

---

## KEBIJAKAN DEVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING ATAS PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

**Eki Andhika Ratnawardhani**  
Politeknik Negeri Malang  
[Ekiandhikar.polinema@gmail.com](mailto:Ekiandhikar.polinema@gmail.com)

---

### Abstract

This research aims to test and search for empirical evidences of: (1) the impact of corporate governance toward firm value. (2) the impact of corporate governance toward dividend policy. (3) the impact of dividend policy toward firm value. (4) the impact of corporate governance toward firm value through dividend policy.

The sample consist of 44 corporates listed in Indonesia Stock Market who are participating in the survey conducted by The Institute Indonesian of Corporate Governance on 2011 – 2015 and distribute of dividends. Analysis method used in this study is path analysis to test both direct and indirect impact.

The result of this study shows that there is no significant impact of corporate governance toward the corporate value. Corporate governance has positive impact toward dividend policy which is consistent with the hypothesis. Dividend policy has positive impact toward corporate value. Dividend policy would mediate the impact of corporate governance toward corporate value.

---

### Keywords:

Corporate governance, corporate value, dividend policy

---

Salah satu tujuan didirikannya perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran para pemilik melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan menjadi daya tarik tersendiri bagi investor dalam membuat keputusan untuk berinvestasi, karena nilai perusahaan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Beberapa faktor yang secara empiris dapat mempengaruhi nilai perusahaan yakni implementasi *corporate governance* dan kebijakan deviden.

*Corporate governance* pada intinya adalah suatu sistem, proses, dan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) terutama dalam arti sempit hubungan antara pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*) demi tercapainya tujuan perusahaan. Menurut *The Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) manfaat dari penerapan *corporate governance* adalah (1) perusahaan mudah memperoleh modal, (2) biaya modal (*cost of capital*) perusahaan menjadi lebih rendah, (3) meningkatkan kinerja perusahaan, (4) mempengaruhi harga saham perusahaan, (5) memperbaiki kinerja ekonomi perusahaan. Oleh karenanya, *corporate governance* adalah langkah penting untuk membangun kepercayaan pasar dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Beberapa literatur menyatakan bahwa nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam melakukan pembayaran deviden. Pembayaran deviden dapat menunjukkan keyakinan pihak manajemen atas pendapatan yang akan diperoleh di masa yang datang, sehingga pembayaran deviden merupakan sinyal yang direspon positif oleh investor (*good news*). Sinyal inilah yang kemudian akan direspon oleh investor atas perkembangan perusahaan di masa yang akan datang sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Hingga saat ini, kebijakan deviden merupakan topik dalam literatur keuangan yang masih sering diperdebatkan. Black (1976) menyatakan bahwa semakin kuat kita melihat gambaran akan deviden maka akan semakin nyata hal tersebut, menyerupai sebuah *puzzle* yang bagian satu dan

bagian lainnya yang sulit untuk disatukan. Bahkan Bhattacharyya (2007) dalam kajian literatur yang dilakukannya menyatakan bahwa kebijakan deviden merupakan suatu hal yang paling sulit dan merupakan tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan. Studi atas hal ini telah dilakukan selama beberapa dekade akan tetapi belum dipahami faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden dan bagaimana faktor-faktor tersebut saling mempengaruhi. Terdapat beberapa teori kebijakan deviden dan nilai perusahaan yang sampai saat ini masih menarik untuk dikaji. *Dividend irrelevance theory* dari Miller dan Modigliani (1961) menjelaskan bahwa kebijakan deviden adalah tidak relevan, karena sama sekali tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau biaya modal perusahaan. Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan investasi bukan pada laba yang dibagi untuk deviden dan laba yang ditahan. Lebih lanjut teori ini menyatakan bahwa nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh kekuatan aktiva perusahaan dalam menghasilkan laba, perlakuan alokasi laba menjadi deviden, serta laba ditahan.

Sebaliknya teori *Bird in the Hand* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner menyatakan bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang melakukan pembayaran deviden karena risikonya lebih kecil dibandingkan dengan *capital gain*. Sehingga teori ini menyarankan perusahaan untuk menentukan *dividend payout ratio* atau bagian laba setelah pajak yang dibagikan yang tinggi untuk meminimumkan biaya modal.

