

PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* DAN FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN SERTA IMPLIKASINYA PADA NILAI PERUSAHAAN (Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di LQ 45)

Sabrina Septiani

Magister Manajemen Universitas Diponegoro

Abstrak

Good Corporate Governance (GCG) adalah salah satu cara untuk untuk mengurangi timbulnya konflik kepentingan (agensi). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh variabel GCG dan faktor fundamental terhadap kebijakan dividen serta implikasinya terhadap nilai perusahaan.

Variabel GCG terdiri dari kepemilikan institusional, dewan komisaris, dewan direksi, komisaris independen dan komite audit. Kemudian ada tiga faktor fundamental sebagai faktor tambahan dalam penelitian ini yaitu rasio lancar, rasio hutang dan rasio profitabilitas. Untuk kebijakan dividen akan diukur dengan *dividend payout ratio*, sedangkan nilai perusahaan akan diukur dengan *price to book value ratio*. Data penelitian adalah data panel perusahaan publik yang terdaftar di LQ 45 dan membagikan dividen dari tahun 2008-2011. Metode yang digunakan adalah regresi berganda dengan metode *two stages least squares*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, dewan komisaris dan komite audit sebagai ukuran dari GCG memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Faktor fundamental yang memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen adalah rasio hutang dan rasio profitabilitas. Kemudian, kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Faktor yang tidak signifikan adalah dewan direksi, komisaris independen dan rasio lancar.

Kata kunci: *good corporate governance*, kepemilikan institusional, dewan komisaris, dewan direksi, komisaris independen, komite audit, rasio lancar, rasio hutang, rasio profitabilitas, kebijakan dividen, nilai perusahaan

1. PENDAHULUAN

Kemajuan perekonomian negara-negara dunia tidak terlepas dari kontribusi setiap negara. Suatu organisasi dunia yang ikut mendukung negara-negara dunia demi kemajuan perekonomiannya adalah “*World Economic Forum*” (WEF). Forum ini merupakan suatu organisasi nirlaba independen yang berkomitmen untuk meningkatkan negara-negara dunia melalui bisnis, politik, akademik dan pimpinan-pimpinan masyarakat lain untuk membentuk agenda industri global, regional dan dunia (World Economic Forum, 2012).

Salah satu agenda rutin yang dilakukan oleh forum WEF adalah penilaian daya saing tingkat dunia dengan membuat ranking persaingan diantara negara-negara yang tergabung dalam forum ini. Penilaian ini biasanya disebut dengan *Global Competitiveness Index (GCI)*. Ada 12 pilar yang menjadi penilaian dalam GCI yaitu institusi, infrastruktur yang ekstensif dan efisien, stabilitas ekonomi makro, pendidikan dasar dan kesehatan, pelatihan dan pendidikan yang baik, sektor keuangan yang efisien, efisiensi pasar, efisiensi pekerja, teknologi yang memadai, ukuran pasar, bisnis yang maju dan inovasi.

Pilar-pilar seperti sektor keuangan yang efisien, efisiensi pasar, efisiensi pekerja, ukuran pasar, bisnis yang maju dan inovasi dapat terwujud apabila setiap perusahaan mampu mengelola perusahaannya dengan baik. Pengelolaan perusahaan yang baik ini sering dikenal dengan istilah *Good Corporate Governance (GCG)*. Indonesia telah menerapkan GCG sejak tahun 2002, maka Indonesia termasuk dalam peringkat GCI. Menurut laporan GCI peringkat Indonesia selama 3 tahun terakhir ini mengalami penurunan. Tahun 2010-2011 Indonesia menduduki peringkat ke-44, kemudian tahun 2011-2012 turun ke peringkat empat puluh enam (46) dan tahun 2012-2013 turun kembali ke peringkat lima puluh (50). Turunnya daya saing ini diduga karena perusahaan-perusahaan belum mampu mengelola perusahaannya dengan baik.

Majunya perekonomian suatu negara dimulai dengan kemajuan perusahaan yang ada di negara tersebut. Stabilitasnya perusahaan tergantung pada pihak-pihak yang berkepentingan dalam pengelolaan perusahaan tersebut baik pemilik perusahaan (*owner*) dan pengelola perusahaan (pihak manajemen).

Secara ideal pihak manajemen selalu bertindak sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan untuk memajukan suatu perusahaan. Akan tetapi seiring berjalannya waktu terdapat perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dengan pihak manajemen. Pemilik perusahaan berharap memperoleh keuntungan dan perusahaannya tetap stabil sedangkan pihak manajemen berharap keuntungan bagi dirinya sendiri yang berupa gaji, bonus ataupun dividen (Emirzon, 2007, p.18)

Konflik kepentingan antara pemilik dan pengelola perusahaan dapat diselesaikan apabila pengelolaan perusahaan didasarkan pada prinsip-prinsip *Good Corporate Governance (GCG)*. Menurut Komite Cadbury (1992, p.4) GCG adalah suatu prinsip yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan serta kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggungjawabannya kepada para *shareholders* khususnya, dan *stakeholders* pada umumnya.

Penerapan *Good Corporate Governance (GCG)* secara tepat akan memberikan empat manfaat utama bagi perusahaan (Hinuri, 2002, p.22). Manfaat tersebut yaitu meningkatnya kinerja perusahaan, mempermudah mendapatkan pembiayaan yang akhirnya meningkatkan nilai perusahaan, meningkatkan kepercayaan investor, meningkatkan nilai pemegang saham dan dividen. Manfaat-manfaat penerapan GCG tersebut telah dibuktikan dalam berbagai penelitian terdahulu.

Khan, Nemati dan Iftikhar (2011) melakukan penelitian pada industri tembakau di Pakistan. Penelitian ini menunjukkan bahwa *corporate governance*

memiliki dampak yang positif pada kinerja perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa penerapan GCG dapat meningkatkan kinerja perusahaan sesuai dengan manfaat pertama. Penelitian lain tentang GCG juga dilakukan oleh Siallagan dan Machfoedz (2006, p.1) yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian tersebut membuktikan manfaat GCG yang kedua yaitu meningkatkan nilai perusahaan telah terbukti secara empiris dan merujuk pada pencapaian manfaat GCG yang ketiga yaitu meningkatkan kepercayaan investor.

Penelitian selanjutnya adalah penerapan GCG yang berkaitan dengan manfaat keempat yaitu meningkatkan nilai pemegang saham dan dividen. Ada banyak pendapat dari penelitian terkait dengan dividen. Beberapa penelitian di antaranya menunjukkan hasil yang bertentangan. Bae, Chang dan Kang (2010, p.21) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki perlindungan investor yang kuat, mereka akan membayar dividen lebih banyak. Perlindungan investor yang kuat merupakan indikasi dari penerapan *good corporate governance* yang baik dari mekanisme struktur kepemilikan.

Penelitian-penelitian terdahulu yang terkait dengan *Good Corporate Governance* (GCG) dengan dividen yang akhirnya akan berpengaruh pada nilai perusahaan masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda satu dengan yang lainnya. Secara singkat, hubungan GCG yang berkaitan dengan manfaat keempat yaitu meningkatkan nilai pemegang saham dan dividen masih perlu diteliti kembali untuk diketahui kebenarannya.

