

PENGARUH RASIO KEUANGAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN GOOD CORPORATE GOVERNANCE SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Idah Ayu Lestari
idahayulestari@gmail.com
Maswar Patuh Priyadi

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research is to prove the influence profitability (ROA), leverage (DER), liquidity (CR), and growth (TAG) to the dividend policy (DPR) by considering good corporate governance (CGPI) as the intervening variable. The population is all companies which are ranked by the Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) in 2010-2014 periods. The samples are 8 companies which have been selected by using purposive sampling method. The data analysis has been done by using multiple linear regressions to identify the independent variables which give influence to the dependent variable and path analysis is to detect the indirect influence through good corporate governance. The result of the F test shows that all independent variables give significant influence to the dividend policy through the implementation of good corporate governance. The result of t-test shows that profitability, liquidity, growth, and good corporate governance do not give significant influence to the dividend policy whereas the leverage gives significant influence to the dividend policy. It has been found from the result of the path analysis that the implementation of good corporate governance is not proven to give influence as the intervening variable.

Keywords: Profitability, leverage, liquidity, growth, good corporate governance, dividend payout ratio.

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan pengaruh profitabilitas (ROA), leverage (DER), likuiditas (CR), dan growth (TAG) terhadap kebijakan dividen (DPR) dengan mempertimbangkan *good corporate governance* (CGPI) sebagai variabel intervening. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang diranking oleh *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) tahun 2010-2014. Sampel penelitian ini adalah 8 perusahaan yang dipilih dengan menggunakan *purposive sampling method*. Analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda untuk mengidentifikasi variabel independen yang mempengaruhi variabel dependen dan *path analysis* untuk mendeteksi pengaruh tidak langsung melalui *good corporate governance*. Hasil uji F menunjukkan bahwa semua variabel independen menimbulkan dampak yang signifikan terhadap kebijakan dividen melalui penerapan *good corporate governance*. Hasil uji t menunjukkan variabel profitabilitas, likuiditas, growth, dan *good corporate governance* berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan variabel leverage berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dari uji *path analysis* menunjukkan bahwa pelaksanaan *good corporate governance* juga tidak terbukti berpengaruh sebagai variabel intervening.

Kata kunci: Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Growth, Good Corporate Governance, Dividend Payout Ratio.

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memiliki tujuan yang ingin dicapai. Salah satu tujuan perusahaan adalah untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Persaingan yang terjadi dalam dunia bisnis pada era globalisasi ini mengalami kemajuan yang pesat, sehingga persaingan dalam dunia bisnis pun semakin ketat. Kondisi tersebut telah menyebabkan banyak perusahaan harus lebih pandai lagi dalam menerapkan kiat-kiat khusus agar perusahaan maju dan tetap baik sehingga kelangsungan hidup suatu perusahaan tetap bertahan dan mengalami peningkatan nilai perusahaan.

Pertumbuhan suatu perusahaan merupakan suatu hal yang diharapkan dapat memberikan aspek positif bagi perusahaan seperti adanya kesempatan investasi di suatu perusahaan. Menurut Haryetti dan Ekayanti (2012) Perusahaan yang telah lama beroperasi dan menjalankan aktifitas bisnisnya serta berada dalam posisi yang mapan dan berada dalam tahap kedewasaan biasanya lebih berfokus pada upaya menghasilkan keuntungan serta membagikannya kepada pemilik saham. Potensi pertumbuhan perusahaan menjadi salah satu faktor yang penting dalam menentukan kebijakan dividen.

Selain dari tingkat pertumbuhan perusahaan, likuiditas perusahaan juga perlu diperhatikan dalam menentukan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham. Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam mendanai operasional perusahaan dan memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin besar perusahaan dapat membayar hutang, maka semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar dividen kepada pemegang saham.

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan yang dibagikan pada pemegang saham dan besarnya bagian pendapatan yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. Dalam kebijakan dividen, manajer keuangan akan dihadapkan pada keputusan penggunaan keuntungan yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau ditahan untuk keperluan tambahan investasi atau kombinasi keduanya (Yuniningsih, 2002). Besar kecilnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan. Terdapat dua jenis dividen yang bisa diperoleh pemegang saham, yaitu dividen kas dan non kas. Dividen kas (*cash dividend*) adalah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai. Sedangkan dividen non kas adalah dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu.