Teori lain yang dikemukakan oleh Lizenberg dan Ramaswamy yang dikenal dengan *tax differential theory* menyatakan bahwa deviden yang diterima oleh pemegang saham akan dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada pajak atas *capital gain*. Investor lebih menyukai laba yang diperoleh perusahaan digunakan kembali untuk investasi karena pada akhirnya diharapkan dapat menghasilkan *capital gain* di masa mendatang.

Beberapa penelitian membuktikan bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan deviden. Semakin baik implementasi *corporate governance* maka *dividend payout ratio* akan semakin tinggi karena implementasi *corporate governance* mengurangi konflik keagenan yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan manajemen (Dey, 2008). Kowalewski *et al.* (2007) melakukan penelitian terhadap 110 perusahaan non keuangan di Polandia tahun 1998-2004. dan menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar, laba yang besar memiliki rasio pembayaran deviden yang lebih besar. Perusahaan dengan resiko dan utang tinggi, lebih menyukai untuk membayarkan deviden lebih kecil. Pengukuran standar *corporate governance* menggunakan *Transparency Disclosure Index* (TDI) untuk perusahaan publik di Polandia dan hasilnya menunjukkan bahwa kenaikan TDI menggambarkan praktik *corporate governance* yang secara statistik signifikan mengalami kenaikan seiring dengan kenaikan *dividen-to-cash-flow ratio*.

Penelitian tentang hubungan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan banyak dilakukan. Salah satunya adalah penelitian Dharmapala dan Khana (2008) di India, menggunakan 4000 perusahaan sampel tahun 1998 sampai tahun 2006. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif dengan jumlah lebih dari 10% dari penerapan *corporate governance* terhadap nilai perusahaan (diukur menggunakan *Tobin's Q*). Penelitian ini memberikan kontribusi praktis tentang pembaharuan *corporate governance* di India. Tang (2007) melakukan penelitian yang menguji pengaruh dari mekanisme *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan return saham. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan yang terdaftar di *Tokyo Stock Exchange* (TSE) dengan menggunakan analisis *pooled least squares regression estimated*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara perputaran anggota *board of director* dan kinerja perusahaan, pengukuran dewan berhubungan negatif terhadap kinerja perusahaan, dan *outside directorship* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian tentang kebijakan deviden dan nilai perusahaan dilakukan pula oleh Travlos *et al.* (2001) yang membuktikan bahwa kebijakan deviden relevan terhadap nilai perusahaan sekaligus mengurangi asimetri informasi antara manajer dan investor. Amidu (2007) melakukan penelitian untuk menguji apakah kebijakan deviden berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan yang dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di *Ghana Stock Exchange* (GSE). Hasil

penelitiannya mendukung pernyataan bahwa kebijakan deviden adalah relevan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *ROA*.

Teori keagenan, secara teoritis menjelaskan bahwa ketika ada pemisahan antara pemilik dan manajer, maka akan mengakibatkan munculnya konflik kepentingan dimana agen tidak memaksimalkan kesejahteraan pemilik, karena cenderung untuk mengejar kepentingan sendiri dengan mengorbankan kepentingan pemilik. *Corporate governance* merupakan mekanisme yang dapat mengurangi konflik kepentingan karena mampu mensejajarkan kepentingan pemegang saham selaku pemilik dan kepentingan manajemen. Implementasi atas *corporate governance* dapat berpengaruh juga terhadap *dividend payout ratio* (Dey, 2008). Keown *et al.* (2008: 422) menuliskan bahwa kebijakan deviden merupakan salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan. Kebijakan deviden dapat menunjukkan komitmen manajer dan sinyal yang direspon positif oleh investor sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan (Gugler, 2003).

Sehubungan dengan uraian tersebut, maka motivasi penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan dan kebijakan deviden, dan menguji pengaruh kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Perbedaan hasil penelitian terdahulu mendorong penelitian ini untuk menguji ulang dan mengembangkan model, dengan menempatkan kebijakan deviden sebagai variabel intervening. Selain itu perbedaan teori dalam preferensi kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan ikut memotivasi penelitian ini untuk menguji kebijakan deviden dengan fenomena yang terjadi di Indonesia.