Selain penelitian tentang GCG yang terkait dengan manfaat GCG, ada juga penelitian yang meneliti tentang mekanisme GCG (pihak yang berperan dalam penerapan GCG) seperti Dewan Komisaris, kepemilikan institusional, Dewan Direksi, Komisaris Independen, Komite Audit terhadap kebijakan dividen.

Azzam (2010) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional yang merupakan salah satu mekanisme *corporate governance* memiliki hubungan negatif signifikan dengan *dividend payout ratio*. Sedangkan Shah dan Ullah (2011, p.23) juga menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan.

Mitton (2004, p.1) menyatakan bahwa ada hubungan positif yang signifikan antara komposisi Dewan Komisaris dengan kebijakan dividen. Sedangkan Abdelsalam et al. (2008) menyimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara Dewan Komisaris dengan kebijakan dividen.

Keterkaitan Dewan Direksi dan kebijakan dividen juga memiliki perbedaan kesimpulan dari dua penelitian. Byoun et al. (2011, p.1) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang positif signifikan antara komposisi Dewan Direksi dengan kebijakan dividen. Sedangkan Subramaniam et al. (2011, p.203) menyebutkan bahwa Dewan Direksi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian selanjutnya adalah keterkaitan antara Komisaris Independen dengan kebijakan dividen. Dalam penelitian Abdelsalam et al. (2008) juga menyebutkan bahwa Komisaris Independen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan dalam Byoun et al. (2011, p.1)

menyimpulkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara Komisaris Independen dan kebijakan dividen.

Keterkaitan yang terakhir adalah antara Komite Audit dengan kebijakan dividen. Nimer et al (2012, p.172) menyimpulkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara Komite Audit dengan kebijakan dividen. Sedangkan Jiraporn (2012, p.2) menyatakan bahwa Komite Audit memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Untuk meneliti secara lebih mendalam seberapa jauh *Good Corporate Governance* (GCG) berpengaruh terhadap kebijakan dividen, maka penelitian ini juga menambahkan faktor lain sebagai pembanding yang diduga juga mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan. Faktor-faktor tersebut adalah faktor likuiditas, solvabilitas dan profitabilitas. Ada beberapa penelitian yang menunjukkan bukti empiris tentang faktor lainnya yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen selain GCG

Gill et al (2010, p.8) menyatakan bahwa solvabilitas dan profitabilitas memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Gupta dan Banga (2010) menambahkan bahwa likuiditas juga memiliki hubungan positif yang signifikan dengan kebijakan dividen.

Ada juga penelitian tentang faktor lain yang berpengaruh terhadap GCG menunjukkan hasil yang betentangan. Hardinugroho (2012) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif yang tidak signifikan antara *current ratio* terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi Gupta dan Banga (2010, p.63) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *current ratio* memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian berikutnya adalah penelitian yang terkait dengan pengaruh *debt to equity ratio* (DER) sebagai representasi dari rasio solvabilitas dan *return on asset* (ROA) sebagai representasi dari rasio profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Sulistyowati (2010, p.1) menyimpulkan bahwa negatif signifikan untuk DER dan positif signifikan untuk ROA. Sedangkan Gill et al (2010, p.8) menyatakan bahwa DER dan ROA memiliki hubungan positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Beberapa penelitian di atas memiliki kesimpulan yang berlawanan. Hal ini merupakan suatu ketertarikan untuk meneliti kembali apakah *corporate governance* mempengaruhi kebijakan dividen dan bagaimana implikasinya pada perusahaan. Jadi pertanyaan penelitiannya adalah sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan institusional dalam *corporate governance* mempengaruhi kebijakan dividen?
2. Apakah jumlah dewan komisaris dalam *corporate governance* mempengaruhi kebijakan dividen?
3. Apakah jumlah dewan direksi dalam *corporate governance* mempengaruhi kebijakan dividen?
4. Apakah jumlah komisaris independen dalam *corporate governance* mempengaruhi kebijakan dividen?
5. Apakah jumlah komite audit dalam *corporate governance* mempengaruhi kebijakan dividen?
6. Apakah *current ratio* mempengaruhi kebijakan dividen?

7. Apakah *debt to equity ratio* mempengaruhi kebijakan dividen?
8. Apakah *return on asset* mempengaruhi kebijakan dividen?
9. Apakah kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan?

2. TELAAH PUSTAKA

2.1 Stewardship Theory

Teori ini merupakan salah satu teori yang mengatur hubungan antara pihak – pihak yang berkepentingan dengan perusahaan yang bersangkutan sehingga akan tercipta tata kelola perusahaan yang baik atau yang sering disebut dengan *good corporate governance* (GCG). Menurut Emirzon (2007, p.17) menyatakan bahwa *stewardship theory* merupakan suatu teori yang dibangun di atas asumsi filosofis mengenai sifat manusia yakni pada hakikatnya dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab, memiliki integritas dan kejujuran terhadap pihak lain.

Dalam teori ini yang disebut sebagai pihak yang dapat dipercaya adalah para pengelola perusahaan itu sendiri atau pihak manajemen yang dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik pada umumnya maupun *stakeholder* pada khususnya.

2.2 Agency Theory

Teori Agensi dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976, p.5) yang memandang bahwa manajemen perusahaan bertindak sebagai agen bagi pemegang saham yang akan menjalankan tugasnya dengan penuh kesadaran bagi kepentingannya sendiri, bukan sebagai pihak yang arif dan bijaksana serta adil terhadap pemegang saham seperti yang telah disebutkan dalam *stewardship theory*.

Perbedaan latar belakang, fungsi dan kepentingan prinsipal dan agen dalam suatu perusahaan dapat menimbulkan suatu konflik apabila tidak terjalin hubungan dan komunikasi yang lancar satu dengan yang lainnya. Penyebab munculnya masalah tersebut adalah adanya informasi yang tidak simetris antara pemilik perusahaan (*principal*) dan pelaksana perusahaan (agen). Agar terhindar dari konflik tersebut maka teori agensi ini dapat menjadi dasar teori yang digunakan untuk mencari solusi terbaik dalam menyelesaikan konflik kepentingan tersebut. Pemilik perusahaan dan pelaksana perusahaan (*principal* dan *agent*) harus bekerja sama untuk mengelola perusahaan dengan baik. Tata kelola perusahaan ini mengacu pada prinsip *Good Corporate Governance* (GCG).

2.3 Signaling Theory

Signaling theory muncul dari adanya informasi yang asimetris yang diterima oleh kedua belah pihak. Dalam suatu proses bisnis atau ekonomi ketidaksamaan informasi yang diterima sering terjadi karena setiap orang memiliki persepsi yang berbeda atas informasi yang telah didapatkannya.

Menurut Michael Spence (1973, p.360) menyatakan bahwa suatu pihak mempunyai masalah yang terkait dengan informasi asimetris dimana satu pihak mengirim suatu sinyal yang menjadi informasi bagi pihak penerimanya, kemudian pihak penerima akan menginterpretasikan sinyal tersebut dengan segala kemampuan maupun keterbatasan yang dimiliki.

Teori sinyal ini juga dikembangkan oleh Ross (1977, dalam Hossain&Ali, 2012, p.165) yang menyatakan bahwa struktur modal sering digunakan sebagai suatu sinyal bagi investor. Manajer sebagai pihak yang mengelola perusahaan mengetahui secara pasti informasi yang benar tentang perusahaan, sedangkan investor tidak.

