Pelaporan dan Analisis Transaksi keuangan (PPATK) mencatat kasus fraud yang dilakukan 9 perusahaan perbankan (seperti : Bank Mandiri, BRI, BNI, BII, BPR, Bank Danamon, Bank Victoria, Bank Panin dan Citybank) akibat lemahnya penerapan *corporate governance* (PERBANAS, 2011; Antara News, 2011). Kedua, 59 dari 1.914 bank di Indonesia karena adanya fraud atau kecurangan yang dilakukan pemilik atau pengurus bank tersebut (Detik Finance, 2014). Ketiga, penelitian sebelumnya secara jelas menerangkan bahwa penelitian tersebut belum pernah dilakukan pada perbankan sehingga penting bagi penelitian ini mengambil sampel di perbankan untuk mengetahui pengaruh dari berlakunya teori substitusi atau *outcome* dalam hubungan *corporate governance* dengan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan dengan menguji kebijakan deviden sebagai variabel intervening.

Penelitian ini penting untuk dilakukan karena beberapa alasan. Pertama, sejak tahun 2000 BAPEPAM dan BEI mulai mengeluarkan peraturan yang berkaitan dengan *corporate governance*. Namun diberlakukannya peraturan mengenai *corporate governance* di Indonesia tidak secara langsung menghapuskan praktek *corporate governance* yang buruk sehingga di butuhkan berbagai penelitian yang memaparkan konsekuensi dari *weak governance system*. Selain itu, melakukan pengukuran dengan indeks juga dibutuhkan untuk mengetahui baik atau buruknya penerapan *corporate governance*. Maka dari itu penelitian ini menggunakan *Transparency and Disclosure Index* (TDI) yang diadopsi dari penelitian Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007). Sebelumnya telah ada penelitian yang menggunakan TDI sebagai pengukuran *corporate governance* yaitu Setiawan dan Phua (2013).

Kedua, mengetahui apakah teori substitusi atau *outcome* yang berlaku dalam hubungan antara *corporate governance* dengan kebijakan deviden pada industri perbankan merupakan riset yang belum dapat tereksplor sebelumnya. Padahal mengetahui teori mana yang berlaku akan sangat membantu investor untuk menentukan apakah CG yang rendah akan selalu menjadi hal yang buruk atautkah sebaliknya, terutama jika tipe investor adalah investor jangka pendek.

Perbedaan dalam penelitian ini terletak pada beberapa hal, yaitu : 1) penelitian ini menggunakan periode yaitu tahun 2009-2013. Peneliti mengambil sampel pada periode tersebut karena pada periode tersebut banyak ditemukan menurunnya nilai perusahaan karena buruknya penerapan *corporate governance*. 2) penelitian ini merupakan penelitian pengembangan yang menempatkan kebijakan dividen sebagai variabel intervening bukan sebagai variabel dependen seperti dalam penelitian sebelumnya dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. 3) perbedaan yang terakhir yaitu, penelitian ini mengambil sampel pada industri perbankan.

## TINJAUAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Teori Agensi

Teori Agensi merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *corporate governance* yang terkait dengan hubungan perjanjian antara prinsipal dan agen didalam perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa hubungan agensi terjadi ketika satu orang atau lebih (prinsipal) memperkerjakan orang lain (agen) untuk memberikan suatu jasa yang kemudian mendelegasikan wewenang dalam pengambilan keputusan. Selain itu, konflik keagenan yang terjadi di negara berkembang yaitu konflik antara mayoritas dan minoritas pemegang saham (Claessens *et al*, 2000; La Porta *et al*, 2000; Tabalujan, 2001). Para pemegang saham mayoritas cenderung untuk mengambil alih pemegang saham minoritas.

Prinsipal adalah pemegang saham, sedangkan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pada perusahaan besar umumnya terdapat pemisahan fungsi pemilikan dan pengelolaan perusahaan. Hal ini menyebabkan pemegang saham mengalami kesulitan untuk memastikan apakah kinerja manajer telah sesuai atau selaras dengan tujuan yang diharapkan oleh pemegang saham. Pemegang saham mengharapkan manajemen bertindak secara profesional dalam mengelola perusahaan. Manajer diharapkan menggunakan *resources* yang ada semata-mata untuk kepentingan pertumbuhan yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Di lain pihak, para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai pemikiran yang berbeda terutama yang berkaitan dengan peningkatan potensi individu dan kompensasi yang diterima. Karena pada dasarnya menurut Einsenhart (1989) terdapat 3 (tiga) asumsi sifat manusia, Pertama, manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), Kedua, manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi untuk masa yang akan datang (*bounded rationality*), dan Ketiga, manusia selalu menghindari resiko.

Berdasarkan asumsi sifat tersebut sering terjadi *agency conflict* atau konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham yang disebabkan perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Tindakan manajer yang mementingkan diri sendiri dan mengabaikan kepentingan pemegang saham akan menyebabkan jatuhnya harapan para investor tentang pengembalian (*return*) atas investasi yang telah mereka tanamkan sehingga harga saham menjadi turun dan pasar modal tidak berkembang. Sedangkan pemilik mengharapkan pendapatan (*return*) yang maksimal atas dana yang mereka investasikan. Adanya masalah agensi ini dapat menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*), yang menurut Jensen dan Meckling (1976) terdiri dari :

1. *The monitoring expenditure by the principal*
2. *The bonding expenditures by the agent*
3. *The residual loss*

*Agency cost* merupakan biaya yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk biaya pengawasan terhadap agen, pengeluaran yang mengikat agen dan adanya *residual loss* (Jensen dan Meckling, 1976). Hal tersebut terjadi karena adanya penyimpangan antara keputusan yang diambil agen dan keputusan yang dapat menimbulkan kerugian atau pengurangan kesejahteraan prinsipal, nilai uang tersebut timbul dari adanya penyimpangan yang disebut *residual cost* (Jensen dan Meckling, 1976). Konsep *corporate governance* timbul karena adanya keterbatasan dari teori keagenan dalam mengatasi masalah keagenan (Ariyoto, dkk., 2000). Secara keseluruhan konsep *corporate governance* timbul sebagai upaya untuk mengendalikan atau mengatasi perilaku manajemen yang mementingkan diri sendiri. *Corporate governance* menciptakan mekanisme dan alat kontrol untuk memungkinkan terciptanya sistem pembagian keuntungan dan kekayaan yang seimbang bagi *stakeholder* dan menciptakan efisiensi bagi perusahaan. Perusahaan

cenderung bergantung pada modal dari pihak eksternal untuk membiayai kegiatan operasionalnya.