**METODE**

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur (*Path Analysis*). Analisis jalur digunakan untuk menguji hubungan sebab akibat berdasarkan pengetahuan, perumusan teori dan asumsi, juga dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian serta menafsir hubungan tersebut. Berikut ini adalah persamaan untuk analisis jalur:

$$Y_1 = P_{y1x1} X_1 + \epsilon_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$Y_2 = P_{y2x1} X_1 + P_{y2x2} Y_1 + \epsilon_2 \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

- P : Koefisien jalur
- X<sub>1</sub> : *Corporate Governance*
- Y<sub>1</sub> : Kebijakan Deviden
- Y<sub>2</sub> : Nilai Perusahaan

**Sampel**

Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan adalah perusahaan tersebut terdaftar sebagai peserta *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* pada tahun 2011-2015, membagikan deviden, mempunyai informasi pengukuran variabel yang berkaitan dengan nilai perusahaan. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sejumlah 44 perusahaan.

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

**Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran tentang karakteristik data penelitian. Penelitian ini menggunakan 4 variabel, yang terdiri dari variabel independen yaitu CG, variabel dependen yaitu nilai perusahaan dan variabel intervening yaitu kebijakan deviden. Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif untuk keempat variable tersebut.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

| Variabel | N  | Minimum | Maksimum | Rata-rata | Deviasi Standar |
|----------|----|---------|----------|-----------|-----------------|
| CG       | 44 | 70,100  | 96,550   | 83,899    | 4,772           |

|                   |    |       |       |       |       |
|-------------------|----|-------|-------|-------|-------|
| Kebijakan deviden | 44 | 0,103 | 0,727 | 0,345 | 0,135 |
| Nilai Perusahaan  | 44 | 0,890 | 6,324 | 1,867 | 1,142 |

Tabel 1 menunjukkan bahwa variabel CG memiliki nilai minimum sebesar 70,100 dan nilai maksimum 96,550 sedangkan nilai rata-rata secara keseluruhan sebesar 83,899 dengan deviasi standar sebesar 4,772. Nilai rata-rata sebesar 83,899 dalam kategori peringkat IICG menunjukkan bahwa perusahaan termasuk pada kategori perusahaan terpercaya.

Variabel kebijakan deviden diukur dengan proksi DPR, memiliki nilai minimum sebesar 0,103 dan nilai maksimum 0,727, sedangkan nilai rata-rata secara keseluruhan sebesar 0,345 dengan deviasi standar sebesar 0,135. Nilai yang ditunjukkan oleh DPR adalah proporsi jumlah deviden yang dibagikan oleh perusahaan. Nilai minimum DPR sebesar 10,3% dari laba yang diperoleh dibagi pada pemegang saham. Sehingga nilai rata-rata 0,345 mendeskripsikan bahwa sekitar 34,5% dari laba yang ada dibayarkan oleh perusahaan berupa deviden.

Variabel nilai perusahaan diukur dengan indeks *Tobin's Q*. memiliki nilai minimum sebesar 0,890 dan nilai maksimum 6,324 sedangkan nilai rata-rata secara keseluruhan sebesar 1,867 dengan deviasi standar sebesar 1,142. Semakin besar indeks *Tobin's Q*, maka semakin tinggi nilai perusahaan tersebut. Nilai rata-rata untuk nilai perusahaan sebesar 1,142 adalah lebih besar dari 1, sehingga ini mendeskripsikan bahwa data penelitian memiliki nilai perusahaan yang cukup tinggi.

### Hasil Analisis Jalur

Pendugaan terhadap seluruh koefisien jalur yang dimodelkan pada penelitian ini dapat diringkas pada Tabel 2.

**Tabel 2. Ringkasan Koefisien Jalur**

| Variabel Independen | Variabel Dependen | Koefisien Beta | Nilai Probabilitas |
|---------------------|-------------------|----------------|--------------------|
| CG                  | Kebijakan deviden | 0,298          | 0,049              |
| CG                  | Nilai perusahaan  | -0,261         | 0,088              |
| Kebijakan deviden   | Nilai perusahaan  | 0,397          | 0,011              |

Sumber: Data sekunder Diolah, 2016

Tabel 2 di atas menjelaskan bahwa dari ketiga jalur pada model hipotesis tidak seluruhnya signifikan. Peran dominan terhadap nilai perusahaan dari kebijakan deviden. Secara khusus jalur dominan ini menjadi menarik karena menjadi penentu tingginya kebijakan deviden dan nilai perusahaan.