2.4 *Balancing Theory*

Balancing theory atau sering juga disebut dengan *trade-off theory* merupakan teori keseimbangan yaitu menyeimbangkan manfaat dengan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang oleh suatu perusahaan. Menurut Brealey and Myers (2001) menyatakan bahwa perusahaan akan meningkatkan utang apabila penghematan pajak lebih besar daripada pengorbanannya, dan penggunaan utang tersebut akan berhenti jika terjadi keseimbangan antara penghematan dan pengorbanan akibat penggunaan utang tersebut. Pendanaan dengan mengacu pada *balancing theory* ini merupakan suatu pendanaan dari pihak eksternal.

2.5 *Dividend Relevance Theory*

Teori dividen relevan yang diungkapkan oleh Gordon (1959) menyatakan bahwa investor adalah seorang manusia biasa yang ingin mengurangi resiko ketidakpastian dalam suatu investasi sehingga para investor cenderung lebih menyukai penerimaan dividen saat ini.

Dalam teori ini juga mengungkapkan bahwa kebijakan pembagian dividen dalam suatu perusahaan akan mempunyai pengaruh terhadap harga saham. Oleh karena itu, penentuan kebijakan dividen yang optimal akan menjamin kesejahteraan para pemegang saham. Apabila kesejahteraan pemegang saham meningkat maka akan meningkatkan nilai perusahaan pula.

2.6 *Good Corporate Governance (GCG)*

Hinuri (2002, p.21) menyatakan bahwa GCG adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditor, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengendalikan perusahaan.

Menurut *National Committee on Governance* (Hinuri, 2002) yang memublikasikan “Kode Indonesia tentang Tata Kelola Perusahaan yang Baik (GCG) menyebutkan ada empat prinsip utama dalam GCG yaitu *fairness, transparency, accountability, dan responsibility*.

Fairness yang disebut juga dengan perlakuan setara merupakan prinsip agar para pengelola memperlakukan semua pemangku kepentingan secara adil dan setara, baik kepentingan primer maupun kepentingan sekunder. Keterbukaan (*transparency*) artinya kewajiban para pengelola untuk menjalankan prinsip keterbukaan dalam proses dan penyampaian informasi. Akuntabilitas (*accountability*) artinya para pengelola berkewajiban untuk membina sistem ekonomi yang efektif untuk menghasilkan laporan keuangan yang dapat dipercaya. Pertanggungjawaban (*responsibility*) yaitu para pengelola wajib memberikan pertanggungjawaban atas semua tindakan dalam mengelola

perusahaan kepada para pemangku kepentingan sebagai wujud kepercayaan yang diberikan kepadanya.

Tujuan utama GCG menurut Hinuri (2002, p.21) adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) dalam suatu perusahaan.

Tujuan utama tersebut akan tercapai apabila perusahaan dapat menerapkan empat prinsip utama dengan baik dan benar sehingga akan diperoleh beberapa manfaat pelaksanaan GCG. Ada beberapa manfaat yang akan diperoleh perusahaan setelah melaksanakan GCG yaitu meningkatnya kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*; mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah dan tidak *rigid* yang pada akhirnya akan meningkatkan *corporate value*; mengembangkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia; pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *Shareholder's Value* (Hinuri, 2002, p.22). Penerapan GCG tidak terlepas dari peranan beberapa pihak. Adapun pihak yang terkait dengan GCG yaitu Komisaris, Direksi, Komisaris Independen, Komite Audit dan Sekretaris perusahaan.

2.7 Dividen

Menurut Zaki Baridwan (2004, p.434) dividen adalah pembagian laba perusahaan kepada para pemegang saham yang besarnya sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki. Sedangkan pengertian dividen menurut Bambang Riyanto (2001, p.265) menyatakan bahwa dividen adalah aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham atau *equity investors*. Jadi dapat disimpulkan bahwa dividen adalah proporsi laba yang diberikan perusahaan kepada para investor sesuai dengan investasi yang ditanamkan pada suatu perusahaan.

Menurut Kieso (2008, p.704) ada empat tipe dari dividen yaitu dividen kas, dividen properti, dividen likuidasi dan dividen saham. Berkaitan dengan prinsip *corporate governance*, dividen yang menjadi ukuran adalah dividen kas suatu perusahaan. Dividen kas adalah dividen yang dibagikan kepada investor dalam bentuk uang kas.

Sedangkan kebijakan dividen sendiri adalah suatu pertimbangan perusahaan apakah akan membagikan dividen ataukah menahannya sementara untuk keperluan perusahaan seperti investasi.

Menurut Sartono (2001), ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu posisi solvabilitas perusahaan yang biasanya diukur dengan rasio utang, posisi likuiditas yang diukur dengan rasio lancar, stabilitas pendapatan, perluasan perusahaan dan kesempatan investasi yang diukur dengan rasio profitabilitas, pengawasan perusahaan yang biasanya diukur dengan variabel *good corporate governance*.

2.8 Nilai Perusahaan

Menurut Ray (2001, p.1) menyatakan bahwa definisi nilai bagi perusahaan secara sederhana adalah *quality/price which is perceived/paid by the customer*, artinya kualitas/ harga yang diberikan atau dibayarkan oleh pelanggan. Maka jika

semakin banyak kontribusi harga yang dibayarkan oleh pelanggan maka nilai bagi perusahaan akan meningkat.

Ukuran yang biasanya digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah *Price to Book Value Ratio* (PBV) yaitu nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai perusahaan yang terus tumbuh. Nilai PBV dihitung dari harga tutup saham akhir tahun dibagi dengan nilai buku harga saham akhir tahun.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Data

Perusahaan LQ 45 menjadi pilihan dalam penelitian ini karena perusahaan LQ 45 merupakan perusahaan-perusahaan yang selalu dalam kondisi stabil. Hal ini dapat dilihat dari kondisi likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi artinya tidak semua perusahaan dapat masuk dalam daftar LQ 45. Hanya perusahaan tertentu yang dapat masuk dalam daftar tersebut dan apabila dalam beberapa bulan perusahaan tersebut tidak memenuhi kriteria LQ 45 maka posisi perusahaan tersebut akan diganti dengan perusahaan lainnya. Perusahaan yang memiliki kondisi yang stabil memiliki kemungkinan lebih besar untuk membagikan dividennya. Maka perusahaan yang terdaftar dalam LQ 45 menjadi pilihan observasi dalam penelitian ini. Rincian sampel dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

Tabel 3.1 Sampel Perusahaan 2008 - 2011

KETERANGAN	JUMLAH
Perusahaan yang terdaftar di LQ 45 tahun 2008 – 2011	45
Perusahaan yang tidak terdaftar selama 4 tahun berturut-turut	-11
Perusahaan yang tidak membagikan dividen 4 tahun berturut-turut	-4
Perusahaan yang terdaftar di LQ 45 secara konsisten tahun 2009-2011	30

Jadi perusahaan yang terdaftar selama 4 tahun (2008-2011) berturut-turut adalah sebanyak 30 perusahaan. Maka total observasi dalam penelitian ini adalah 120 perusahaan (30 perusahaan x 4 tahun). Total observasi inilah yang akan digunakan dalam penelitian ini. Nama-nama perusahaan yang menjadi sampel dapat dilihat pada bagian lampiran.