Perusahaan perlu meyakinkan pihak penyandang dana eksternal bahwa investasi mereka digunakan secara tepat dan efisien. Manajemen juga memastikan bahwa manajemen bertindak terbaik untuk kepentingan perusahaan. Kepastian seperti itu diberikan oleh sistem *corporate governance*. Sistem *corporate governance* yang baik memberikan perlindungan efektif kepada pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi. *Corporate governance* merupakan pedoman bagi manajer untuk mengelola perusahaan secara *best practice*. Manajer akan membuat keputusan keuangan yang dapat menguntungkan semua pihak (*stakeholder*). Manajer bekerja secara efektif dan efisien sehingga dapat menurunkan biaya modal dan mampu meminimalkan risiko. Usaha tersebut diharapkan menghasilkan *profitabilitas* yang tinggi. Investor akan memperoleh pendapatan (*return*) sesuai dengan harapan. Laba per saham meningkat sehingga saham perusahaan banyak diminati oleh investor. Perusahaan mampu mengelola dan memberikan *return* atas dana yang telah mereka investasikan. Investor menganggap bahwa perusahaan memiliki kinerja baik. Sehingga persepsi investor tentang prospek perusahaan dimasa mendatang akan meningkat. Hal ini akan mengakibatkan nilai perusahaan meningkat.

### **Teori Substitusi**

La porta *et al.* (2000) menyatakan bahwa ada dua teori yang menunjukkan hubungan antara tingkat pelaksanaan *corporate governance* dan pembagian dividen, yaitu teori *outcome* dan teori substitusi. Teori substitusi menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki praktik *corporate governance* yang buruk akan berusaha memperbaiki citranya dengan memberikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham. Hal tersebut akan meningkatkan profil serta nilai perusahaan mereka di kalangan investor. Teori ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Jiraporn dan Ning (2006) dan Renneboog dan Szilagyi (2008).

### **Teori Outcome**

La porta *et al.* (2000) menyatakan bahwa ada dua teori yang menunjukkan hubungan antara tingkat pelaksanaan *corporate governance* dan pembagian dividen, yaitu teori *outcome* dan teori substitusi. Teori *outcome* yang berargumen bahwa pelaksanaan *corporate governance* yang baik akan berimbas pada kesejahteraan bagi pemegang saham. Semakin baik pelaksanaan *corporate governance* maka akan semakin tinggi kesejahteraan pemilik saham. Penelitian yang sejalan dengan teori ini antara lain La Porta *et al.* (2000), Mitton (2004), Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007).

### **Pengembangan Hipotesis**

#### **Pengaruh *Corporate governance* terhadap Kebijakan Dividen**

Menurut Santoso (2008) tata kelola perusahaan yang baik yang merupakan bentuk dari perlindungan investor terhadap rasio pembayaran dividen. Teori keagenan menjelaskan bahwa dengan adanya *corporate governance* berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa pemegang saham akan menerima *return* atas dana yang telah diinvestasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan dan tidak akan melakukan ekspropriasi yang tidak menguntungkan terhadap dana yang telah ditanamkan oleh investor (Shleifer dan Vishny, 1989 dalam Darmawati 2005). Hal ini sependapat dengan Septianti dalam Lesmana (2006) yang mengemukakan bahwa proteksi hukum terhadap investor dimaksudkan untuk melindungi pemegang saham minoritas dari *expropriation* yang dilakukan oleh manajer akibat kendali yang

dimiliki oleh pemegang saham mayoritas sebagai wujud pelaksanaan prinsip *independency* dan *fairness* dalam *corporate governance*. Hal ini sependapat dengan Santoso (2008) yang menyebutkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik sebagai bentuk dari perlindungan investor sehingga membuat investor yang merasa terproteksi akan bersedia mendapatkan dividen yang lebih rendah dan laba perusahaan dapat digunakan untuk reinvestasi. Gugler (2003) yang menyatakan bahwa *corporate governance* sebagai penentu besarnya kebijakan dividen. Perusahaan yang melaksanakan *corporate governance* dapat mendatangkan pertambahan yang signifikan untuk *dividend to cash flow ratio* (Kowalewski *et al*, 2007). Hal ini juga sejalan dengan Jiraporn, *et al* (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik akan membayarkan dividen yang lebih besar. Namun pada penelitian Black, *et al* (dalam Siallagan & Machfoedz, 2007) dimana tidak ditemukannya bukti bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang baik lebih menguntungkan atau membayar dividen yang lebih tinggi.

**H1:** Terdapat pengaruh antara *corporate governance* terhadap kebijakan dividen

### **Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan**

Teori keagenan mengemukakan jika antara pihak prinsipal (pemilik) dan agen (manajer) memiliki kepentingan yang berbeda, muncul konflik yang dinamakan konflik keagenan (*agency conflict*). Pemisahan fungsi antara pemilik dan manajemen ini memiliki dampak negatif yaitu keleluasaan manajemen (pengelola) perusahaan untuk memaksimalkan laba. Hal ini akan mengarah pada proses memaksimalkan kepentingan manajemen sendiri (Hastuti, 2005). Konflik keagenan yang mengakibatkan adanya sifat *opportunistic* manajemen akan mengakibatkan rendahnya kualitas laba. Rendahnya kualitas laba akan dapat membuat kesalahan pembuatan keputusan kepada para pemakainya seperti para investor dan kreditor sehingga nilai perusahaan akan berkurang (Herawaty, 2008). Permasalahan agensi akan mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik apabila pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan *resources* perusahaan.

Dalam pembahasan sebelumnya dijelaskan bahwa prinsip-prinsip *corporate governance* terdiri dari: (1) keadilan, (2) transparansi, (3) akuntabilitas, dan (4) pertanggungjawaban. Menurut Utama (2003) dalam Herawaty (2008) prinsip-prinsip CG yang diterapkan memberikan manfaat diantaranya yaitu: (1) meminimalkan *agency cost* dengan mengontrol konflik kepentingan yang mungkin terjadi antara prinsipal dengan agen, (2) meminimalkan *cost of capital* dengan menciptakan sinyal positif kepada para penyedia modal, (3) meningkatkan citra perusahaan, (4) meningkatkan nilai perusahaan yang dapat dilihat dari *cost of capital* yang rendah, dan (5) peningkatan kinerja keuangan dan persepsi *stakeholder* terhadap masa depan perusahaan yang lebih baik.