### Hubungan Langsung dan Tidak Langsung

**Tabel 3. Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung**

| Variabel Independen | Variabel Dependen | Pengaruh Langsung | Pengaruh Tidak Langsung |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------------|
| GCG                 | Kebijakan Deviden | 0,298             | -                       |
| GCG                 | Nilai Perusahaan  | -0,261            | 0,298 x 0,397 = 0,118   |
| Kebijakan Deviden   | Nilai Perusahaan  | 0,397             | -                       |

Sumber: Data sekunder Diolah, 2016

### Hasil Pengujian dan Pembahasan Hipotesis

Pengambilan keputusan untuk pengujian hipotesis digunakan nilai signifikansi (p-value) dengan kriteria apabila p-value > 0,05, maka H<sub>0</sub> diterima, artinya koefisien jalur yang diperoleh adalah tidak signifikan, Dan apabila p-value < 0,05 maka H<sub>0</sub> ditolak, artinya koefisien jalur yang diperoleh adalah signifikan.

### **Pengaruh Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan**

Hipotesis H1 menyatakan bahwa CG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil uji-t terhadap koefisien jalur pada hubungan ini sebesar -0,261 adalah tidak signifikan ( $p$ -value=0,088), sehingga dapat disimpulkan bahwa data penelitian **tidak mendukung** hipotesis H1 bahwa CG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut maka CG yang diukur menggunakan indeks *corporate governance* tidak mempunyai cukup bukti bahwa CG mempengaruhi nilai pasar perusahaan yang diukur menggunakan *Tobin's q*. Hasil ini menandakan bahwa peningkatan dalam implementasi CG belum mampu mempengaruhi nilai pasar. Hal ini mungkin disebabkan oleh respon pasar terhadap implementasi CG tidak bisa secara langsung akan tetapi membutuhkan waktu. Ilustrasi dalam hal ini misalnya pada tahun 2011 perusahaan X mengimplementasikan CG dengan baik dengan skor indeks CG yang tinggi, maka hal tersebut belum mampu meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka waktu yang sama dan investor tidak bereaksi atas implementasi CG.

Hasil ini konsisten dengan temuan dari Darmawati *et al.* (2003) dan Javed *et al.* (2007). Darmawati *et al.* (2003) membuktikan bahwa indeks *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan Javed *et al.* (2007) membuktikan bahwa tidak semua elemen dalam CG penting. Komposisi dewan dan struktur kepemilikan dapat meningkatkan nilai perusahaan, akan tetapi pengungkapan dan transparansi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Corporate Governance terhadap Kebijakan Deviden**

Hipotesis H2 menyatakan bahwa CG berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden. Hasil uji-t terhadap koefisien jalur pada hubungan ini sebesar 0,298 adalah signifikan ( $p$ -value=0,049), sehingga dapat disimpulkan bahwa data penelitian **mendukung** hipotesis H2 bahwa CG berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat dilihat bahwa hubungan antara CG terhadap kebijakan deviden berbanding lurus. Artinya semakin tinggi implementasi CG maka akan semakin besar tekanan terhadap manajer untuk melakukan pembayaran deviden. Sebaliknya ketika implementasi CG rendah maka pembayaran deviden akan semakin berkurang.

Hasil pengujian ini tidak menemukan cukup bukti untuk dapat menerima penjelasan dari hasil penelitian Mitton (2004) yang membuktikan bahwa CG berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden pada negara-negara dengan perlindungan hukum yang kuat. Artinya Indonesia yang termasuk dalam *emerging market* dimana perlindungan hukum yang lemah tidak dapat dibuktikan bahwa hubungan antara CG terhadap kebijakan deviden bersifat berbanding terbalik (*substitute effect*). Hal tersebut dikarenakan implementasi CG di Indonesia sudah semakin baik sehingga pembayaran deviden bukan lagi disebabkan untuk meningkatkan reputasi perusahaan. Selain itu implementasi CG dengan baik dapat melindungi kepentingan *minority shareholder* yakni memperoleh deviden dari dana yang telah disetorkan kepada perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan**