Pada dunia bisnis umumnya saat ini lebih didominasi oleh kelompok perusahaan milik keluarga. Kelompok-kelompok perusahaan keluarga ini memberikan wewenang kepada keluarga dalam mengelola manajemen perusahaan, serta sebagian saham perusahaan dipegang oleh suatu keluarga tertentu. Berdasarkan riset BEI, terdapat indikasi bahwa adanya *conflict of interest* dimana konflik kepentingan dalam pengelolaan antara pemegang saham mayoritas dengan berbagai pihak ketiga seperti supplier, agen dan sebagainya tidak menempatkan posisi yang menguntungkan, dimana pemegang saham mayoritas dan manajemen yang dimiliki oleh anggota keluarga lebih dominan dalam keputusan manajemen (Daniri, 2006).

Untuk menghindari terjadinya penyalahgunaan wewenang antara pihak manajemen dengan pemegang saham, perusahaan menyepakati penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) yang merupakan suatu sistem pengelolaan perusahaan yang baik untuk mencapai tujuan dan mengawasi kinerja perusahaan. GCG digunakan sebagai sistem dan struktur yang mengatur hubungan antara manajemen dengan pemegang saham baik mayoritas maupun minoritas. Penerapan *corporate governance* ini menuntut adanya perlindungan yang kuat terhadap hak-hak pemegang saham terutama kepada pemegang saham minoritas.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah profitabilitas, *leverage*, likuiditas, dan *growth* berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sulistiyowati *et al* (2010) adalah dalam jangka waktu pengambilan sampel yaitu antara tahun 2010-2014 dan penambahan variabel independen yaitu likuiditas. Selain itu ruang lingkup dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* non-keuangan yang terdaftar dalam peringkat CGPI tahun 2010-2014. Penambahan periode pengamatan dan variabel independen dimaksudkan untuk mendapatkan data yang lebih banyak dan hasil penelitian ini mempunyai daya komparabilitas yang lebih baik.

TINJAUAN TEORETIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan menjelaskan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai *prinsipal* dan manajemen sebagai *agent*. Manajer diangkat oleh pemegang saham maka manajer bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham. Namun, dalam prakteknya seringkali terjadi konflik antara kedua belah pihak. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya.

Manajer diberi kekuasaan oleh para pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham untuk membuat keputusan, dimana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan (Brigham dan Houston, 2006). Pertentangan kepentingan antara pihak agen dan prinsipal dapat menimbulkan permasalahan dalam *agency theory* yang dikenal sebagai *Asymmetric Information* yaitu ketidakseimbangan informasi karena pihak agen berada pada posisi yang memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan (prospek, risiko, dan nilai perusahaan dibandingkan dengan *principal*) (Husnan, 2012).

Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dan adanya informasi asimetri dapat di minimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat menyejajarkan kepentingan terkait tersebut. Pembayaran dividen mungkin dapat menjadi alat monitoring atau evaluasi hasil kerja manajemen meskipun pembayaran dividen yang tinggi mengakibatkan pembiayaan eksternal yang mahal (Brigham dan Houston, 2006). Namun dengan adanya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

Profitabilitas

Para investor menanamkan modal pada perusahaan adalah untuk mendapatkan *return*, yang terdiri dari dividen ataupun *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik. Menurut Partington, 1989 (dalam Suharli dan Oktarina, 2005) rasio profitabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2006) profitabilitas adalah hasil akhir bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan yang dilakukan oleh perusahaan dan rasio ini digunakan sebagai alat pengukur atas kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan. Keuntungan laba inilah yang akan menjadi dasar pembagian dividen perusahaan.

Stabilitas keuntungan adalah penting untuk mengurangi risiko apabila terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka (Arilaha, 2009). Meningkatkan laba perusahaan untuk menarik minat para investor menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut merupakan tujuan dari profitabilitas perusahaan.

Leverage

Menurut Sulistiyowati *et al.* (2010) mengatakan bahwa *leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Sedangkan menurut Sartono (2001) menyatakan bahwa *leverage* adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkat keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham.

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa *leverage* adalah suatu tingkat kemampuan perusahaan dalam menggunakan aset dan atau dana yang mempunyai beban

tetap dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar daripada biaya aset dan sumber dana, sehingga menguntungkan bagi perusahaan maupun investor.

Penelitian ini menggunakan rasio *Debt to Equity Ratio* untuk mengukur tingkat *leverage* perusahaan. Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan utangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang ini berarti hanya sebagian kecil saja pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen (Riyanto 2001).

Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk membayar semua kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu (Fahmi, 2012). Likuiditas perusahaan dapat diukur menggunakan rasio aset lancar yang menunjukkan bahwa perusahaan mampu mendanai operasional perusahaan dan melunasi hutang jangka pendek. Tingkat likuiditas yang tinggi dapat menggambarkan kinerja perusahaan yang baik karena dengan tingkat likuiditas yang baik perusahaan akan lebih mudah untuk memenuhi kewajiban pembayaran dividen (Sartono, 2001).

Penelitian ini menggunakan *current ratio* sebagai proksi dari likuiditas. *Current ratio* merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi utang jangka pendeknya ketika jatuh tempo (Fahmi, 2012). Rasio ini membandingkan antara aset lancar yang dimiliki perusahaan dengan liabilitas jangka pendek. *Current ratio* dapat dirumuskan dengan membagi total aset lancar terhadap total kewajiban lancar.

Growth

Perusahaan yang berkembang adalah perusahaan yang mengalami peningkatan pertumbuhan dalam perkembangan usahanya dari tahun ke tahun (Sulistiyowati *et al*, 2010). Pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda bahwa perusahaan tersebut memiliki dampak yang menguntungkan dan mengharapkan tingkat pengembalian dari investasi yang dilakukan menunjukkan pengembangan baik, dari sudut pandang investor.

Perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba perusahaan sebagai dividen namun menggunakan laba sebagai ekspansi (Ishaq dan Asyik, 2015). Semakin besar kebutuhan dana perusahaan di masa mendatang, akan memungkinkan perusahaan menahan keuntungan yang diperoleh dan tidak membayarkannya sebagai dividen. Sepanjang perusahaan memiliki proyek investasi dengan pengembalian melebihi yang diminta, perusahaan akan menggunakan laba untuk mendanai proyek tersebut, tetapi jika terdapat kelebihan laba setelah digunakan untuk mendanai seluruh kesempatan investasi yang diterima, kelebihan itu akan di distribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas (VanHorne dan Wachowicz, 2007).

Good Corporate Governance

Corporate governance dapat didefinisikan sebagai suatu proses dan struktur yang digunakan oleh organ perusahaan (pemegang saham/pemilik modal, komisaris/dewan pengawas dan direksi) untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundang-undangan dan nilai-nilai etika (Sutedi, 2011). Dalam implementasi GCG, tinjauan pengetahuan dan organisasi pembelajaran adalah upaya IICG untuk memastikan terciptanya fase perusahaan yang terkelola dengan baik yakni disebut dengan *Good Governed Company*.

Corporate Governance memiliki beberapa prinsip, dan prinsip-prinsip *Corporate Governance* ini dipastikan dapat diterapkan pada setiap aspek bisnis dan disemua jajaran perusahaan. Menurut FCGI (2001) Prinsip-prinsip *Corporate Governance* yaitu:

1. *Fairness* (Keadilan)

Menjamin perlindungan hak-hak para pemegang saham, termasuk hak-hak pemegang saham minoritas dan para pemegang saham asing, serta menjamin terlaksananya komitmen dengan para investor.

2. *Transparency* (Transparansi)

Mewajibkan adanya suatu informasi yang terbuka, tepat waktu, serta jelas, dan dapat diperbandingkan yang menyangkut keadaan keuangan, pengelolaan perusahaan, dan kepemilikan perusahaan.

3. *Accountability* (Akuntabilitas).

Menjelaskan peran dan tanggung jawab, serta mendukung usaha untuk menjamin penyeimbangan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sebagaimana yang diawasi oleh Dewan Komisaris.

4. *Responsibility* (Pertanggungjawaban).

Memastikan dipatuhinya peraturan serta ketentuan yang berlaku sebagai cerminan dipatuhinya nilai-nilai sosial.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan suatu perusahaan. Perusahaan harus melakukan kebijakan dividen yang tepat untuk mencapai hasil yang optimal. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2006).

Pembahasan pada teori kebijakan dividen adalah mengenai penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham. Dalam hal ini, penentuan kebijakan dividen sangat krusial bagi perusahaan dan pemegang saham. Bagi perusahaan kelayakan pembagian dividen didasarkan pada kondisi keuangan perusahaan, sedangkan bagi investor hal ini merupakan motivasi untuk berinvestasi atas saham suatu perusahaan.