3.2 Definisi Operasional Variabel

Ada sepuluh variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut variabel kepemilikan institusional merupakan variabel independen dalam penelitian ini. Kepemilikan institusional merupakan bagian dari mekanisme *corporate governance* diperhitungkan dengan melihat jumlah saham institusional yang ada dalam perusahaan dalam bentuk presentase (%).

Dewan Komisaris merupakan variabel independen dalam penelitian ini. Dewan Komisaris termasuk dalam mekanisme *corporate governance*. Menurut Hinuri (2002, p.7) variabel Dewan Komisaris dapat ditentukan dengan cara melihat jumlah anggota Dewan Komisaris dalam suatu perusahaan.

Variabel Dewan Direksi juga merupakan salah satu mekanisme *corporate governance*. Hinuri (2002, p.11) menyatakan bahwa variabel Dewan Direksi dapat ditentukan dengan melihat jumlah anggota Dewan Direksi dalam suatu perusahaan.

Komisaris Independen juga merupakan salah satu bagian dari mekanisme *corporate governance*. Hinuri (2002, p.10) menyatakan bahwa variabel Komisaris Independen dapat ditentukan dengan melihat jumlah Komisaris Independen dalam suatu perusahaan.

Variabel Komite Audit merupakan variabel independen dalam penelitian ini dan juga merupakan salah satu bagian dari mekanisme *corporate governance*. Hinuri (2002, p.14) menyatakan bahwa variabel Komite Audit dapat ditentukan dengan melihat jumlah Komite Audit dalam suatu perusahaan. Variabel seperti Dewan Komisaris, Dewan Direksi, Komisaris Independen dan Komite Audit akan di transformasi menggunakan logaritma natural terlebih dahulu agar memiliki variabel yang sama dengan variabel independen lainnya yaitu dalam bentuk rasio.

Variabel selanjutnya adalah rasio lancar merupakan variabel independen dalam penelitian ini. Rasio lancar ini sering juga dikenal dengan rasio likuiditas. Rasio lancar disebut juga dengan *current ratio* (CR). Menurut Horne dan Wachowicz (2007, p.206) rasio lancar dapat dihitung dengan cara membagi aktiva lancar dengan kewajiban pendek suatu perusahaan.

Rasio hutang merupakan variabel independen dalam penelitian ini. Rasio ini disebut juga dengan *leverage* atau *debt to equity ratio* (DER). Menurut Horne dan Wachowicz (2007, p.209) rasio hutang dapat dihitung dengan cara membagi total hutang dengan ekuitas pemegang saham.

Rasio pendapatan merupakan variabel independen dalam penelitian ini. Rasio ini juga dapat disebut dengan rasio profitabilitas. Rasio profitabilitas yang berhubungan dengan investasi adalah *return on asset* (ROA/ROI). Horne dan Wachowicz (2007, p.224) menyatakan bahwa perhitungan untuk ROA adalah dengan cara membagi laba bersih setelah pajak dengan total aktiva tahunan suatu perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan variabel intervening dalam penelitian ini, dimana variabel ini menjadi jembatan penghubung antara variabel independen dengan variabel dependennya. Menurut Horne dan Wachowicz (2007, p.270) pengukuran kebijakan dividen dapat dihitung dengan dividen tunai tahunan dengan laba tahunan.

Variabel terakhir adalah nilai perusahaan yang merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. Wild dan Subramanyam (2009) menyatakan bahwa ukuran nilai perusahaan adalah dengan membagi harga tutup saham akhir tahun dengan harga buku saham akhir tahun.

3.3 Teknik Analisis

Menurut Ghozali (2007, p.155) regresi yang digunakan adalah Lin-Log Model yaitu regresi model linear log dan menggunakan program SPSS 16. Hal ini dikarenakan adanya variabel yang harus dilog terlebih dahulu adalah Dewan Komisaris, Dewan Direksi, Komisaris Independen dan Komite Audit. Log yang digunakan dalam regresi ini adalah logaritma natural. Sebelum dilakukan regresi

seluruh data harus diuji terlebih dahulu melalui uji asumsi klasik untuk mengetahui kenormalan data dan kelayakan data yang akan diuji.

Menurut Gujarati (1995, p.686) analisis dalam penelitian ini dapat juga disebut dengan analisis regresi persamaan simultan dengan metode *two stages least squares* (2SLS). Metode ini adalah metode yang paling tepat karena model dari persamaan ini adalah *overidentified* dimana $K-k > m-1$ ($8-1 > 1-1$), dimana K adalah variabel dependen yang telah ditentukan, k adalah variabel independen dalam persamaan, dan m adalah variabel dependen dalam persamaan.

Model persamaan penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

Persamaan 1

$$DPR = \alpha + \beta_1 KINS - \beta_2 LnDKOM - \beta_3 LnDDIR + \beta_4 LnKOMIND + \beta_5 LnKAUD + \beta_6 CR + \beta_7 DER + \beta_8 ROA + e \quad (1)$$

Persamaan 2

$$PBV = \pi + \nu DPR + e \quad (2)$$

Model persamaan simultan tersebut akan ditaksir dengan model *two stages least squares* (2SLS) yang diungkapkan dalam Gujarati (1995, p.687) dengan proses sebagai berikut: tahap pertama akan ditaksir persamaan (1), hasilnya adalah persamaan ketiga sebagai berikut:

Persamaan 3

$$D\hat{P}R = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 KINS - \hat{\beta}_2 LnDKOM - \hat{\beta}_3 LnDDIR + \hat{\beta}_4 LnKOMIND + \hat{\beta}_5 LnKAUD + \hat{\beta}_6 CR + \hat{\beta}_7 DER + \hat{\beta}_8 ROA \quad (3)$$

Sesuai dengan model 2SLS yang dijelaskan dalam Gujarati (1995, p. 688) tahap kedua adalah menaksir persamaan kedua yang menghasilkan persamaan keempat sebagai berikut:

Persamaan 4

$$P\hat{B}V = \pi + \nu D\hat{P}R + e \quad (4)$$

Berdasarkan persamaan (3) dan (4) maka pengaruh GCG yang terdiri dari KINS, LnDKOM, LnDDIR, LnKOMIND, LnKAUD dan pengaruh faktor fundamental yang terdiri dari CR, DER dan ROA terhadap PBV (melalui DPR) dapat ditaksir dalam persamaan sebagai berikut:

$$PBV = \hat{\pi} + \hat{\nu}(\hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 KINS - \hat{\beta}_2 LnDKOM - \hat{\beta}_3 LnDDIR + \hat{\beta}_4 LnKOMIND + \hat{\beta}_5 LnKAUD + \hat{\beta}_6 CR + \hat{\beta}_7 DER + \hat{\beta}_8 ROA) \quad (5)$$

$$PBV = (\hat{\pi} + \hat{\nu}\hat{\alpha}) + \hat{\nu}\hat{\beta}_1 KINS - \hat{\nu}\hat{\beta}_2 LnDKOM - \hat{\nu}\hat{\beta}_3 LnDDIR + \hat{\nu}\hat{\beta}_4 LnKOMIND + \hat{\nu}\hat{\beta}_5 LnKAUD + \hat{\nu}\hat{\beta}_6 CR + \hat{\nu}\hat{\beta}_7 DER + \hat{\nu}\hat{\beta}_8 ROA \quad (6)$$

keterangan:

α = nilai konstanta dari regresi persamaan pertama

β = koefisien *unstandardized* dari setiap variabel independen pada regresi persamaan pertama

KINS = presentase kepemilikan institusional

LnDKOM = logaritma natural dari jumlah Dewan Komisaris

LnDDIR = logaritma natural dari jumlah Dewan Direksi

LnKOMIND = logaritma natural dari jumlah Komisaris Independen

LnKAUD = logaritma natural dari jumlah Komite Audit

CR = rasio lancar

DER = rasio hutang

ROA = rasio profitabilitas
 DPR = rasio kebijakan dividen
 PBV = rasio nilai perusahaan
 π = nilai konstanta dari persamaan kedua
 ν = koefisien *unstandardized* dari setiap variabel independen pada regresi persamaan pertama
 e = tingkat error atau kesalahan (*disturbance error*)
 \widehat{DPR} = model persamaan DPR yang telah ditaksir dengan 2SLS
 $\hat{\alpha}$ = nilai konstanta dalam model \widehat{DPR}
 $\hat{\beta}$ = koefisien *unstandardized* dari masing-masing variabel dalam model \widehat{DPR}
 \widehat{PBV} = nilai PBV yang ditaksir dengan 2SLS melalui \widehat{DPR}
 $\hat{\pi}$ = nilai konstanta PBV yang telah ditaksir melalui \widehat{DPR}
 $\hat{\nu}$ = nilai koefisien *unstandardized* PBV

4. HASIL PENELITIAN

Setelah melakukan uji asumsi klasik, semua data dinyatakan normal dan layak untuk dianalisis dengan menggunakan regresi. Hasil uji regresi dari persamaan pertama menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$\widehat{DPR} = 0.192 + 0.368KINS - 0.169LnDKOM - 0.133LnDDIR + 0.021LnKOMIND + 0.276LnKAUD + 0.006CR + 0.064DER + 0.698ROA$$

Dari persamaan di atas dapat dilihat bahwa KINS memiliki koefisien sebesar 0.368 dengan probabilitas 0.004. Artinya bahwa variabel KINS memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap DPR dengan tingkat probabilitas 5%. Setiap kenaikan KINS sebesar 1% akan diikuti dengan kenaikan DPR sebesar 0.368%.

Kemudian variabel DKOM memiliki koefisien -0.169 dengan signifikansi 0.071. Hal ini berarti bahwa variabel DKOM memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap DPR dengan tingkat probabilitas 10%. Setiap perubahan LnDKOM akan menurunkan variabel DPR.

Variabel selanjutnya adalah variabel LnDDIR yang memiliki koefisien -0.133 dengan signifikansi 0.313. Artinya bahwa variabel LnDDIR memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap DPR. Tidak signifikannya variabel ini tampak pada tingkat signifikansi yang melebihi 5% ataupun 10%. Naik atau turunnya LnDDIR tidak akan memberikan pengaruh yang bermakna pada nilai DPR.

Variabel yang tidak signifikan lagi adalah variabel LnKOMIND yang memiliki koefisien 0.021 dengan tingkat signifikansi 0.786. Hal ini berarti bahwa LnKOMIND memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan karena tingkat signifikansinya jauh di atas 5% ataupun 10%. Besar kecilnya LnKOMIND tidak akan memberikan pengaruh bermakna bagi nilai DPR.

Selanjutnya adalah variabel LnKAUD yang memiliki koefisien 0.276 dengan signifikansi sebesar 0.010. Artinya bahwa LnKAUD memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap DPR dengan tingkat probabilitas 5%. Setiap perubahan LnKAUD akan menaikkan pula nilai DPR.

Kemudian variabel CR yang memiliki koefisien 0.006 dengan signifikansi 0.717. Hal ini berarti bahwa CR memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan

karena tingkat profitabilitasnya jauh di atas 5% ataupun 10%. Naik atau turunnya CR tidak akan memberikan pengaruh yang berarti bagi DPR.

Dua variabel yang terakhir adalah DER dan ROA. Kedua variabel ini memiliki pengaruh yang signifikan pada DPR. Dimulai dari variabel DER yang memiliki koefisien sebesar 0.064 dengan signifikansi 0.040. Hal ini berarti bahwa DER memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap DPR dengan tingkat probabilitas 5%. Setiap kenaikan nilai DER sebesar 1% maka akan diikuti dengan kenaikan nilai DPR sebesar 0.064%. Selanjutnya adalah variabel ROA memiliki koefisien sebesar 0.698 dengan signifikansi 0.001. Artinya bahwa ROA memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap DPR dengan tingkat probabilitas 5%. Setiap kenaikan 1% nilai ROA maka akan diikuti dengan kenaikan nilai DPR sebesar 0.698%.

Setelah analisis pada regresi pertama dilakukan maka analisis selanjutnya adalah analisis regresi dari persamaan kedua. Regresi pada persamaan kedua dilakukan untuk mengetahui apakah hasil dari persamaan pertama memiliki implikasi terhadap nilai perusahaan. Variabel independennya adalah \widehat{DPR} dan variabel dependennya adalah PBV yang merepresentasikan nilai suatu perusahaan. Hasil pengujian regresinya menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$\mathbf{PBV = 1.035 + 1.976\widehat{DPR}}$$

Dari persamaan di atas tampak bahwa koefisien \widehat{DPR} adalah positif sebesar 1.976 dengan probabilitas 0.000. Artinya bahwa variabel \widehat{DPR} berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang direpresentasikan dengan *price to book value* (PBV) dengan tingkat probabilitas 1%. Setiap kenaikan nilai \widehat{DPR} sebesar 1% maka akan diikuti kenaikan PBV sebesar 1.976%. Secara singkat dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh berbagai faktor sebelumnya seperti kepemilikan institusional (KINS), dewan komisaris (LnDKOM), komite audit (LnKAUD), *debt to equity ratio* (DER), *return on asset* (ROA) memiliki implikasi terhadap nilai perusahaan yang direpresentasikan oleh PBV.

Dari kedua persamaan yang telah ada maka akan menghasilkan persamaan simultan. Persamaan simultan ini merupakan persamaan gabungan antara hasil dari regresi persamaan pertama dengan hasil dari regresi persamaan kedua yang akan menghasilkan model persamaan (5) dan (6). Persamaan ini untuk mengetahui dampak atau pengaruh variabel yang mencerminkan GCG dan faktor fundamental. Hasil regresi yang diperhitungkan hanya hasil regresi yang nilainya signifikan, sedangkan yang tidak signifikan tidak dimasukkan dalam persamaan karena nilainya dianggap sama dengan nol. Hasilnya dapat dilihat pada persamaan (7) dan (8) sebagai berikut:

$$\mathbf{PBV = 1.035 + 1.976 (0.192 + 0.368KINS - 0.169LnDKOM + 0.276LnKAUD + 0.064DER + 0.698ROA)} \quad (7)$$

$$\mathbf{PBV = (1.035 + 0.379) + 0.727KINS - 0.334LnDKOM + 0.545LnKAUD + 0.126DER + 1.379ROA} \quad (8)$$

$$\mathbf{PBV = 1.414 + 0.727KINS - 0.334LnDKOM + 0.545LnKAUD + 0.126DER + 1.379ROA}$$

Berdasarkan persamaan di atas dapat dilihat bahwa PBV secara simultan dipengaruhi oleh lima faktor secara bersamaan yaitu kepemilikan institusional

(KINS), dewan komisaris (LnDKOM), komite audit (LnKAUD), *debt to equity ratio* (DER) dan *return on asset* (ROA).

