



ANALISIS PENGARUH MEKANISME *INTERNAL* DAN *EXTERNAL CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP PROFITABILITAS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN

(Studi Empiris Pada Perusahaan Go Publik di Pasar Modal Indonesia)

Christiana Fara Dharmastuti (christiana.fara@yahoo.com)
Fakultas Ekonomi Unika Atma Jaya

ABSTRAK

Kebijakan dividen, merupakan suatu topik yang menarik untuk diteliti meskipun terjadi banyak perdebatan dengan pendekatan berbagai teori mengenai dividen. Dalam penelitian ini kebijakan dividen akan dikaji melalui teori keagenan dengan memperhatikan pengaruh dari *corporate governance* perusahaan, khususnya melalui pemisahan mekanisme *corporate governance* secara internal maupun eksternal (Gillan, 2006) yang dimediasi oleh profitabilitas perusahaan. Penelitian dilakukan pada semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2010. Penyelesaian estimasi *path model* dan pengujian hipotesis menggunakan program AMOS 16.0. Hasil penelitian menunjukkan bahwa mekanisme *internal corporate governance* yang diukur dari komisaris independen dan rasio kompensasi eksekutif ternyata tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan, sedangkan mekanisme *external corporate governance* yang diukur dari stabilitas dan prosentase kepemilikan institusi berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Kondisi ini menunjukkan bahwa *external corporate governance* memiliki kekuatan yang lebih besar untuk melakukan *monitoring* dan memberikan pengaruh atas kebijakan keuangan perusahaan.

Kata kunci: *corporate governance external*, *corporate governance internal*, kebijakan dividen, kepemilikan institusi

ABSTRACT

Dividend policy is an interesting topic to be discussed despite the fact that there are contentious arguments on theories about dividend. In this research dividend policy will be viewed through the agency theory by considering the effect of the company's corporate governance, in particular through the separation mechanism of internal and external corporate governance (Gillan, 2006) which are mediated by profitability. The study was conducted by all non-financial companies at the Indonesia Stock Exchange from 2007 to 2010. AMOS 16.0 program is used in estimating the completion path model and testing hypothesis. The results shows that the mechanisms of internal corporate governance via the existence of independent commissioner and executive compensation can not significantly influence the company's financial performance, while mechanisms of external corporate governance as measured by the stability and the percentage of institutional ownership significantly influence the company's financial performance. This indicates that the external corporate governance has a greater power to monitor and influence the financial policies of the company.

Keywords: dividend policy, external corporate governance external, institution ownership, internal corporate governance internal

Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dalam mewujudkan tujuan perusahaan. Studi mengenai kebijakan dividen merupakan salah satu tantangan yang paling sulit dihadapi dan hingga sekarang masih menjadi perdebatan para peneliti. Bhattacharya (2007) menyatakan walaupun banyak studi yang telah dilakukan tetapi faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dan faktor yang berinteraksi didalamnya, masih belum dapat dipahami secara lengkap. Hingga saat ini keputusan pembayaran dividen masih merupakan suatu paradoks yang belum dapat dijelaskan mengapa perusahaan membayar dividen, yang sering kali disebut *dividend puzzle* (Black, 1996).

Dalam studinya di US, Kanada, Jerman, Prancis dan Jepang pada tahun 1989-2003, Denis dan Osobov (2008) menemukan kecenderungan semakin banyaknya perusahaan yang memiliki karakteristik untuk tidak membayar dividen dan adanya penurunan pada margin pembayaran dividen.

Meskipun masih terdapat perdebatan dengan pendekatan berbagai teori mengenai dividen, studi tentang kebijakan dividen tetap menarik untuk diteliti. Menurut Chiang, Frankfurter, Kosedag, dan Wood (2006); Nagy dan Obenberger (1994); Guo dan Ni (2008) yang meneliti investor individu maupun institusi, menemukan bahwa investor tetap menginginkan dividen dan menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi.