Dividend Payout Ratio

Dividend payout ratio (DPR) merupakan rasio antara *dividend per share* dan *earning per share*. Menurut Ambarwati (2010) *Dividend payout ratio* merupakan persentase dividen yang dibagikan dari keuntungan bersih perusahaan. DPR mencerminkan kebijakan dividen dari manajemen mengenai besarnya dividen yang harus dibagikan kepada pemegang saham.

Menurut Riyanto (2001) ada beberapa macam cara menetapkan DPR, yaitu:

1. Kebijakan dividen yang stabil.

Jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya relative tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham per tahunnya berfluktuasi.

2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus ekstra tertentu.

Kebijakan ini menetapkan dengan jumlah rupiah minimal dividen per lembar setiap tahunnya. Bagi pemodal ada kepastian akan menerima jumlah dividen yang minimal setiap tahunnya meskipun keadaan keuangan perusahaan sedikit memburuk. Tetapi di lain pihak, jika keadaan keuangan perusahaan membaik maka pemodal akan menerima dividen minimal tersebut ditambah dengan dividen tambahan.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan *dividend payout ratio* yang konstan.

Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan *dividend payout ratio* yang konstan, misalnya 50%. Ini berarti jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan netto yang diperoleh

setiap tahunnya. Dengan kata lain, perusahaan akan membayar dividen sebesar 50% dari jumlah keuntungan netto yang diperoleh perusahaan.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel.

Besarnya *dividend payout ratio* setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan.

Perumusan Hipotesis

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar sebagian porsi keuntungannya lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan maka akan semakin besar kemampuan perusahaan membayar dividen (Sulistiyowati *et al.*, 2010). Akan tetapi, pernyataan tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Sulistiyowati *et al.* (2010) bahwa profitabilitas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

H₁: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Leverage Terhadap Kebijakan Dividen

Asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal teralalu mahal bagi perusahaan, karena itu perusahaan lebih memprioritaskan dana internal daripada eksternal (Sulistiyowati *et al.*, 2010). Apabila dana internal suatu perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan tersebut dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal. Pendanaan eksternal tersebut biasanya lebih mengutamakan pendanaan dengan hutang daripada saham. Dengan demikian, *leverage* perusahaan akan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat tetap menjaga performa dan signal perusahaan bagi investor.

Menurut Brigham dan Ehrhardt (dalam Suherli dan Harahap, 2004) menyatakan bahwa semakin besar rasio DER perusahaan maka akan cenderung membayar dividen yang lebih rendah.

H₂: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Likuiditas suatu perusahaan akan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Tingkat likuiditas yang tinggi dapat menggambarkan kinerja perusahaan yang baik karena dengan tingkat likuiditas yang baik perusahaan akan lebih mudah untuk memenuhi kewajiban pembayaran dividen (Sartono, 2001). Penelitian yang dilakukan Mawarni dan Ratnadi (2014) menyatakan bahwa likuiditas menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

H₃: Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Growth Terhadap Kebijakan Dividen

Semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin besar dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Sepanjang perusahaan memiliki proyek investasi dengan pengembalian melebihi yang diminta, perusahaan akan menggunakan laba untuk mendanai proyek tersebut, tetapi jika terdapat kelebihan laba setelah digunakan untuk mendanai seluruh kesempatan investasi yang diterima, kelebihan itu akan di distribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas (Van Horne dan Wachowicz, 2007).

Pernyataan tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Sulistiyowati *et al.* (2010) yang mengatakan bahwa *growth* tidak mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen.

H₄: *Growth* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Good Corporate Governance*

Pada upaya pencapaian *profit* dan *sustainability* secara seimbang, *corporate governance* memiliki peran untuk mengarahkan pengelolaan perusahaan. Perusahaan yang memperoleh profitabilitas yang sedikit akan cenderung mengumumkan lebih banyak mengenai pelaksanaan GCG guna melepaskan tekanan dari pasar (Kusumawati, 2006). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang besar akan berusaha untuk menjaga agar praktik GCG dapat berjalan secara teratur dan berkesinambungan (Pamungkas dan Muid, 2012). Setiawan (2012) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap implementasi CG. Namun, Sulistiyowati *et al* (2010) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *good corporate governance*.

H₅: Profitablitas berpengaruh positif terhadap *good corporate governance*.