Penelitian Black *et al.* (2003) membuktikan bahwa *CG index* menjadi salah satu faktor yang dapat menjelaskan nilai pasar perusahaan. Hasil penelitian Johnson *et al.* (2000) memberikan bukti bahwa rendahnya kualitas CG berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara bersangkutan. Silveira dan Barros (2006) juga menemukan adanya pengaruh signifikan CG terhadap nilai pasar perusahaan. Iskandar, dkk. (1999) dalam Hastuti (2005) menyatakan bahwa *corporate governance* merujuk pada kerangka aturan dan peraturan yang memungkinkan *stakeholders* untuk membuat perusahaan memaksimalkan nilai dan untuk memperoleh *return*. Dengan demikian, dengan adanya penerapan *good corporate governance* dalam perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

**H2:** CG berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan**

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan. Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham sebagai dividen kas atau disimpan dalam bentuk laba ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan (Brigham dan Houston, 2003). Rasio pembayaran dividen (*divident payout ratio*) akan menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibagi kepada pemegang saham biasa dalam bentuk dividen kas.

Dividen harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan, dividen mungkin kecil karena lebih memusatkan kegiatan menumpuk dana, akan tetapi pada saat sudah berada pada masa *maturity* (penerimaan yang diperoleh sudah cukup besar), sementara kebutuhan pemupukan dana tidak begitu besar, maka dividen yang dibayarkan dapat diperbesar. Dengan membayarkan dividen secara wajar, maka perusahaan dapat membantu menarik para investor untuk mencari dividen dan hal ini dapat membantu memelihara nilai perusahaan. Hasil yang diharapkan oleh para investor adalah berupa dividen dan kenaikan nilai saham. Oleh karena itu, dengan membayarkan dividen kepada para pemegang saham akan menaikkan nilai perusahaan (Gitosudarmo & Basri, 2000) Fama dan French (1998) dalam menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan dimasa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Bandi (2010) menemukan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan secara positif.

**H3 :** Kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Deviden sebagai Variabel Intervening Dalam Hubungan Corporate Governance dan Nilai Perusahaan**

Dalam perspektif teori agensi, agen yang *risk adverse* dan cenderung mementingkan dirinya sendiri akan mengalokasikan *resources* dari investasi yang tidak meningkatkan nilai perusahaan ke alternatif investasi yang lebih menguntungkan. Permasalahan agensi akan mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik apabila pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan *resources* perusahaan, baik dalam bentuk investasi yang tidak layak maupun dalam bentuk *shirking*. *Corporate governance* merupakan suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada para pemegang saham. Dengan demikian, penerapan *good corporate governance* dipercaya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Silveira dan Barros (2006) meneliti pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap nilai pasar atas 154 perusahaan Brazil yang terdaftar di bursa efek pada tahun 2002. Mereka membuat suatu *governance index* sebagai ukuran atas kualitas *corporate governance*. Sedangkan ukuran untuk *market value* perusahaan adalah dengan menggunakan dua variabel yaitu Tobin's Q dan PBV. Temuan yang diperoleh menunjukkan adanya pengaruh kualitas *corporate governance* yang positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Black, Jang, and Kim (2005) membuktikan bahwa *corporate governance index* secara keseluruhan merupakan hal penting dan menjadi salah satu faktor penyebab yang dapat menjelaskan nilai pasar bagi perusahaan-perusahaan independen di Korea. Johnson *et al* (2000) memberikan bukti bahwa rendahnya kualitas *corporate governace* dalam suatu negara berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara bersangkutan pada masa krisis di Asia.

Klapper dan Love (2002) menemukan adanya hubungan positif antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on asets (ROA)* dan *Tobin's Q*. Penemuan penting lainnya adalah bahwa penerapan *corporate governance* di tingkat



perusahaan lebih memiliki arti dalam negara berkembang dibandingkan dalam negara maju. Namun penelitian tersebut berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Doddy Setiawan and Lian Kee Phua (2013), dalam penelitiannya mereka menjelaskan bahwa penerapan *corporate governance* di Indonesia masih rendah. Perusahaan yang memiliki *corporate governance* yang rendah akan mengkompensasikan kebijakan dividen yang tinggi untuk mengangkat profil dan nilai perusahaan di mata investor agar investor tertarik untuk berinvestasi. Hal ini bisa terjadi karena kebijakan dividen dianggap merupakan hal yang penting dalam mencerminkan prospek masa depan sebuah perusahaan di mata investor.

Pernyataan ini didukung oleh penelitian yang diuji oleh Knyazeva (2007) menyatakan bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap perilaku pembayaran dividen. Dalam penelitiannya, semakin buruk praktik *corporate governance* maka akan semakin besar tekanan dari pemilik saham untuk meminta hak dividen mereka. Knyazeva (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai skor *corporate governance* yang rendah akan meningkatkan pembayaran dividen mereka. Dari literatur diatas dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

**H4** : Kebijakan dividen mengintervening hubungan antara CG dengan nilai perusahaan

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah 36 perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI periode 2009-2013. Peneliti menggunakan metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* dengan kriteria pengambilan sampel dalam yaitu perusahaan sektor perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2009- 2013 dan perusahaan menyajikan laporan tahunan secara berturut-turut, rutin dan konsisten selama tahun 2009-2013.

### Pengukuran Variabel

#### Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan adalah nilai perusahaan yang diproksikan oleh *Price to Book Value (PBV)*. Nilai perusahaan juga dapat diproksikan dengan Tobin's Q. Namun penelitian ini tidak menggunakan Tobin's Q karena Tobin's Q dalam pengukurannya menggunakan persediaan, sedangkan keberadaan persediaan dalam perbankan masih menjadi perdebatan. PBV (*Price to Book Value*) merupakan perbandingan antara harga pasar penutupan dari saham perusahaan yang bersangkutan pada akhir tahun dengan nilai buku saham (Hardiningsih, 2009). Nilai buku per lembar saham dihitung dengan membagi total ekuitas dengan jumlah lembar saham beredar. Berdasarkan perbandingan harga pasar dengan nilai buku tersebut dapat diketahui harga pasar saham suatu perusahaan berada di atas atau dibawah nilai bukunya (Mega, 2010). Perubahan nilai perusahaan dapat dianggap sebagai perubahan dalam rasio antara harga pasar saham dan nilai buku mereka dimana rasio lebih besar dari satu memiliki arti bahwa perusahaan memiliki nilai tambah dan rasio lebih kecil dari satu menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki nilai tambah (Agrawal., Monem dan Ariff, 1996). Nilai PBV (*Price to Book Value*) yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan (Ayuningtias, 2013). Agrawal *et al* (1996) juga menganggap PBV (*Price to Book Value*) sebagai model penilaian yang valid untuk menilai nilai perusahaan, karena PBV (*Price to Book Value*) memiliki informasi sebagai dasar pembuatan strategi investasi. Penelitian terdahulu yang menggunakan PBV (*Price to Book Value*) sebagai proksi nilai perusahaan yaitu penelitian Ibrahim dan Raharja (2012) serta Juriani dan Rahardjo (2013).