Dapat dilihat pada persamaan bahwa nilai koefisien KINS positif 0.727 artinya adalah setiap 1% kenaikan KINS akan diikuti kenaikan PBV sebesar 0.727%. Kemudian nilai LnDKOM menunjukkan koefisien negatif 0.334 yang berarti setiap perubahan LnDKOM akan diikuti penurunan nilai PBV. Selanjutnya variabel LnKAUD memiliki nilai koefisien positif 0.545 artinya setiap perubahan LnKAUD akan diikuti peningkatan nilai PBV. Variabel yang selanjutnya adalah DER yang memiliki nilai koefisien positif 0.126 artinya bahwa setiap 1% kenaikan DER akan diikuti dengan kenaikan PBV sebesar 0.126%. Variabel terakhir adalah variabel ROA yang memiliki koefisien positif 1.379 artinya bahwa setiap 1% kenaikan ROA akan diikuti kenaikan PBV sebesar 1.379%

Dari persamaan (8) dapat diintegrasikan dampak dari GCG dan dampak dari faktor fundamental secara terpisah. Dampak dari GCG sendiri dapat dilihat dari jumlah koefisien masing-masing variabel GCG yaitu sebesar 1.606 ($0.727 + 0.334 + 0.545$). Sedangkan pengaruh faktor fundamental sebesar 1.505 ($0.126 + 1.379$). Jadi dapat disimpulkan bahwa pengaruh GCG (KINS, LnDKOM, LnKAUD) terhadap DPR dan PBV lebih besar daripada faktor fundamental lainnya seperti DER dan ROA.

5. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Simpulan

Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya adalah semakin banyak kepemilikan institusional suatu perusahaan maka akan semakin besar proporsi dividen kepada para pemegang saham. Dewan Komisaris berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti bahwa semakin banyaknya Dewan Komisaris suatu perusahaan maka akan menimbulkan banyak pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Dewan Direksi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Simpulan ini berarti bahwa jumlah Dewan Direksi suatu perusahaan tidak memberikan pengaruh yang bermakna bagi proporsi dividen yang dibagikan suatu perusahaan. Pihak ini tidak memiliki kuasa penuh untuk membuat keputusan termasuk keputusan pembagian dividen karena laporan yang dibuatnya akan diserahkan kepada Dewan Komisaris.

Komisaris Independen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya bahwa semakin banyak jumlah Komisaris Independen pada perusahaan tidak memberikan pengaruh yang bermakna pada proporsi dividen yang diberikan perusahaan tersebut kepada para pemegang saham. Hal ini dikarenakan Komisaris Independen memiliki peran secara tidak langsung dalam pengambilan keputusan pembagian dividen.

Komite Audit berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen suatu perusahaan. Hal ini berarti bahwa semakin banyaknya anggota Komite Audit maka semakin ketat pengawasan terhadap perusahaan tersebut sehingga operasional pun akan maksimum dan akhirnya dapat meningkatkan keuntungan yang akan dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Current ratio berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Simpulan ini berarti bahwa tinggi atau rendahnya *current ratio* tidak memberikan pengaruh yang bermakna terhadap proporsi dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. *Debt to equity ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya bahwa semakin besar *debt to equity ratio* suatu perusahaan maka akan semakin besar proporsi dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham, karena perusahaan yang memiliki *debt to equity ratio* yang tinggi memiliki keleluasaan dalam pengelolaan atau perluasan perusahaan sehingga akan membuka peluang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar yang nantinya akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham.

Return on asset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Simpulan ini berarti bahwa semakin besar *return on asset* suatu perusahaan maka akan semakin besar dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Adanya *return on asset* yang besar berarti perusahaan dapat mengelola aset yang dimiliki dengan baik dan menghasilkan keuntungan yang nantinya akan berdampak pada pembagian dividen kepada para pemegang saham

Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin besar proporsi dividen yang diberikan kepada para pemegang saham maka akan meningkatkan penilaian investor kepada perusahaan tersebut dan akhirnya meningkatkan nilai perusahaan pula.

5.2 Implikasi Kebijakan

Hasil penelitian ini menyebutkan bahwa Dewan Direksi berpengaruh negatif tidak signifikan. Temuan ini bertentangan dengan teori agensi (Jensen&Meckling, 1976, p.5) yang menyebutkan bahwa sebagai seorang pengelola perusahaan yang bertindak sebagai agen akan cenderung memiliki keterbatasan dan bertindak demi kepentingannya sendiri dengan berbagai macam pertimbangan. Variabel Komisaris Independen memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori *stewardship* (Emirzon, 2007, p.17) yang menyatakan bahwa pihak Komisaris Independen merupakan pihak yang dapat dipercaya dan tidak memihak siapapun sehingga pihak ini akan memberikan laporan yang secara terbuka dan memaksimalkan keuntungan perusahaan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen. Namun, pengaruh Komisaris Independen tidak signifikan. Hal ini dikarenakan adanya peran secara tidak langsung dari Komisaris Independen dalam pengambilan keputusan.

Current ratio (CR) memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori sinyal (Hosssain&Ali, 2012, p.165) yang menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki CR tinggi cenderung akan membagikan dividen lebih banyak daripada perusahaan yang memiliki CR rendah. *Return on Asset* (ROA) sebagai faktor fundamental berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Investor sebaiknya memperhatikan kenaikan ROA apabila ingin berinvestasi karena peningkatan ROA akan dapat meningkatkan proporsi pembagian dividen.

Kepemilikan institusional selaku komponen *good corporate governance* (GCG) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Jadi investor

perlu melihat peningkatan komposisi pemilik institusional apabila ingin berinvestasi karena semakin meningkatnya pemilik institusional maka akan dapat meningkatkan proporsi dividen pula. Dewan Komisaris selaku komponen GCG berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dalam berinvestasi sebaiknya investor juga mempertimbangkan perubahan komposisi Dewan Komisaris karena perubahan tersebut akan mempengaruhi proporsi pembagian dividen. Komite Audit yang merupakan komponen GCG berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Maka investor harus mempertimbangkan perubahan komposisi perubahan Komite Audit karena akan berpengaruh pada proporsi pembagian dividen.

Debt to Equity Ratio (DER) selaku faktor fundamental perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Jadi dalam melakukan investasi, seorang investor sebaiknya memperhatikan kenaikan DER karena naiknya DER akan menyebabkan kenaikan dividen pula. Faktor fundamental yang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen adalah *debt to equity ratio* dan *return on asset*. Jadi perusahaan harus tetap menjaga kedua nilai tersebut agar tetap stabil dan dapat tetap membagi dividen kepada para pemegang saham sehingga terjalin hubungan yang berkelanjutan antara pemegang saham dan perusahaan.

Variabel Dewan Direksi dan Komisaris Independen yang merupakan komponen pengukuran *good corporate governance* (GCG) memiliki pengaruh yang tidak signifikan pada kebijakan dividen. Hal ini memberikan suatu sinyal kepada investor bahwa untuk berinvestasi dalam suatu perusahaan agar dapat mendapatkan keuntungan tinggi tidak perlu memperhatikan komposisi Dewan Direksi dan Komisaris Independen yang dimiliki perusahaan.