Hipotesis H3 menyatakan bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil uji-t terhadap koefisien jalur pada hubungan ini sebesar 0,397 adalah signifikan ( $p$ -value=0,011), sehingga dapat disimpulkan bahwa data penelitian **mendukung** hipotesis H3 bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil pengujian tersebut maka dengan membayarkan deviden kepada pemegang saham maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Dalam teori kebijakan deviden *bird in the hand* menyatakan bahwa investor lebih menyukai deviden dibandingkan dengan *capital gain*, karena deviden bersifat lebih pasti jika dibandingkan dengan *capital gain*. Kebijakan pembayaran deviden inilah yang akan direspon positif oleh investor sehingga hal tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini juga sesuai dengan teori agensi yakni dengan adanya kebijakan pembayaran deviden maka akan mengurangi masalah agensi yang ada, karena *free cash flow* yang dimiliki oleh manajer akan semakin berkurang. Investor akan menilai rendah perusahaan yang



menyimpan kas dan memberi nilai tinggi pada perusahaan yang menyimpan jumlah kas sedikit. Selain itu hasil penelitian ini juga mendukung teori sinyal yakni perusahaan akan memberikan informasi kepada investor dan kebijakan deviden dapat digunakan sebagai sinyal atas prospek yang dimiliki oleh perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Travlos *et al.* (2001), Dhanani (2005) dan Amidu (2007). Travlos *et al.* (2001) membuktikan bahwa pembayaran deviden mampu mengurangi asimetri informasi antara pihak investor dan manajemen, sehingga kebijakan deviden secara langsung dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dhanani (2005) dapat membuktikan bahwa kebijakan deviden perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan terutama bagi pemegang saham pada kondisi ketidaksempurnaan pasar modal. Hasil penelitian Amidu (2007) membuktikan bahwa pembayaran deviden berhubungan positif dengan nilai perusahaan, hal tersebut mengindikasikan ketika perusahaan menetapkan pembayaran deviden maka dapat berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan.

### **Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Deviden**

Hipotesis H4 menyatakan bahwa CG berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden. Pengujian hipotesis ini berhubungan dengan hasil uji pada dua jalur yaitu (1) GC ke kebijakan deviden pada H2 dan (2) kebijakan deviden ke nilai perusahaan pada H3. Hasil uji-t terhadap koefisien jalur pertama sebesar 0,298 adalah signifikan ( $p$ -value=0,049). Sedangkan hasil uji-t terhadap koefisien jalur kedua sebesar 0,397 adalah signifikan ( $p$ -value=0,011). Sehingga dapat disimpulkan bahwa data penelitian **mendukung** hipotesis H4 bahwa CG berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden.

Berdasarkan pengujian hipotesis tersebut maka terdapat pengaruh tidak langsung CG terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden. Ketika implementasi CG pada perusahaan bagus, maka pihak *minority shareholder* dapat menekan pihak manajemen untuk melakukan pembayaran deviden. Investor seringkali mempertimbangkan pengumuman kebijakan pembayaran deviden karena hal tersebut menunjukkan prediksi atas pendapatan dimasa yang akan datang. Investor akan menilai tinggi perusahaan yang membayarkan deviden.

Dalam teori sinyal dijelaskan bahwa kebijakan deviden digunakan oleh manajer sebagai sarana memberikan informasi yang berkualitas mengenai pendapatan perusahaan di masa yang akan datang kepada investor. Selain itu kebijakan pembayaran deviden merupakan informasi yang memiliki biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan alternatif lainnya (Abbor dan Bokpin, 2010). Dugaan peneliti bahwa terdapat pengaruh tidak langsung atas pengaruh CG terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden dalam penelitian dapat dibuktikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa implementasi CG tidak secara langsung dapat mempengaruhi nilai perusahaan, akan tetapi implementasi CG dapat meningkatkan kebijakan pembayaran deviden. Kebijakan inilah yang kemudian akan direaksi oleh investor.

### **SIMPULAN DAN SARAN**

Secara umum, teori agensi dan teori sinyal yang digunakan dalam penelitian ini berhasil membuktikan bahwa konflik keagenan akan berkurang jika *corporate governance* pada sebuah perusahaan diimplementasikan secara baik dan perusahaan memiliki kebijakan pembayaran deviden untuk mengurangi asimetri informasi yang ada antara pihak manajemen dengan investor. Selain itu kebijakan pembayaran deviden digunakan oleh sebuah perusahaan sebagai sinyal atas prediksi pendapatan yang akan diperoleh di masa yang akan datang.

Hasil penelitian ini memiliki beberapa implikasi, baik untuk pengembangan teori dan praktik dan kebijakan. Hasil temuan ini dapat memberikan tambahan kajian teori keagenan yaitu memperoleh gambaran yang lebih komprehensif dalam memahami fenomena yang berkaitan dengan adanya pemisahan antara pemilik dan pengelola perusahaan. Temuan ini memberikan implikasi bahwa implementasi *corporate governance* dapat mengurangi konflik agensi.