Studi ini mengkaji kebijakan dividen melalui teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976). Teori ini memandang bahwa dalam perusahaan terdapat pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan, yang dapat menimbulkan adanya masalah keagenan. Masalah yang muncul dalam hubungan keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan kontrak, namun tidak semua aspek dapat dituangkan dalam kontrak, sehingga diperlukan suatu mekanisme *corporate governance* /tata kelola perusahaan (Hart, 1995).

Corporate governance merupakan suatu sistem hukum, aturan dan faktor-faktor yang mengontrol operasi perusahaan (Gillan, 2006). Sedangkan Rezaee (2007) secara khusus menjelaskan peran dari *corporate governance* adalah mengurangi biaya keagenan dan untuk menciptakan nilai jangka panjang bagi pemegang saham dengan fokus pada tanggung jawab *monitoring* dewan direksi dan fungsi manajemen pada senior eksekutif.

Menurut Gillan (2006) dan Rezaee (2007) mekanisme *corporate governance* dapat dibedakan menjadi mekanisme internal dan mekanisme eksternal. Mekanisme internal berasal dari dewan komisaris, kontrol internal, dan fungsi internal audit. Kualitas mekanisme internal secara luas berhubungan dengan kinerja perusahaan yang lebih baik (Aman & Nguyen, 2008). Pengawasan oleh dewan komisaris merupakan mekanisme yang sangat penting dalam menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajemen. Mekanisme eksternal berasal dari pasar modal, pasar kontrol perusahaan, pasar tenaga kerja, status negara, keputusan pengadilan, pemegang saham dan praktek dari aktifitas investor.

Secara khusus studi ini ingin menguji peran dari mekanisme *corporate governance* baik secara internal maupun eksternal terhadap profitabilitas dan kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan *go public* di Indonesia.

Corporate governance menurut Rezaee (2007) dinyatakan sebagai suatu mekanisme untuk menyesuaikan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Secara khusus peran dari *corporate governance* adalah untuk mengurangi biaya keagenan dan untuk menciptakan nilai jangka

panjang bagi pemegang saham dengan fokus pada tanggung jawab *monitoring* dewan direksi dan fungsi manajemen pada senior eksekutif. Alwi (2009) menyatakan bahwa konsep *corporate governance* muncul dari teori keagenan. Teori keagenan menunjukkan adanya konflik, esensi konflik dan penyelesaian konflik. Saat masalah konflik keagenan menjadi kompleks, *corporate governance* dibutuhkan.

Mekanisme *internal corporate governance* akan dikaji melalui peran dari komisaris independen dan kompensasi eksekutif. Gillan (2006), menjelaskan bahwa mekanisme ini berada didalam perusahaan, dan berasal dari dua pihak yakni dewan komisaris sebagai titik tertinggi yang melakukan sistem pengendalian internal dan manajemen yang bertindak sebagai agen perusahaan.

Komisaris independen menurut Byrd, Parrino, dan Pritsch (1998) dan Tihanyi, Johnson, Hoskisson, dan Hift (2003) merupakan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dan tidak memiliki afiliasi dengan manajemen, sehingga dapat menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajemen melalui tugasnya memonitor dan mengawasi pelaksanaan keputusan manajemen.

Kompensasi eksekutif merupakan salah satu mekanisme dalam mengurangi masalah keagenan. Melalui kontrak kompensasi yang efektif dapat menarik dan mempertahankan manajer serta memberikan dorongan bagi manajer untuk membuat keputusan dalam menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham (Byrd, Parrino, dan Pritsch, 1998). Ryan dan Schneider (2003) menyatakan bahwa implementasi sistem insentif yang tepat akan mensejajarkan kepentingan agen dan pemilik daripada melalui kekuasaan dan politik.