5.3 Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian yang Akan Datang

Nilai adjusted R^2 dari persamaan pertama dan kedua yang masih berkisar antara 30% dan 40% menunjukkan kemampuan prediksi dari model yang dibangun dalam penelitian ini yang masih kecil. Hal ini dikarenakan adanya faktor lain yang masih dapat mempengaruhi variabel dependennya yaitu seperti variabel makro ekonomi antara lain ukuran perusahaan, inflasi, volatilitas harga saham, risiko, kondisi ekonomi dunia.

Variabel *current ratio* yang merupakan ukuran likuiditas perusahaan dan diduga berpengaruh terhadap kebijakan dividen masih menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Hal ini menjadi sinyal bahwa pembagian dividen tidak secara mutlak hanya dilihat pada *current ratio*, tetapi perlu juga diperhatikan faktor fundamental lainnya seperti rasio kas dan kas operasional perusahaan. Maka pada agenda penelitian mendatang disarankan menambahkan variabel *cash ratio* dan *operating cash flow* untuk pengukuran likuiditasnya.

Sampel yang digunakan pada penelitian ini terbatas karena hanya pada perusahaan yang terdaftar pada LQ 45 saja yang disinyalir perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang cukup bagus dan dapat memberikan gambaran dari berbagai macam jenis industri. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan dari semua sektor industri dengan syarat perusahaan yang selalu membagikan dividen sehingga hasilnya akan lebih komprehensif.

Model persamaan dalam penelitian ini tidak dapat menampung jenis industri dalam LQ 45 secara keseluruhan sehingga industri perbankan harus dikeluarkan karena disinyalir memiliki karakteristik berbeda dengan industri lain terutama dalam pengelolaan hutang. Industri perbankan cenderung memiliki hutang lebih besar dari modalnya. Kondisi ini terutama berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*. Hal ini dapat merusak data dan harus dikeluarkan. Sebagai agenda penelitian selanjutnya apabila ingin menggunakan industri perbankan sebagai sampel maka sebaiknya tidak menggabungkannya dengan jenis industri lain karena karakteristiknya jauh berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdelsalam, Omneya, Ahmed El-Masry dan Sabri Elsegini. 2008. “*Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market. Further Evidence from CASE 50*”. *Managerial Finance* 34. www.search.proquest.com.
- Agoes, Soekrisno. 2009. *Etika Bisnis & Profesi*. Jakarta : Salemba Empat
- Analisa, Yangs. 2011. “Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Leverage*, Profitabilitas dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan”. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Azzam, Islam. 2010. “*The Impact of Institutional Ownership and Dividend Policy on Stock Returns and Volatility: Evidence from Egypt*”. Kairo: International Journal of Business 15 (4). <http://www.craig.csufresno.edu>
- Bae, Sung C, Chang, Kiyong dan Khang, Eun. 2010. “*Culture, Corporate Governance and Dividend Policy*”. www.google.co.id
- Bahagia, Malla. 2008. “Analisis Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pendekatan Structural Equation Modeling (SEM)”. Jakarta: UIN Syarifhidayatullah
- Baridwan, Zaki. 2004. *Intermediate Accounting*. Edisi 8. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Brealey, Richard A and Stewart C. Myers. 2001. *Principles Corporate Finance. Sixth Edition*. USA: Texas
- Byoun, Soku, Kiyong Chang, Young Sang Kim. 2011. “*Does Corporate Board Diversity Affect Corporate Payout Policy?*” *Social Science Research Network*. www.ssrn.com
- Cadbury. 1992. “*Definisi Good Corporate Governance*”. UK: London
- Emirzon, Joni. 2007. *Prinsip-Prinsip Good Corporate Governance*. Yogyakarta: Genta Press

- Ghosh, Saurab. 2008. “*Do Leverage, Dividend Policy and Profitability influence the Future Value of Firm? Evidence from India*” . Reserve Bank of India, Juli 2008. www.paper.ssrn.com.
- Ghozali, Imam. 2006. Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gill, Amarjit, Nahum Biger dan Rajendra Tibrewala. 2010. “*Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States*”. USA: Open Business Journal Volume 3:8-14. <http://www.benthamscience.com>
- Gordon, Myron J. 1959. “*Dividend, Earnings and Stock Prices*”. *Review of Economics and Statistics* 41 (2): 99-105
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics, Third Edition*. Singapore: McGraw Hill, Inc.
- Gujarati, Damodar N. 2009. Dasar-Dasar Eknometrika, Edisi Ketiga. Jakarta: Erlangga.
- Gupta, Amitabh, Charu Banga. 2010. “*The Determinants of Corporate Dividend Policy*”. www.search.proquest.com
- Handayani, Dyah BS. 2010. “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2005 – 2007”. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
- Hardinugroho, Agung. 2012. “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2009-2010”. Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. www.eprints.undip.ac.id
- Hartoyo, Iin Hastuti. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia 2005-2007. Tesis Magister Akuntansi Universitas Diponegoro.
- Hinuri, Hindarmojo. 2002. *The Essence of good corporate Governance*, Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia. Jakarta : YPPMI & Sinergy Communication
- Horne, James C. Van, John M. Wachowicz. 2007. *Fundamental of Financial Management*. Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan. Buku 1 dan 2 Edisi 12. Jakarta: Salemba Empat
- Horne, James Van C. 2002. *Financial Management and Policy, Twelfth Edition*. New Jersey: Prentice-Hall

- Hossain, Md Faruk, Prof. Dr. Md. Ayub ali. 2012. *“Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Decision: An Empirical Study Bangladeshi Companies”*. *International Journal of Business Research and Management (IJBRM)*. Vol.3
- Jensen, Michael C., William H. Meckling. 1976. *“Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”*. *Journal of Financial Economics*, October 1976 V.3, No.4. www.search.proquest.com
- Jiraporn, Pornsit. 2012. *Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation*. Thammasat University Bangkok, Thailand <http://www.olemissbusiness.com>
- John, Kose dan Anzhela Knyazeva. 2006. *“Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance”*. *Stern School of Business New York University*. www.search.proquest.com
- KEP-339-BEJ-07-2001. *Pedoman Pembentukan Komite Audit yang Efektif*. 2002. www.google.co.id
- Khan, Khurran, ali Raza Nemati, Moazzam Iftikhar. 2011. *“Impact of Corporate governance on Firm Performance Evidence from Tobacco Industry of Pakistan”*. *International Research Journal of Finance and Economics* 61. www.eurojournals.com
- Kieso, Weygandt, Warfield. 2008. *Intermediate Accounting. 12th Edition. International Student Version*. Asia : John Wiley and Sons.
- Kristianto, Mochammad Ari Fahlul. 2009. *Pengaruh Board Composition dan Ownership Structure Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*.
- Malkawi, Husam-Aldin Nizar. 2007. *“Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model”*. *Journal of Economics & Administrative Sciences*. Vol. 23 No.2 . www.search.proquest.com
- Manajemen Investasi. 2009. *Indek LQ 45 : Definisi, Kriteria dan Faktor yang Berperan terhadap Naiknya Indek LQ 45*. <http://jurnal-sdm.blogspot.com/2009/07/indek-lq-45-definisi-kriteria-dan.html>
- Metrotvnews. 2012. *“Peningkat Daya Saing Global Kembali Turun”*. *Ekonomi*. <http://www.metrotvnews.com/ekonomi/news/2012/09/06/104848/>
- MI/DNI. 2012. *Peringkat Daya Saing Indonesia Kembali Turun*. Jakarta: *Metrotvnews*. <http://www.metrotvnews.com/ekonomi/news/2012/09/06/104848/Peringkat-Daya-Saing-Global-Indonesia-Kembali-Turun>