Berikut adalah rumus PBV(*Price to Book Value*) sesuai dengan penelitian Wabwile *et al.* (2014):

$$PBV = \frac{\text{Harga pasar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

### Variabel Independen

Variabel independen yaitu variabel yang menjadi sebab terjadinya atau terpengaruhinya variabel terikat. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Corporate Governance* yang diukur dengan menggunakan 32 item *Transparency and Disclosure Index* (TDI) (Kowalewski *et al*, 2007) yang terdiri dari:

1. 13 item tentang struktur dan prosedur dewan komisaris (TDI-Board),
2. 13 item tentang pengungkapan hal-hal penting suatu perusahaan (TDI-Disclosure),
3. 6 item tentang kondisi pemegang saham di dalam perusahaan (TDI-Shareholders).

Penelitian ini menggunakan pendekatan *disclosure scoring* atau yang disebut *dichotomous*, yaitu jika sebuah perusahaan mengungkapkan item yang terdapat dalam daftar, maka diberi nilai 1 dan 0 jika tidak mengungkapkan (Cooke, 1989). Item-item dalam *Transparency and Disclosure Index* (TDI) ada pada lampiran di akhir penelitian ini. Selain melakukan penghitungan terhadap *score Transparency and Disclosure Index* (TDI) peneliti melakukan penilaian untuk mengetahui baik buruknya penerapan *Corporate Governance* dengan mengkategorikan nilai *Transparency and Disclosure Index* (TDI) kedalam kriteria pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yaitu :

**Tabel 1. Kategori nilai *Transparency and Disclosure Index* (TDI) kedalam kriteria pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI)**

Kriteria	CGPI	TDI
Sangat Terpercaya	85 – 100	27 - 32
Terpercaya	70 – 84	22 - 26
Cukup Terpercaya	55 -69	17 - 21

Apabila nilai *Transparency and Disclosure Index* (TDI) masuk dalam kategori sangat terpercaya dan terpercaya, artinya penerapan *Corporate Governance* pada perbankan di Indonesia baik, sedangkan jika masuk kedalam kategori cukup terpercaya, artinya penerapan *Corporate Governance* pada perbankan di Indonesia buruk.

### Variabel Intervening

Penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Kebijakan dividen diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR). DPR dihitung dengan membandingkan *dividend per share* terhadap *earning per share* (Amidu dan Abor, 2006).

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

### Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga hubungan variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi faktor luar yang tidak diteliti (Sugiyono, 2008). Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *profitabilitas* dan pertumbuhan perusahaan.

#### a. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan manajemen untuk memperoleh laba. Untuk mengukur tingkat profitabilitas, peneliti menggunakan *Return On Asset* (ROA) sebagai proksi profitabilitas dengan skala pengukuran berupa rasio. *Return On Asset* (ROA) yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen bank dalam memperoleh keuntungan (laba) secara keseluruhan (Yuliani, 2007). Rumus ROA sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

#### b. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan adalah salah satu tujuan yang sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal suatu perusahaan karena memberikan suatu dampak yang baik bagi perusahaan maupun pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan yaitu investor, kreditur dan pemegang saham. Pertumbuhan perusahaan merupakan dampak dari arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha, (Helfert, 1997).

Sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda bahwa perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan mereka mengharapkan *rate of return* (tingkat pengembalian) dari investasi mereka memberikan hasil yang lebih baik. Sedangkan bagi pihak internal sendiri pertumbuhan perusahaan yang positif menandakan bahwa kelangsungan hidup perusahaan tetap terjamin. Dalam penelitian ini, pertumbuhan perusahaan dihitung dengan rumus sebagai berikut (Badhuri, 2002):

$$Growth = \frac{\text{Total Asset } t - \text{Total Asset } t-1}{\text{Total Asset } t-1} \times 100$$

### Model Penelitian

Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan beberapa model yang berbeda. Untuk menguji hipotesis pertama sampai ke tiga, digunakan analisis regresi dengan menggunakan model regresi sebagai berikut:

$$DPR = \beta_0 + \beta_1 TDI + \beta_2 ROA + \beta_3 Growth + e \dots \dots \dots \text{model 1}$$

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 TDI + e \dots \dots \dots \text{model 2}$$

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 TDI + \beta_2 DPR + e \dots \dots \dots \text{model 3}$$

Keterangan:

PBV = *Price to Book Value* proksi dari nilai perusahaan

$\alpha$  = Konstanta persamaan regresi

$\beta_{1-3}$  = Koefisien variabel independen

DPR = *Dividend Payout Ratio* proksi dari kebijakan dividen

TDI = *Transparency and Disclosure Index* proksi dari *corporate governance*

ROA = *Return On Asset* proksi dari *profitabilitas*

Growth = Pertumbuhan perusahaan

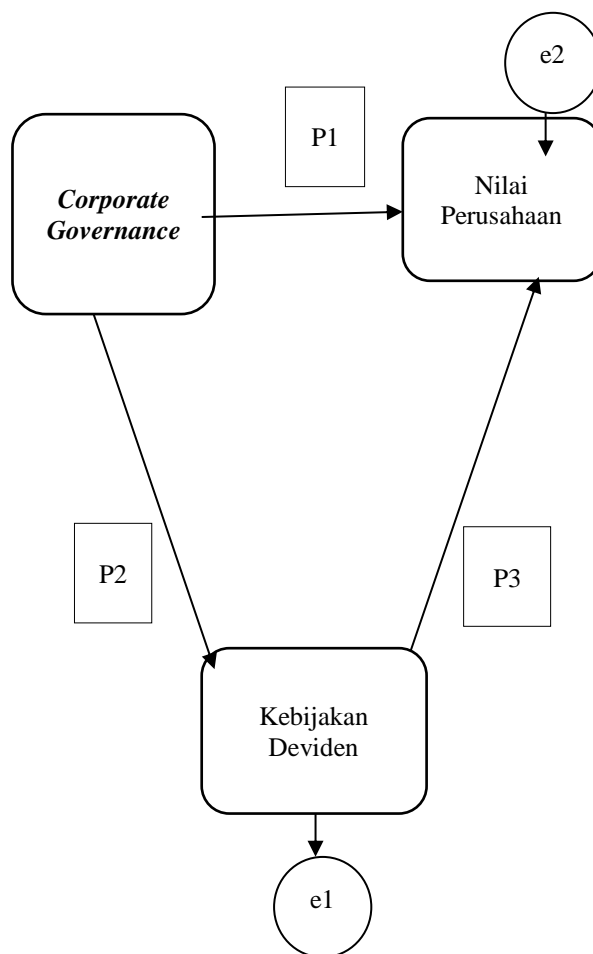
e = Standar error

**Analisis Jalur (*Path Analysis*)**

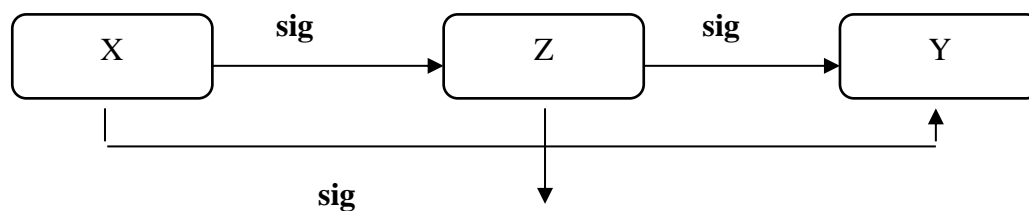
pengujian hipotesis keempat menggunakan model analisis jalur. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda, atau analisis jalur adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (*model kausal*) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori. Analisis jalur sendiri tidak dapat menentukan hubungan sebab-akibat dan juga tidak dapat digunakan sebagai substitusi bagi peneliti untuk melihat hubungan kausalitas antar variabel. Hubungan kausalitas antar variabel telah dibentuk oleh model berdasarkan landasan teoritis (Ghazali, 2011).

Analisis jalur dengan menentukan pola hubungan antara tiga atau lebih variabel dan tidak digunakan untuk mengkonfirmasi atau menolak hipotesis kausalitas imajiner (Ghozali, 2011). Menurut Baron dan Kenny (1986) dalam Ghozali (2011) suatu variabel disebut mediator jika variabel tersebut ikut mempengaruhi hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Nilai koefisien analisis jalur tersebut dapat dihitung dengan menggunakan analisis regresi berganda yang dirumuskan sebagai berikut :

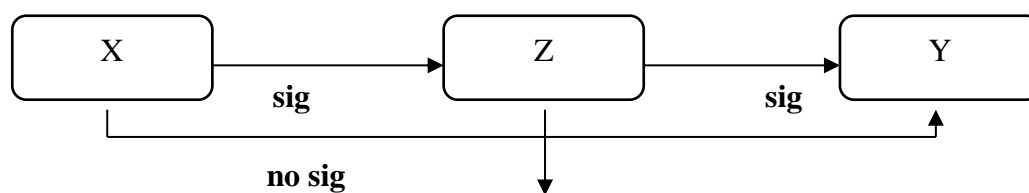
$$PBV = \beta_0 + \beta_1TDI + \beta_2DPR + e$$



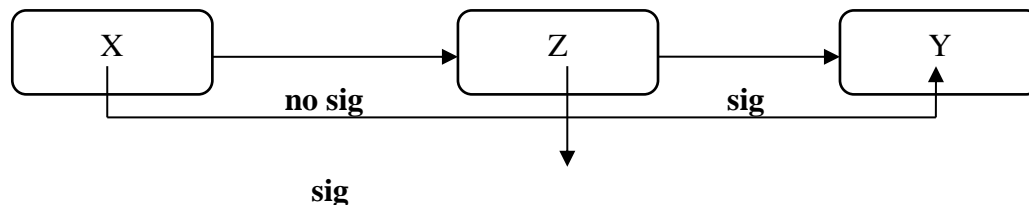
**Gambar 1. Analisis Jalur *Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Deviden**



Variabel Setengah Mediasi



Variabel Mediasi Penuh



Bukan Variabel Mediasi

Sumber : Sudyatno (2010)

**Gambar 2. Analisis Pengaruh Mediasi Secara Penuh dan Parsial**

Penjelasan:

- Jika X signifikan terhadap Z dan hipotesis diterima, dan Z signifikan terhadap Y dan hipotesis diterima, serta X signifikan terhadap Z dan hipotesis diterima, maka variabel Z merupakan variabel setengah mediasi.
- Jika X signifikan terhadap Z dan hipotesis diterima, dan Z signifikan terhadap Y dan hipotesis diterima, sedangkan X tidak signifikan terhadap Y, maka Z merupakan variabel mediasi penuh.
- Jika X tidak signifikan terhadap Z, dan Z signifikan terhadap Y dan hipotesis diterima, maka variabel Z bukan variabel mediasi.

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Setelah melakukan pengujian statistik deskriptif, pengujian asumsi klasik dan *Goodness of Fit* (semua lolos uji) langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian hipotesis. Model regresi yang digunakan dalam pengujian hipotesis adalah model regresi berganda (*multiple regression*) (Ghazali, 2006).

### Model Satu

Model pertama digunakan untuk menunjukkan pengujian hipotesis pertama yaitu menguji pengaruh dari CG terhadap kebijakan dividen. Adapun hasil penelitian model satu sebagai berikut:

Tabel 2

Model	Prediction sign	B	t-statistics	Sig.
Constant		1,619	1,658	0,102
CG	-	-5,059	-3,173	0,002
GROWTH	-	-0,010	-2,398	0,019
ROA	+	0,183	3,003	0,004

Dependent Variabel : LnDPR

Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa variabel *Corporate Governance* (CG) dan pertumbuhan perusahaan (*Growth*) memiliki koefisien regresi dengan arah negatif. Hasil ini menunjukkan bahwa penelitian ini mengkonfirmasi bahwa teori substitusi yang terdukung untuk menjelaskan hubungan antara CG dengan kebijakan dividen pada sektor perbankan di Indonesia. Sedangkan variabel *profitabilitas* (ROA) memiliki koefisien regresi dengan arah positif. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan *Corporate Governance* (CG) dan pertumbuhan perusahaan (*Growth*) yang rendah akan meningkatkan kebijakan dividen. Sedangkan perusahaan dengan *profitabilitas* (ROA) yang tinggi akan menaikkan nilai perusahaan.