Kebijakan pembayaran deviden secara empiris dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil temuan ini sejalan dengan teori kebijakan deviden *bird in the hand* yang berpendapat bahwa investor lebih

menyukai jika perusahaan membayarkan deviden karena lebih pasti. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa semakin baik perusahaan mengimplementasikan *corporate governance* maka hal ini dapat berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran deviden yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini juga mengindikasikan bahwa investor seharusnya mulai mempertimbangkan implementasi *corporate governance* karena implementasi *corporate governance* secara baik dapat melindungi pihak *minority shareholder*. Temuan dalam penelitian ini membuktikan bahwa kebijakan pembayaran deviden dapat meningkatkan nilai perusahaan. Implikasi atas temuan tersebut bagi perusahaan adalah sebaiknya mulai mempertimbangkan pemberian deviden kepada investor karena berdasarkan fenomena yang ada perusahaan yang memberikan deviden relatif sangat sedikit jumlahnya.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Abbor, Joshua dan Godfred A. Bokpin. (2010). Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy. *Studies Economic and Finance*. Vol 27 No.3 pp 180-194
- Amidu, Mohammed. 2007. How Does dividend Policy Affect Performance of The Firm of Ghana Stock Exchange. *Investment Management & Financial Innovation*, 4,2 pp. 103-137
- Bhattacharya, N. 2007. Dividend Policy: a Review, *Managerial Finance*, Vol.1: pp.4-13
- Black, F. 1976. The dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, Vol, 2: pp.5-8
- Dey, Aiysha. 2008. Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*. Vol.46 No.5 pp.1143-1181
- Dhanani, Alpa. 2005. Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, No. 7&8: pp. 1625-1672
- Dharmapala, Dhammika dan Vikramaditya Khanna. 2008. Corporate Governance, Enforcement, and Firm Value: evidence from India, *working Paper Series*, No. 08-005
- Dharmawati Deni, Khomsiyah dan R.G. Rahayu. 2005. Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *JRAI*. Vol.8 No.1 pp.65-81
- Gugler, K. 2003. Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and The Interrelation between Dividend, and capital Investment, *Journal of Banking and Finance*, 27 pp. 1297-1321
- Javed, Attiya Y., dan Iqbal Robina. 2007. Relationship Between corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange, *MPRA Papper*, No.2225
- Keown, Arthur., John D. Martin dan J William Petty. 2008. *Foundation of Finance The Logic and Practice of Financial Management*, Sixth Edition. Pearson Prentice Hall. New Jersey
- Kowalewski, Oskar., Ivan Stetsyuk dan Oleksandr Talavera. 2007. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=986111>*. JEL Classification Codes: G30, G32, G35
- Mitton, Todd. 2004. Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Market, *Emerging Market Review* Vol 5 pp.409-426
- Miller, M. H., dan F Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share. *Journal of Business*. Vol 34 pp. 411-433
- Purbawangsa, Ida Bagus Anom. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Komposisi Dewan Direksi serta Dewan Komisaris terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan pada Industri Manufaktur di BEJ. *Disertasi*. Universitas Airlangga
- Sawicki, Julia. 2009. Corporate Governance and dividend Policy in Southeast Asia Pre- and Post Crisis. *The European Journal of Financ*. Vol 15, No.2 pp.211-230
- Scott, W. R. 2009. *Financial Accounting Theory*. Fifth Edition. Toronto. Prentice-Hall.
- Silviera, Alexandre Di Miceli dan Lucas Ayres B. De C Baros. 2007. Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil, *Working Papper*.
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*. Edisi Pertama. Graha Ilmu. Yogyakarta.

Tang, Linda. 2007. A Simultaneous approach to analyzing the Relation Between Board Structure, Corporate Governance Mechanism and Performance of Japanese Firm, *A Thesis Submitted to the College of Graduate Studies and Research in Partial Fullfilment of the Requirements for the Master of Science.*

Travlos N., Trigeorgis L dan Vafeas N. 2001. Shareholder Wealth Effect of Dividend Policy Changes in an Emerging Market. *Multinational Finance Journal*. Vol 5, No.2 pp 87-112

[www.iicg.org.id](http://www.iicg.org.id)

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

[www.oecd.org](http://www.oecd.org)