Pengaruh *Leverage* terhadap *Good Corporate Governance*

Menurut Faisal (2006) *leverage* dapat mempresentasikan sebuah pengendalian eksternal dari *corporate governance*. Sehubungan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa sumber pendanaan bagi perusahaan terdiri dari pendanaan internal dan eksternal, jika sumber dana internal yang digunakan maka dana tersebut digunakan dari *free cash flow* perusahaan yang bersangkutan, oleh karena itu penggunaan dana eksternal terhadap modal perusahaan tidak dibutuhkan lagi sehingga tidak dibutuhkan penerapan kualitas praktik *corporate governance* (Hormati, 2009). Sulistiyowati *et al.* (2010) menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *good corporate governance*.

H₆: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *good corporate governance*.

Pengaruh Likuiditas terhadap *good Corporate Governance*

Likuiditas perusahaan yang rendah akan mendorong perusahaan untuk mengungkapkan kualitas *corporate governance* dan mendorong perusahaan untuk memperbaiki kualitas implementasi *corporate governancenya* sehingga akan mengurangi biaya modal serta akan mendukung peningkatan likuiditas perusahaan (Kusumawati, 2006). Wijayanti (2013) menyatakan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh negatif terhadap *good corporate governance*.

H₇: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *good corporate governance*.

Pengaruh *Growth* terhadap *Good Corporate Governance*

Perusahaan yang memiliki pertumbuhan aset yang tinggi akan senantiasa melakukan ekspansi, dengan demikian akan semakin membutuhkan dana eksternal. Dalam hal ini, perusahaan akan berusaha meningkatkan kualitas praktik *corporate governance* agar dapat mempermudah mendapatkan dana eksternal dan menurunkan biaya modal. Dalam suatu perusahaan yang memiliki pertumbuhan aset tinggi membutuhkan kualitas *corporate governance* yang lebih baik. Penelitian yang dilakukan Sulistiyowati *et al.* (2010) menyatakan bahwa *growth* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *good corporate governance*.

H₈: *Growth* berpengaruh positif terhadap *good corporate governance*.

Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Sulistiyowati *et al* (2010) tatakelola perusahaan yang baik merupakan bentuk dari perlindungan investor terhadap rasio pembayaran dividen. Dalam teori keagenan telah dijelaskan bahwa dengan adanya *good corporate governance* berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa investor akan menerima *return* atas modal yang diinvestasikan. Dalam penelitian yang dilakukan Sulistiyowati *et al.* (2010) menyatakan bahwa *good corporate governance* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

H₉: *Good corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

H₁₀: Terdapat pengaruh antara profitabilitas, *leverage*, likuiditas, dan *growth* terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening.

METODA PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian korelasional, dimaksudkan untuk mencari atau menguji hubungan antar variabel. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yaitu penelitian terhadap masalah-masalah yang berupa fakta-fakta saat ini dari suatu populasi, dengan menggunakan data sekunder (*secondary data*) dan berusaha menjelaskan hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis, sedangkan data yang digunakan adalah data yang secara umum berupa angka-angka yang dihitung melalui uji statistik. Adapun gambaran dari populasi penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam kategori *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) dan terdaftar di BEI pada tahun 2010-2014.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu sampel yang dipilih berdasarkan tujuan penelitian. Adapun kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini antara lain sebagai berikut: (1) Perusahaan *go public* yang masuk dalam pemeringkatan penerapan *corporate governance* yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) pada tahun 2010-2014; (2) Perusahaan yang mempublikasikan laporan tahunan audit antara tahun 2010-2014 dan dinyatakan dalam satuan mata uang rupiah; (3) Perusahaan yang membagikan keuntungan berupa dividen kepada pemegang saham tahun 2010-2014; (4) Data perusahaan lengkap sesuai dengan variabel yang dilakukan dalam penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 8 perusahaan yang memenuhi kriteria. Terdapat 1 data yang mengalami outlier sehingga diperoleh 39 data yang menjadi pengamatan.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumenter, yaitu teknik pengambilan data dengan cara mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji laporan keuangan perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) dan juga Laporan Keuangan Tahunan (*Annual Report*) perusahaan yang dipublikasikan di BEI dan situs resmi perusahaan sampel. Data tersebut dapat diperoleh melalui website *www.swa.co.id* dan *www.idx.co.id* tahun 2010-2014.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel adalah suatu pernyataan yang dapat mengartikan atau memberikan makna untuk suatu istilah atau konsep tertentu, sehingga tidak salah dimengerti, dapat diuji dan ditentukan atau dinyatakan kebenarannya oleh orang lain.

Variabel Dependen Kebijakan Dividen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen menyangkut tentang penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham yaitu dividen. Kebijakan dividen dalam penelitian menggunakan rasio pembayaran dividen (DPR).