Mekanisme *external corporate governance* akan dikaji melalui peran pemegang saham institusi. Institusi sebagai pemilik perusahaan memiliki peran yang strategis dalam memberikan pengaruh pada perusahaan, karena institusi dianggap merupakan suatu lembaga yang lebih profesional dibandingkan investor individu. Institusi sebagai investor memiliki kemampuan dalam berbagai hal antara lain: dalam memperoleh informasi perusahaan Elyasiani dan Jia (2010); Rubin dan Smith (2009); Guo dan Ni (2008); Han, Lee, dan Suk (1999), dalam melakukan *monitoring* agen, Chen, Harford, dan Li (2007); Cornett, Marcus, Saunders, dan Tehnarian (2007), mempengaruhi kebijakan strategis perusahaan, diteliti oleh Tihanyi, Johnson, Hoskisson, dan Hift (2003); Grinstein dan Michely (2005); Chen, Harford, dan Li (2007).

Melalui peran yang strategis dalam dunia bisnis, peningkatan kepemilikan institusi semakin tahun semakin bertambah besar. Chen,dkk(2007) dan Grinstein dan Michaely (2005) menyatakan selama 50 tahun terakhir kepemilikan institusi di US meningkat dari 7% menjadi 51% diakhir tahun 2004.

Peran dari pemilik institusi dalam studi ini akan dikaji melalui stabilitas kepemilikan institusi dan persentase kepemilikan institusi. Elyasiani dan Jia (2010) mengungkapkan terdapat beberapa keuntungan melalui pengukuran stabilitas kepemilikan yaitu; 1) Ketahanan dari kepemilikan, investor institusi yang stabil memiliki peluang yang besar untuk mempelajari mengenai perusahaan yang akan diinvestasi sebagai dasar dorongan pengawasan yang efektif. 2) Kepemilikan institusional jangka panjang dihubungkan dengan pengurangan tekanan dan mengurangi asimetri informasi. 3) Kepemilikan institusional yang stabil, terutama dalam jumlah yang besar dapat meningkatkan *governance* perusahaan melalui tekanan kepada manajemen untuk mengubah stuktur kompensasi eksekutif menjadi lebih baik menyesuaikan dengan kepentingan manajer dan pemegang saham.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 1: Mekanisme *internal corporate governance* berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Hipotesis 2: Mekanisme *external corporate governance* berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Hipotesis 3: Mekanisme *internal corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hipotesis 4: Mekanisme *external corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hipotesis 5: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Dalam penelitian ini semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, pada tahun 2007-2010, digunakan sebagai subyek penelitian. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang membagikan dividen pada tahun 2007-2010, memiliki data kepemilikan institusi secara kuartalan (pengukuran stabilitas kepemilikan institusi menggunakan data kuartalan selama dua tahun sejak tahun 2006), memiliki data anggota komisaris independen dan memiliki data jumlah kompensasi eksekutif.

Data keuangan digunakan berdasarkan data tahunan dan data kuartalan yang diperoleh dari www.idx.co.id dan dari *Indonesian Capital Market Directory*. Data diambil menggunakan *pooled data* dengan teknik *purposive sampling*.

Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh jumlah data 212 unit data tahun perusahaan yang berasal dari delapan kelompok industri non keuangan.

Variabel yang diteliti dalam penelitian ini adalah:

- (1) Mekanisme *internal corporate governance* diukur menggunakan dua proksi: 1) rasio komisaris independen, proporsi jumlah komisaris independen dari keseluruhan anggota dewan komisaris, dan 2) rasio kompensasi eksekutif, biaya kompensasi direksi dan komisaris dibandingkan total biaya kompensasi.
- (2) Mekanisme *external corporate governance* diukur menggunakan dua proksi: 1) stabilitas kepemilikan institusi, 2) dan konsentrasi kepemilikan institusi. Stabilitas kepemilikan institusi diukur menggunakan ukuran yang dikemukakan Elyasiani dan Jia (2010) yakni *institutional ownership persistence* (IOP) dari rasio rata-rata proporsi kepemilikan dibagi dengan deviasi standar proporsi kepemilikan selama periode analisa.

$$IOP_t = \sum_{j=1}^J \left[\left(\sum_{i=1}^n p_{i,t}^j / n \right) / Std(p_{i,t}^j) \right] / Jt$$

t= waktu analisis, p=proporsi investor institusi pada suatu perusahaan i oleh investor j pada saat t, Std= deviasi standar p selama periode analisis, J=jumlah investor institusi pada perusahaan t. Konsentrasi kepemilikan institusi dihitung melalui jumlah persentase lima kepemilikan institusi terbesar.