### Model Kedua

Model kedua digunakan untuk menguji hipotesis ke dua. Adapun hasil penelitian model sebagai berikut:

Tabel 3

Model	Prediction sign	B	t-statistics	Sig.
Constant		-1,876	-1,744	0,089
SQRTCG1	+	3,884	2,243	0,031

Dependent Variabel : SQRTPBV1

Berdasarkan tabel Tabel 3 dapat diketahui bahwa variabel *Corporate Governance* (CG) memiliki koefisien regresi dengan arah positif. Hal ini berarti perusahaan dengan *Corporate Governance* (CG) yang tinggi akan menaikkan nilai perusahaan.

### Model Ketiga

Model ketiga digunakan untuk menguji hipotesis ketiga. Adapun hasil penelitian model sebagai berikut:

Tabel 4

Model	Prediction sign	B	t-statistics	Sig.
-------	-----------------	---	--------------	------

Constant		2,361	3.648	0,000
LNCG	+	2,686	2,243	0,028
LNDPR	+	0,365	2,666	0,009

Dependent Variabel : LNPNBV

Berdasarkan tabel Tabel 4 dapat diketahui bahwa variabel *Corporate Governance* (CG) dan kebijakan deviden (DPR) memiliki koefisien regresi dengan arah positif. Hal ini berarti perusahaan dengan *Corporate Governance* (CG) dan kebijakan deviden (DPR) yang tinggi akan menaikkan nilai perusahaan.

#### Pengujian hipotesis keempat dengan analisis Jalur

$$\text{LnDPR} = 1.619 - 5,059 \text{ CG} - 0,010 \text{ GROWTH} + 0,183 \text{ ROA} + \varepsilon \dots (1)$$

$$\text{SQRTPBV1} = -1,876 + 3,884 \text{ SQRTCG1} + \varepsilon \dots (2)$$

$$\text{LNPNBV} = 2,361 + 2,686 \text{ LNCG} + 0,365 \text{ LNDPR} + \varepsilon \dots (3)$$

Keterkaitan antara *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden dijelaskan sebagai berikut :

*Unstandardized coefficients* pada persamaan model satu, variabel *Corporate Governance* terhadap kebijakan deviden sebesar - 5.509 dengan signifikansi 0.002, berarti terdapat pengaruh yang signifikan antara *Corporate Governance* terhadap kebijakan deviden. *Unstandardized coefficients* persamaan model dua, variabel *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan sebesar 3.884 dengan signifikansi 0.031 yang berarti terdapat pengaruh yang signifikan antara *Corporate Governance* dan nilai perusahaan. *Unstandardized coefficients* persamaan model tiga, variabel *Corporate Governance* dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan sebesar 2.243 dan 2.666 dengan signifikansi 0.028 dan 0.009 yang berarti terdapat pengaruh yang signifikan antara *Corporate Governance* dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

Besarnya nilai  $e_1 = \sqrt{1-R^2} = \sqrt{1-0.191^2} = 0.981$  sementara nilai  $e_2 = \sqrt{1-R^2} = \sqrt{1-0.117^2} = 0.993$ . Berdasarkan hasil pada *unstandardized coefficients* maka dapat dibuat model hasil analisis jalur sebagai berikut:

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa *Corporate Governance* berpengaruh secara langsung ke nilai perusahaan, akan tetapi *Corporate Governance* memiliki pengaruh tidak langsung secara signifikan ke nilai perusahaan melalui kebijakan deviden (sebagai intervening). Maka dapat disimpulkan bahwa terjadi mediasi setengah (*partial mediation*) antara hubungan *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening.

#### Pembahasan

##### Pengaruh *Corporate Governance* terhadap kebijakan deviden

Berdasarkan pengujian yang dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Corporate Governance* (CG) memiliki pengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan karena t hitung -5.059 lebih besar dari t tabel 1,976 dengan tingkat signifikansi 0,002 lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$ . Dengan demikian, hasil penelitian ini membuktikan bahwa penerapan *Corporate Governance* (CG) perusahaan perbankan di Indonesia masih rendah. Hal ini menunjukkan bahwa semakin rendahnya penerapan *Corporate Governance* (CG) berpengaruh dalam meningkatkan kebijakan deviden. Dengan demikian mengkonfirmasi keberlakuan teori substitusi yaitu perusahaan yang memiliki praktik *Corporate Governance* yang buruk akan berusaha memperbaiki citranya dengan memberikan deviden yang tinggi kepada pemegang

saham. Hal tersebut akan meningkatkan profil serta nilai perusahaan mereka di kalangan investor. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jiraporn dan Ning (2006) dan Renneboog dan Szilagyi (2008).

Namun, hasil penelitian ini inkonsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan La Porta *et al.* (2000), Mitton (2004), Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) yang mengkonfirmasi teori *outcome* dalam hubungan *Corporate Governance* dengan kebijakan deviden. Teori *outcome* yang berargumen bahwa pelaksanaan *Corporate Governance* yang baik akan berimbas pada kesejahteraan bagi pemegang saham. Semakin baik pelaksanaan *Corporate Governance* maka akan semakin tinggi kesejahteraan pemilik saham.

### **Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan pengujian yang dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Corporate Governance* (CG) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan karena  $t$  hitung 2.243 lebih besar dari  $t$  tabel 1,976 dengan tingkat signifikansi 0,031 lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$ . Dengan demikian, hasil penelitian ini membuktikan bahwa penerapan *Corporate Governance* (CG) berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori keagenan mengemukakan jika antara pihak prinsipal (pemilik) dan agen (manajer) memiliki kepentingan yang berbeda, muncul konflik yang dinamakan konflik keagenan (*agency conflict*). Pemisahan fungsi antara pemilik dan manajemen ini memiliki dampak negatif yaitu keleluasaan manajemen (pengelola) perusahaan untuk memaksimalkan laba. Hal ini akan mengarah pada proses memaksimalkan kepentingan manajemen sendiri (Hastuti, 2005).

Konflik keagenan yang mengakibatkan adanya sifat *opportunistic* manajemen akan mengakibatkan rendahnya kualitas laba. Rendahnya kualitas laba akan dapat membuat kesalahan pembuatan keputusan kepada para pemakainya seperti para investor dan kreditor sehingga nilai perusahaan akan berkurang (Herawaty, 2008). Permasalahan agensi akan mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik apabila pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan *resources* perusahaan.