- Mitton, Todd. 2004. "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets". *Emerging Market Reviews* Vol.5 hal 409-426, Desember 2004. www.paper.ssrn.com
- Nimer, Khalil, Lina Warrad, Ola Khuraisat. 2012. "The Effect of Audit Committee's Effectiveness on Dividend Payout Policy: Evidence from the Jordanian Firm". *International Journal of Business and Management* Vol.7 no.7 April. www.search.proquest.com
- Ray, Russ. 2001. *Economic Value Added : Theory, Evidence, A Missing Link. Review of Business – Spring.*
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi ke empat. Yogyakarta: BPFE
- Sartono, Agus. 2001. "Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian empiric Teori Keagenan". *JAAI* no.6 volume 2.
- Sawicki, Julia. 2004. *Corporate Governance and Dividend Policy in Southeast Asia Pre-and Post-Crisis*. www.search.proquest.com.
- Sawir, Agnes. 2009. *Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama
- Scribd. 2012. Kebijakan Dividen. <http://www.scribd.com/doc/29276192/kebijakan-dividen>
- Shah, Syed Zulfikar Ari, Wasim Ullah. 2011. "Impact of Ownership On Dividend Policy of Firm". Hongkong: 2010 International Conference E-business, Managements and Economics, IPEDR vol.3. <http://www.ipedr.com>
- Siallagan, Hamonangan dan Mas'ud Machfoedz. 2006. "Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan". Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang, 23-26 Agustus 2006: 1-23
- Spence, Michael. 1973. "Job Marketing Signaling". *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 87, No.3. www.econ.yale.edu
- Subramaniam, Ravichandran dan Devi, Susela. 2011. *Corporate Governance and Dividend Policy in Malaysia*. Malaysia: 2010 International Conference on Business and Economics Research vol.1 (2011)
- Sulistiyanto, H. Sri. 2008. *Manajemen Laba : Teori dan model Empiris*. Jakarta: PT. Gramedia Widiasarana
- Sulistiyowati, Indah, Ratna Anggraini, Tri Hesti Utamaningtyas, 2010. "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen dengan

Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening. Purwokerto: Simposium Nasional Akuntansi XIII

- Sunarto. 2004. Analisis pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Investment Opportunity Set*, Return On Asset dan Debt to Equity Ratio Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi Kasus Pada Saham LQ 45 di Bursa Efek Jakarta). Tesis Magister Akuntansi Universitas Diponegoro.
- Tricker, Robert I. 1984. *Corporate Governance-Practices, procedures, and Power in British Companies and Their Board of Directors*. UK: Gower.
- Wild, John, K.R Subramanyam. 2009. *Financial Statement Analysis*, Tenth Edition. United States: McGRAW-HILL
- Wolfenson. 1999. *Good Corporate Governance*. Artikel Ekonomi. www.google.co.id
- World Economic Forum. 2012. *Global Competitiveness Index*. Swiss: World Economic Forum. <http://www.weforum.org/issues/competitiveness-0/gci2012-data-platform/>
- Yarram, Subba Reddy. 2010. “*Board Characteristics and Dividend Policy: Australian Evidence*”. Australia: University of New England. www.search.proquest.com
- Zhang, Rongrong. 2005. “*The Effects of Firm- and Country-level Governance Mechanisms on Dividend Policy, Cash Holdings, and Firm Value: a Cross-country Study*”. SSRN Working paper series January, 2005. www.search.proquest.com.

LAMPIRAN

Daftar Sampel Perusahaan LQ 45 2008 - 2011

No.	Nama Emiten	Kode
1	PT Astra Agro Lestari Tbk.	AALI
2	PT Adaro Energy Tbk.	ADRO
3	PT Aneka Tambang Tbk.	ANTM
4	PT Astra International Tbk.	ASII
5	PT Bank Central Asia Tbk.	BBCA
6	PT Bank Nasional Indonesia Tbk.	BBNI
7	PT Bank Rakyat Indonesia Tbk.	BBRI
8	PT Bank Danamon Indonesia Tbk.	BDMN
9	PT Bank Mandiri Tbk.	BMRI
10	PT Bumi Resources Tbk.	BUMI
11	PT Gudang Garam Tbk.	GGRM
12	PT International Nickel Tbk.	INCO
13	PT Indofood Tbk.	INDF
14	PT Indika Energy Tbk.	INDY
15	PT Indocement Tunggul Perkasa Tbk.	INTP
16	PT Indosat Tbk.	ISAT
17	PT Indo Tambangraya Megah Tbk.	ITMG
18	PT Jasa Marga Tbk.	JSMR
19	PT Kalbe Farma Tbk.	KLBF
20	PT Lippo Karawaci Tbk.	LPKR
21	PT PP London Sumatera Indonesia Tbk.	LSIP
22	PT Perusahaan Gas Negara Tbk.	PGAS
23	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk.	PTBA
24	PT Holcim Indonesia Tbk.	SMCB
25	PT Semen Gresik Tbk.	SMGR
26	PT Timah Tbk.	TINS
27	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk.	TLKM
28	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk.	UNSP
29	PT United Tractors Tbk.	UNTR
30	PT Unilever Indonesia	UNVR

Uji Koefisien Determinasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.596 ^a	.355	.298	.20080

a. Predictors: (Constant), ROA, KAUD, DDIR, CR, DKOM, KINS, KOMIND, DER

b. Dependent Variable: DPR

Uji Statistik F

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.979	8	.247	6.135	.000 ^a
	Residual	3.588	89	.040		
	Total	5.568	97			

a. Predictors: (Constant), ROA, KAUD, DDIR, CR, DKOM, KINS, KOMIND, DER

b. Dependent Variable : DPR

Uji Statistik t

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.192	.347		.554	.581
	KINS	.368	.126	.286	2.925	.004
	LnDKOM	-.169	.092	-.204	-1.825	.071
	LnDDIR	-.133	.131	-.105	-1.015	.313
	LnKOMIND	.021	.076	.030	.273	.786
	LnKAUD	.276	.104	.236	2.644	.010
	CR	.006	.016	.038	.364	.717
	DER	.064	.031	.231	2.080	.040
	ROA	.698	.195	.356	3.576	.001

Dependent Variable :DPR

Uji Koefisien Determinasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.568 ^a	.323	.316	.33276

a. Predictors: (Constant), LnD $\hat{P}R$

b. Dependent Variable: LnPBV

Uji Statistik F

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.073	1	5.073	45.814	.000 ^a
	Residual	10.630	96	.111		
	Total	15.703	97			

a. Predictors: (Constant), LnD $\hat{P}R$

b. Dependent Variable: LnPBV

Uji Statistik t

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.035	.079		13.050	.000
	LnD $\hat{P}R$	1.976	.292	.568	6.769	.000

a. Dependent Variable: LnPBV