Profitabilitas sebagai variabel mediasi diukur menggunakan *return on equity* ($EAT/Total\ equity$).

Kebijakan dividen diukur menggunakan *dividen payout ratio* ($Dividend/EAT$).

Analisis data menggunakan pendekatan analisis jalur (*path analysis*) dengan penyelesaian menggunakan bantuan program AMOS 16,0.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dari tabel deskripsi statistik pada Tabel 1 (lampiran) diketahui bahwa pada variabel DPR, nilai minimum -0,0223 menunjukkan terdapat perusahaan yang rugi dengan nilai ROE negatif namun

tetap membagikan dividen dan pada nilai maksimum sebesar 1,3633 menunjukkan terdapat perusahaan yang membagikan dividennya melebihi laba bersih yang diperoleh pada tahun tersebut. Keadaan tersebut menjelaskan bahwa perusahaan kemungkinan menggunakan cadangan laba ditahannya untuk dibagikan sebagai dividen.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.
DPR	207	-0,0223	1,3633	0,2804	0,2456
ROE	207	-0,17	0,63	0,1751	0,1136
RKI	207	0,1429	0,7500	0,3856	0,0923
RKE	207	0,0017	0,9491	0,1897	0,1766
IOP	207	0,1567	1,0E16	7,999E14	2,5268E15
KKI	207	0,0198	0,9977	0,6661	20,1587

Sumber: data yang diolah

Variabel mekanisme internal *corporate governance* yang diukur dari rasio kompensasi eksekutif (RKE) menunjukkan adanya perbedaan yang sangat besar dalam kompensasi eksekutif, terdapat perusahaan yang memberikan nilai kompensasi dengan proporsi yang sangat besar (0,9491) bagi para eksekutifnya namun juga nilai minimum menunjukkan proporsi yang sangat kecil yaitu 0,0017.

Variabel rasio komisaris independen (RKI) memiliki nilai minimum sebesar 0,1429 dan nilai maksimum 0,75, dengan nilai rata-rata 0,3856. Kondisi ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan telah berusaha memenuhi keberadaan komisaris independen sesuai yang di syaratkan undang-undang yakni minimal 30 %.

Variabel mekanisme eksternal *corporate governance* yang diukur menggunakan stabilitas kepemilikan (IOP), sangat berbeda jauh nilainya antara nilai minimum dan maksimum, kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel memiliki variasi yang sangat tinggi antar perusahaan. Terdapat perusahaan yang sangat tidak stabil kepemilikan institusinya dari sisi jumlah dan pemilik, namun disisi lain nilai maksimum menunjukkan kepemilikan yang sangat stabil, hampir tidak ada perubahan kepemilikan institusi selama periode analisis. Kondisi ini didukung kecenderungan adanya konsentrasi kepemilikan institusi (KKI) yang sangat tinggi mencapai 0,9977, dengan demikian hanya 0,0023 saham yang dimiliki oleh publik.

Sebelum pengujian lebih lanjut karena analisis menggunakan pendekatan *path analysis* yang pada umumnya menggunakan menggunakan estimasi *Maximum Likelihood*, maka akan diuji terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi yaitu: normalitas data dan tidak adanya data *outliers* serta multikolinieritasnya (Ghozali,2008).

Evaluasi Normalitas Data, hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai CR untuk *multivariate* adalah 9,84, meskipun nilai ini diatas nilai kritis $\pm 2,58$, namun menurut Klein (2005) data akan menimbulkan masalah jika memiliki nilai CR lebih dari 10 dan akan mengalami masalah serius jika CR lebih dari 20.