Dalam pembahasan sebelumnya dijelaskan bahwa prinsip-prinsip *Corporate Governance* terdiri dari: (1) keadilan, (2) transparansi, (3) akuntabilitas, dan (4) pertanggungjawaban. Menurut Utama (2003) dalam Herawaty (2008) prinsip-prinsip CG yang diterapkan memberikan manfaat diantaranya yaitu: (1) meminimalkan *agency cost* dengan mengontrol konflik kepentingan yang mungkin terjadi antara prinsipal dengan agen, (2) meminimalkan *cost of capital* dengan menciptakan sinyal positif kepada para penyedia modal, (3) meningkatkan citra perusahaan, (4) meningkatkan nilai perusahaan yang dapat dilihat dari *cost of capital* yang rendah, dan (5) peningkatan kinerja keuangan dan persepsi *stakeholder* terhadap masa depan perusahaan yang lebih baik.

Penelitian Black *et al.* (2003) membuktikan bahwa *CG index* menjadi salah satu faktor yang dapat menjelaskan nilai pasar perusahaan. Hasil penelitian Johnson *et al.* (2000) memberikan bukti bahwa rendahnya kualitas CG berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara bersangkutan. Silveira dan Barros (2006) juga menemukan adanya pengaruh signifikan CG terhadap nilai pasar perusahaan. Iskandar, dkk. (1999) dalam Hastuti (2005) menyatakan bahwa *Corporate Governance* merujuk pada kerangka aturan dan peraturan yang memungkinkan *stakeholders* untuk membuat perusahaan memaksimalkan nilai dan untuk memperoleh *return*.

### **Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan pengujian yang dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan deviden memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan karena  $t$



hitung 2.666 lebih besar dari t tabel 1,976 dengan tingkat signifikansi 0,009 lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$ . Dengan demikian, hasil penelitian ini membuktikan bahwa penerapan kebijakan deviden (CG) berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh Teori *Signalling* dari Modigliani dan Miller menjelaskan tentang hubungan antara pengeluaran investasi dan juga nilai perusahaan, dimana pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005). Keputusan pendanaan merupakan dapat diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan perusahaan. Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Setiap perusahaan akan mengharapkan adanya struktur modal optimal, yaitu struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Apabila perusahaan membagikan dividen maka tingkat pertumbuhan akan berkurang. Disisi lain apabila perusahaan tidak membagikan dividen maka pasar akan memberikan sinyal negatif kepada prospek perusahaan (Aharony dan Swary, 1980 dalam Sartono dan Prasentyana, 2005). Hal ini karena kebijakan dividen berupa besarnya *cash dividend* yang dibayarkan kepada pemegang saham berfungsi sebagai sarana untuk memberi sinyal kepada para investor tentang prospek kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Jika dilihat dari sudut pandang investor, pembagian dividen berfungsi untuk mengetahui seberapa besar investasi yang mereka lakukan di suatu perusahaan mampu menghasilkan keuntungan.

Keputusan manajemen perusahaan untuk membagikan dividen berkaitan dengan seberapa kuat perusahaan tersebut menghasilkan laba. Jika suatu perusahaan mampu menghasilkan laba dalam jumlah yang besar, maka secara teori kemampuan perusahaan untuk membagikan deviden juga semakin besar. Hal tersebut memberikan gambaran bahwa masa depan perbankan akan cukup menjanjikan seiring dengan tingkat profitabilitas perbankan yang semakin baik. Oleh karena itu, dividen akan menjadi daya tarik bagi investor untuk berinvestasi di suatu perbankan yang secara langsung akan menambah nilai perusahaan.

### **Kebijakan Dividen mengintervening hubungan antara Corporate Governance dengan Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil analisis jalur menunjukan bahwa *Corporate Governance* berpengaruh secara langsung ke nilai perusahaan, akan tetapi *Corporate Governance* memiliki pengaruh tidak langsung secara signifikan ke nilai perusahaan melalui kebijakan deviden (sebagai intervening). Maka dapat disimpulkan bahwa terjadi mediasi setengah (*partial mediation*) antara hubungan *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening.

Hal ini didukung dengan *Bird in The Hands Theory* dari Lintner (1962), Gordon (1963), dan Bhattacharya (1979) menjelaskan bahwa investor menyukai pendapatan dividen yang tinggi karena pendapatan dividen yang diterima seperti burung di tangan (*bird in the hand*) yang mempunyai nilai yang lebih tinggi dan risiko yang kecil daripada pendapatan modal (*bird in the bush*) karena dividen lebih pasti dari pendapatan modal. Teori ini juga berpendapat bahwa investor menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Peningkatan dividen akan meningkatkan harga saham yang akan berdampak pula pada nilai perusahaan.

### SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Corporate Governance* (CG) memiliki pengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Didukung dengan penelitian Black *et al.* (2003) membuktikan bahwa *CG index* menjadi salah satu faktor yang dapat menjelaskan nilai pasar perusahaan. Hasil penelitian Johnson *et al.* (2000) memberikan bukti bahwa rendahnya kualitas CG berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara bersangkutan. Silveira dan Barros (2006) juga menemukan adanya pengaruh signifikan CG terhadap nilai pasar perusahaan. Iskandar, dkk. (1999) dalam Hastuti (2005) menyatakan bahwa *Corporate Governance* merujuk pada kerangka aturan dan peraturan yang memungkinkan *stakeholders* untuk membuat perusahaan memaksimalkan nilai dan untuk memperoleh *return*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin rendahnya penerapan *Corporate Governance* (CG) berpengaruh dalam meningkatkan kebijakan deviden. Dengan demikian mengkonfirmasi keberlakuan teori substitusi yaitu perusahaan yang memiliki praktik *Corporate Governance* yang buruk akan berusaha memperbaiki citranya dengan memberikan deviden yang tinggi kepada pemegang saham. Hal tersebut akan meningkatkan profil serta nilai perusahaan mereka di kalangan investor.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Corporate Governance* (CG) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Didukung oleh penelitian Black *et al.* (2003) membuktikan bahwa *CG index* menjadi salah satu faktor yang dapat menjelaskan nilai pasar perusahaan. Hasil penelitian Johnson *et al.* (2000) memberikan bukti bahwa rendahnya kualitas CG berdampak negatif pada pasar saham dan nilai tukar mata uang negara bersangkutan. Silveira dan Barros (2006) juga menemukan adanya pengaruh signifikan CG terhadap nilai pasar perusahaan. Iskandar, dkk. (1999) dalam Hastuti (2005) menyatakan bahwa *Corporate Governance* merujuk pada kerangka aturan dan peraturan yang memungkinkan *stakeholders* untuk membuat perusahaan memaksimalkan nilai dan untuk memperoleh *return*.
3. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan deviden memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Keputusan manajemen perusahaan untuk membagikan deviden berkaitan dengan seberapa kuat perusahaan tersebut menghasilkan laba. Jika suatu perusahaan mampu menghasilkan laba dalam jumlah yang besar, maka secara teori kemampuan perusahaan untuk membagikan deviden juga semakin besar. Hal tersebut memberikan gambaran bahwa masa depan perbankan akan cukup menjanjikan seiring dengan tingkat profitabilitas perbankan yang semakin baik. Oleh karena itu, deviden akan menjadi daya tarik bagi investor untuk berinvestasi di suatu perbankan yang secara langsung akan menambah nilai perusahaan.
4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan deviden mengintervening hubungan antara *Corporate Governance* dengan nilai perusahaan. Karena investor menyukai deviden karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya deviden yang dibagikan. Peningkatan deviden akan meningkatkan harga saham yang akan berdampak pula pada nilai perusahaan.