Evaluasi *Outliers*, hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai Mahalanobis maksimal sebesar 20,945. Nilai ini lebih kecil daripada nilai *chi square* (χ^2) (6;0,001)=22,46. Kondisi ini menunjukkan data tidak terdapat *multivariate outliers*.

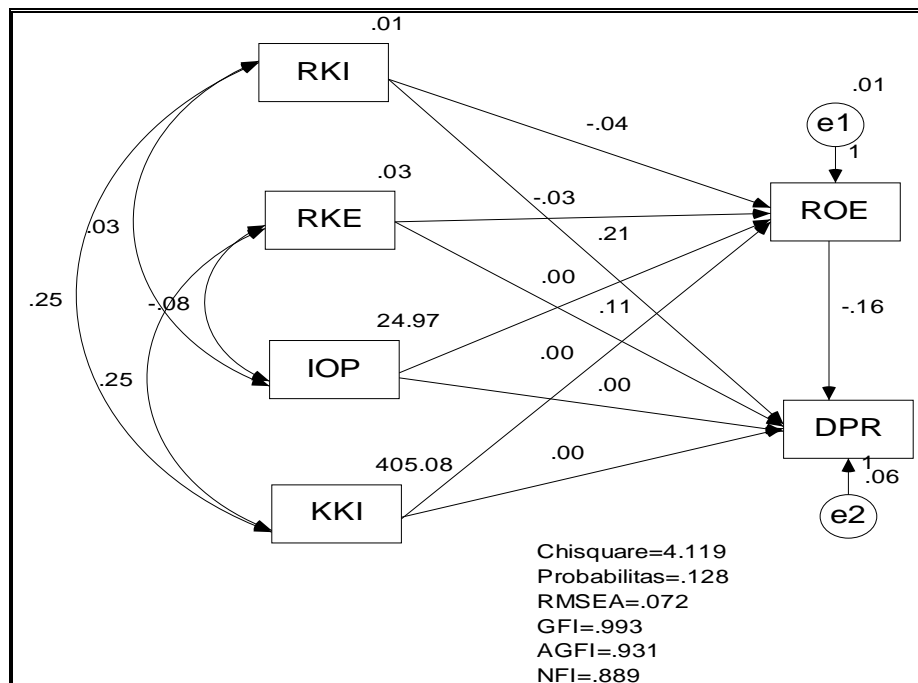
Evaluasi *Multikolinieritas*, diuji dari nilai *sample correlation matrix* dan tidak ada satupun nilai lebih dari 0,90. Sehingga tidak terjadi multikolinieritas antar variabel.

Setelah dilakukan pengujian asumsi yang harus dipenuhi, maka dilakukan uji kelayakan model (*goodness of fit*) untuk mengukur kesesuaian input observasi dengan prediksi model yang diajukan. Pengujian dilakukan menggunakan dua ukuran *absolute fit measure* dan *incremental fit measure*.

Berdasarkan Tabel 2, model memiliki nilai *chi square*, *probability*, GFI, NFI, AGFI, dan RMSEA sesuai dengan syarat *fit* dan memiliki *goodness of fit* yang baik, sehingga layak untuk dilakukan pengujian hipotesis.

Tabel 2. Hasil Goodness of Fit Test Model

Goodness of Fit Indeks	Cut off Value	Hasil	Evaluasi Model
Chi-Square (df = 2)	Kecil (< 5,991)	4,119	Baik
Probability	$\geq 0,05$	0,128	Baik
GFI	$\leq 0,90$	0,993	Baik
NFI	$\geq 0,90$	0,889	Marginal
AGFI	$\geq 0,90$	0,931	Baik
RMSEA	$\leq 0,08$	0,072	Baik



Gambar 1. Path analysis

Tabel 3: Hasil Pengujian Hipotesis

Jalur	Est.	S,E,	C.R	P
RKI -> ROE	-0,038	0,083	-0,459	0,647
RKE -> ROE	-0,025	0,043	-0,580	0,562
IOP -> ROE	0,003	0,002	1,906	0,057
KKI -> ROE	0,002	0,000	4,050	0,000
RKI -> DPR	0,211	0,185	1,145	0,252
RKE -> DPR	0,106	0,096	1,099	0,272
IOP -> DPR	-0,001	0,003	-0,196	0,845
KKI -> DPR	0,002	0,001	1,969	0,049
ROE -> DPR	-0,159	0,154	-0,1028	0,304

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Pengujian hipotesis digunakan analisis jalur (*path analysis*) dengan hasil seperti dalam Gambar 1. Sedangkan hasil pengujian hipotesis dan estimasi dalam Tabel 3, yang hanya memberikan hasil tiga hipotesis yang signifikan.

Hipotesis 1 memiliki nilai signifikansi (*p value*) sebesar 0,647 untuk RKI dan 0,562 untuk proksi RKE dengan arah koefisien negatif. Hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara mekanisme *internal corporate governance* pada profitabilitas perusahaan. Keberadaan komisaris independen seringkali tidak efektif dalam melakukan pengawasan karena diduga independensi komisaris tidak sungguh independen pada manajemen. Seperti yang disampaikan Chi dan Lee (2010); Yammeesri dan Herath (2010) bahwa keberadaan komisaris independen tidak penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan keberadaan direktur independen hanya untuk memenuhi persyaratan undang-undang.

Kompensasi eksekutif juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan dengan profitabilitas. Hasil ini berlawanan dengan Denis dan Sarin (1999) dan Baur, Frijins, Otten, dan Touraniran (2008). Kondisi ini dimungkinkan perusahaan kurang menetapkan kontrak kompensasi yang tepat sesuai dengan kondisi perusahaan. Penetapan ini dimungkinkan karena adanya *moral hazard* yang lebih mementingkan keinginan agen atau pemilik, sehingga penetapan berdasarkan kesepakatan-kesepakatan tertentu yang tidak terkait dengan kinerja perusahaan.

Pengujian hipotesis 2 menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan mekanisme *external corporate governance* dengan *p value* 0,057 dan 0,00 untuk kedua proksi IOP dan KKI. Kestabilan kepemilikan institusi (IOP) dan konsentrasi kepemilikan institusi dalam jumlah besar (KKI) dianggap mampu menjadi mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan melalui kemampuannya menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen (*alignment*).

Melalui kepemilikan institusi yang stabil dan kepemilikan dalam jumlah besar, memiliki peluang dan kemampuan yang lebih besar dalam memperoleh informasi dan mempelajari perusahaan serta lebih mampu melakukan pengawasan kepada manajer. Sehingga dapat mengurangi biaya keagenan yang dihubungkan dengan pengurangan tekanan dan asimetri informasi. Hal ini mempengaruhi manajer lebih yakin dan tenang dalam melaksanakan aktifitas dan keterlibatan investasi jangka panjang yang berdampak pada kinerja perusahaan yang lebih baik. (Chen, Harford, dan Li, 2007; Elyasiani & Jia, 2008).

Hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan mekanisme *internal corporate governance* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan, dengan *p value* 0,252 dan 0,257. Hal ini kembali menunjukkan bahwa keberadaan *internal corporate governance* yang sebenarnya untuk

menyelaraskan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham ternyata kurang menunjukkan keefektifannya. Bhagat dan Black (2000) menyatakan bahwa dewan komisaris tidak memiliki dampak pada kinerja perusahaan karena komisaris independen tidak memiliki konflik dengan perusahaan, sehingga relatif mengabaikan perusahaan karena kesibukannya maupun insentif yang terbatas dalam hal *monitoring*.

Pengujian hipotesis 4 menunjukkan dua hal yang berbeda untuk kedua proksi. Mekanisme *external corporate governance* yang diukur menggunakan IOP tidak memiliki pengaruh yang signifikan dengan *p value* 0,845 dengan arah koefisien yang negatif. Sedangkan proksi KKI memiliki pengaruh yang signifikan dengan *p value* 0,049 dengan arah koefisien yang positif.