#### Keterbatasan Dan Saran

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan penelitian yang mungkin dapat melemahkan hasilnya. Beberapa keterbatasan dan kelemahan tersebut adalah:

1. Penelitian ini masih mengadopi *Tranparancy and Disclosure Index* (TDI) dari penelitian Kowalewski *et al* (2007) sehingga penelitian ini masih belum dapat memberikan kontribusi item-item dalam framework *Tranparancy and Di sclosure Index* (TDI)
2. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan perbankan sebagai sampel penelitian  
Penelitian ini menyarankan kepada para peneliti selanjutnya untuk mengkaji lebih dalam tentang faktor-faktor yang dianggap berpengaruh terhadap implementasi *Corporate Governance*

## DAFTAR PUSTAKA

- Agnes. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Universitas Negeri Padang* [Vol 2, No 01](#)
- Baker, H.K. and Powell, G.E. (2012), "Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives", *Journal of Asia Business Studies*, Vol. 6 No. 1, pp. 79-92.
- Christiawan, Yulius Jogi, dan Josua Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Utang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 9, No. 1, Mei 2007:1-8.
- Claessens, S. and Yurtoglu, B.B. (2013), "Corporate governance in emerging markets: a survey", *Emerging Markets Review*, Vol. 15, pp. 1-33.
- Damodaran, Aswath. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques For Determining the value of Any Asset 2<sup>nd</sup> edition*. New York: Jhon Wiley & Sons Inc
- Fama, Eugene F. 1978. The Effect Of Firm Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders. *The American Economics Review* Vol. 68 No. 3 (Jun 1978) 272-284
- Fama Eugene F dan French, Kenneth R. 1998. Value versus Growth: The International Evidence. *The Journal of Finance* Vol 53 No 6 pp 1975-1999
- Fenandar Ibrahim, G dan Surya R (2012). "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan" *Diponegoro Journal Of Accounting*, Vol.3 No.2
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam, dan Anis Chariri. 2007. *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gugler, K. (2003), "Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27 No. 7, pp. 1297-1321.
- Gugler, K. and Yurtoglu, B.B. (2003), "Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany", *European Economic Review*, Vol. 47 No. 4, pp. 731-758.
- Herawaty, V (2007) "Peran Praktek *Corporate Governance* Sebagai Moderating Variabel Dari Pengaruh *Earnings Management* Terhadap Nilai Perusahaan"
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- Jiraporn, P. and Ning, Y. (2006), "Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance", *Journal of Applied Finance*, Vol. 16 No. 2, pp. 24-36.
- Jusriani Fanindya, I dan Shiddiq N.R (2013), "Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Deviden, Kebijakan Utang, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011)." *Diponegoro Journal Of Accounting*, Vol 2, No. 2
- Kowalewski, O., Stetsyuk, I. and Talavera, O. (2008), "Does corporate governance determine dividend payouts in Poland?", *Post-Communist Economies*, Vol. 20 No. 2, pp. 203-218.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 Nos 1/2, pp. 3-27.
- Nam, S.-W. and Nam, I.C. (2004), *Corporate governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia and Thailand*, Asian Development Bank Institute, Tokyo.

- M. Retno, Reny Dyah dan Denies P (2012), "Pengaruh Good Corporate Governance Dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010)
- Martikarini, Nani (2012), "Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang, dan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011"
- Martono dan Harjito, Agus. 2005. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia
- Nurhayati, Mafizaton. 2013. Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Sektor Non Jasa. *Jurnal Keuangan dan Bisnis Vol. 5 No. 2 Juli 2013*
- Renneboog, L. and Szilagyi, P.G. (2008), "How relevant is dividend policy under low shareholder protection?", paper presented at the EFA, Athens.
- Rompas, Gisela Prisilia. 2013. Likuiditas, Solvabilitas dan Rentabilitas Terhadap Nilai Perusahaan BUMN Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA Vol.1 No.3 September 2013, Hal. 252-262*
- Rustiarini, Ni Wayan (2010), "Pengaruh *Corporate Governance* Pada Hubungan *Corporate Social Responsibility* Dan Nilai Perusahaan"
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta
- Sawicki, J. (2009), "Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis", *The European Journal of Finance*, Vol. 15 No. 2, pp. 211-230.
- Scott, Besley dan Eugene F Brigham. 2008. *Essential of Managerial Finance*. Fourteen Edition. New Jersey: Pearson-Prentice Hall.
- Siallagan, H dan Mas'ud M (2006), "Mekanisme *Corporate Governance*, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan". Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang
- Sujoko dan Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Vol. 9, NO. 1, MARET 2007 : 41-48*
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio. Edisi Pertama*. Yogyakarta : BPFE
- Wabwile, Edwin Sawa; Chitiavi, Mwalati Solomon; Alala, Dr. Ondiek B; dan Douglas, Musiega. 2014. Financial Leverage and Performance Variance A Mong Banks. Evidence of Tier 1 Commercial Banks Listed On Nairobi Security Exchange Kenya. *International Journal of Business and Management Invention ISSN (Online): 2319 – 8028, ISSN (Print): 2319 – 801X Volume 3 Issue 4 April 2014 PP.01-13*
- Wijaya Puspo, L.R dan Anas W. (2010), "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan". Simposium Nasional Akuntansi (SNA)

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

[www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

[www.sahamok.com](http://www.sahamok.com)

[www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id) (diakses pada tanggal 18/07/2014 – 09.10 PM)