IOP tidak signifikan dengan arah yang negatif, dimungkinkan karena stabilitas kepemilikan sebenarnya mencerminkan tujuan investasi dari investor. Kepemilikan institusi yang stabil cenderung memiliki tujuan jangka panjang. Institusi akan lebih memilih *monitoring* dan akan menawarkan keuntungan informasi. Untuk mewujudkan keuntungan jangka panjang, investor akan menunda penerimaan dividen dan lebih mendukung aktifitas dan kegiatan investasi perusahaan (Renneboog & Trojanowski, 2005; Kumar, 2006).

Disisi lain keberadaan kepemilikan institusi dalam jumlah besar (KKI) berpengaruh secara positif terhadap dividen. Keberadaan dalam jumlah besar ini memiliki kemampuan dalam mempengaruhi manajemen memiliki hak suara yang lebih besar dalam memperjuangkan haknya untuk memperoleh hasil bagi pemilik dalam bentuk dividen dibandingkan struktur kepemilikan yang lainnya. Untuk mengurangi konflik keagenan agar manajemen tidak melakukan aktifitas yang merugikan seperti investasi yang berlebihan atau investasi yang kurang menguntungkan, maka pembayaran dividen akan dipilih untuk mengurangi *free cash flow* yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen (Megginson, 1997; Truong & Heaney, 2009).

Hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa profitabilitas tidak mempengaruhi kebijakan dividen dengan *p value* 0,304 dan memiliki arah koefisien yang negatif. Hasil yang tidak signifikan ini membuktikan bahwa kebijakan pembayaran dividen tidak ditentukan atas dasar profitabilitas saja. Hal ini sesuai dengan fenomena dunia bahwa adanya kecenderungan perusahaan tidak membagikan dividen dan membagikan dividen dengan margin pembayaran yang menurun meskipun perusahaan memperoleh profit. (Denis & Osobov, 2008). Hal lain dimungkinkan karena hasil dari profit perusahaan lebih dipergunakan untuk investasi yang dilakukan perusahaan daripada dibayarkan sebagai dividen. Seperti yang disampaikan Rozeff (1982) bahwa perusahaan akan menetapkan dividen payout rendah ketika pertumbuhan hasilnya tinggi karena akan dipergunakan untuk investasi perusahaan.

PENUTUP

Mekanisme *corporate governance* ditujukan untuk menyelaraskan kepentingan prinsipal dan manajemen dalam rangka mengurangi konflik keagenan. Namun tidak semua mekanisme tersebut memberikan peran yang efektif.

Internal corporate governance yang diukur dari keberadaan komisaris independen dan kompensasi eksekutif, ternyata tidak memiliki pengaruh terhadap profitabilitas dan kebijakan dividen perusahaan.

Mekanisme *external corporate governance* untuk kedua proksi yaitu stabilitas dan konsentrasi kepemilikan institusi keduanya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap profitabilitas perusahaan.

Proksi stabilitas kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan tujuan investasi institusi yang stabil cenderung lebih menekankan pada kinerja jangka panjang perusahaan.

Konsentrasi kepemilikan institusi berpengaruh terhadap kebijakan dividen, hal ini mencerminkan kekuatan hak suara dan pengaruh yang besar terhadap pembagian hasil dividen bagi pemilik.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa profitabilitas tidak mempengaruhi keputusan pembayaran dividen perusahaan.

Secara keseluruhan hasil menunjukkan bahwa pemegang saham institusi pada perusahaan go public di Indonesia memiliki peran yang lebih besar dalam menentukan kebijakan perusahaan. Terlebih fenomena bahwa kepemilikan di Indonesia cenderung terkonsentrasi dan stabil. Sedangkan keberadaan komisaris independen dan kontrak kompensasi cenderung kurang efektif, karena istilah independen tidak benar-benar independen dan lebih untuk memenuhi persyaratan yang ada.

Untuk mewujudkan *good corporate governance* tetap diperlukan adanya mekanisme *corporate governance* yang membutuhkan keseimbangan antara *internal* dan *external corporate governance*. Sehingga perlu menjadi perhatian bagi perusahaan dan pemerintah dalam mewujudkannya.

REFERENSI

- Alwi, S . (2009). Dividend and debt policy as corporate governance mechanism: Indonesian evidence. *Jurnal Pengurusan*, 29, 111-127.
- Aman, H & Nguyen, P. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firm, *Journal of the Japanese and International Economics*, 22, 647-662.
- Baur, R., Frijns, B., Otten, R., & Touranirad, A. (2008). The impact of corporate governance on corporate performance: Evidence from Japan, Pacific Basin. *Finance Journal* 16, 236-251.
- Bhattacharyya, N. (2007). Dividend policy: A review. *Managerial Finance*, 33(1).
- Bhagat, S & Black, B. (2000). Board independence and long term firm performance. *Leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/bb-022300.pdf*, SSRN, earlier drafts were titled: *Do Independent Directors Matter?* February 2000.
- Black, F. (1996). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, Winter, Special issue.
- Byrd, J., Parrino, R., & Pritsch, G. (1998). Stockholder-manager conflicts and firm value. *Financial Analyst Journal*, May/June, 54, 14-30.
- Chen, J.X, Harford, J., & Li K. (2007). Monitoring: Which institution matter? *Journal of Economics*, 86, 279-305.
- Chi, J., & Lee, S. (2010). The conditional nature of the value of corporate governance. *Journal of Banking and Finance*, 34, 350-361.
- Chiang, K., Frankfurter, G., Kosedag, A., & Wood, B. (2006). The perception of dividends by professional investors. *Managerial Finance*, 32(1), 60-81.
- Cornett, M.M., Marcus, A., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31.
- Denis, D.J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62-82.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1999). Agency Theory and The Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies. *Strategic Management Journal*, 20, 1071-1976.

- Elyasiani, E., & Jia, J. (2008). Institutional ownership stability and BHC performance. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1767-1781.
- Ghozali, I. (2008). *Model Persamaan Structural, Konsep & Aplikasi dengan Program AMOS 16.0*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gillan, S. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- Grinstein, Y., & Michaely, R. (2005). Institutional holdings and payout policy. *The Journal of Finance*, 60(3), 1389-1426.
- Guo, W., & Ni J. (2008). Institutional ownership and firm's dividend policy. *Corporate Ownership & Control*, 5(2), Winter.
- Han, K., Lee SH., & Suk, DY. (1999). Institutional shareholders and dividends. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 12(1), Spring.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(430), May 1995.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kumar, J. (2006). Corporate governance and dividend payout in India. *Journal of Emerging Market Finance*, 5(15).
- Meggison, W. (1997). *Corporate Finance Theory*. Addison Wesley Educational Publisher, Inc.
- Nagy, R., & Obenberger, R. (1994). Factors influencing individual investor behavior. *Financial Analyst Journal*, 50(4), 63-68.
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2005). Control structures and payout policy. *European Corporate Governance Institute*.
- Rezaee, Z. (2007). *Corporate governance post-sarbanes oxley: regulations, requirements and integrated processes*. John Wiley & Sons, Inc.
- Rozeff, M. (1982). How corporations set their dividend payout ratios. *The Journal of financial research*, V(3).
- Rubin, A, & Smith Daniel. (2009). Institutional ownership, volatility and dividend. *Journal of Banking & Finance*, 33, 627-639.
- Ryan, L., & Schneider, M. (2003). Institutional investor power and heterogeneity. implications for agency and stakeholder theories. *Business Society*, 42, 398-429.
- Tihanyi, L., Johnson, R., Hoskisson, R., & Hitt, M. (2003). Institutional ownership differences and international diversification; the effects of boards of director and technological opportunity. *Academy of Management Journal*, 46(2), 195-211.
- Yammeesri, J., & Herath, SK. (2010). *Board characteristics and corporate value: Evidence from Thailand*, 10(3), 279-992.