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per shares}}{\text{Earning per share}}$$

Variabel Independen

1. Profitabilitas

Profitabilitas adalah salah satu pengukuran bagi kinerja suatu perusahaan. Profitabilitas menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan ROA sebagai proksi profitabilitas.

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

2. Leverage

Leverage merupakan faktor keuangan yang mencerminkan besarnya kebutuhan dana perusahaan dibelanjai atau didanai dengan pinjaman. Dalam penelitian ini, rasio *debt to equity ratio* digunakan sebagai proksi untuk mengukur *leverage*.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3. Likuiditas

Likuiditas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek. *Current Ratio* (CR) dalam penelitian ini digunakan sebagai proksi untuk mengukur likuiditas.

$$\text{CR} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

4. Growth

Growth adalah sebuah gambaran tolak ukur keberhasilan suatu perusahaan. Perusahaan dikatakan berkembang apabila perusahaan mengalami peningkatan pertumbuhan perkembangannya usahanya dari tahun ke tahun. Potensi pertumbuhan diproyeksikan antara total aset pada tahun t dengan total aset pada tahun $t-1$ terhadap total aset pada tahun $t-1$.

$$\text{Total Assets Growth} = \frac{\text{Tot. aset}_t - \text{Tot. aset}_{t-1}}{\text{Tot. aset}_{t-1}}$$

Variabel Intervening

Good Corporate Governance

Dalam penelitian ini, *good corporate governance* digunakan sebagai variabel intervening. Peneliti mengukur *good corporate governance* untuk mengetahui seberapa baik perusahaan dalam menerapkan *good corporate governance* (GCG). Untuk menghitung peringkat CGPI oleh IICG dilakukan melalui empat tahapan pembobotan yaitu *Self Assessment* (25%), Dokumen (23%), Makalah (17%), Observasi (35%) (SWA, 2010).

Hasil pemeringkatan program CGPI menggunakan kriteria penilaian berdasarkan rentang skor yang dicapai oleh peserta CGPI. Terdapat tiga kriteria predikat peringkat sebagai berikut:

85% - 100%	= sangat terpecaya
70% - 85%	= terpecaya
55% - 70%	= cukup terpecaya

Teknik Analisis Data

Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas data dilakukan untuk menguji apakah nilai residual yang telah distandarisasi pada model regresi berdistribusi normal atau tidak (Suliyanto, 2011:69). Menurut Ghozali (2006) metode yang lebih handal adalah dengan melihat *probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya. Selain menggunakan grafik Normal P-Plot terdapat salah satu uji statistik yang bisa digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). apabila nilai Sig atau signifikansi atau nilai probabilitas > 0,05, maka distribusi adalah normal.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Multikoleniaritas dapat dilihat dengan cara menganalisis nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Suatu model regresi menunjukkan adanya multikolinearitas jika: (1) Tingkat korelasi > 95%, (2) Nilai Tolarance < 0,10, atau (3) VIF >10. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas (independen) (Ghozali, 2006).

Uji heterokesdastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residaul suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2006). Deteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas salah satunya dengan menggunakan grafik *scatteplot*. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1, jika ada korelasi maka dinamakan ada *problem* autokorelasi (Ghozali, 2006). Untuk menguji ada atau tidaknya autokorelasi dilakukan dengan uhi Durbin-Watson (*DW test*). Uji autokorelasi hanya dilakukan pada data *time series* (runtut waktu) dan tidak perlu diakukan pada data *cross section*. Pengambilan keputusan ada atau tidaknya autokorelasi, yaitu: (1) Nilai DW < -2 maka terdapat korelasi positif; (2)-2 < nilai DW < 2 maka tidak terdapat autokorelasi; (3) Nilai DW > 2 terdapat korelasi negatif.

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dan *path analysis*. Regresi berganda digunakan dengan tujuan untuk mengetahui apakah hipotesis penelitian terbukti signifikan atau tidak signifikan. Sementara *path analysis* untuk menggambarkan pola hubungan yang mengungkapkan pengaruh seperangkat variabel terhadap variabel lainnya, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui variabel lain sebagai variabel intervening (Sulistyowati *et al.*, 2010). Koefisien jalur adalah standardized koefisien regresi (Ghozali, 2001). Adapun persamaan regresi dalam penelitian ini adalah:

$$DPR = \alpha + \beta_1 ROA + \beta_2 DER + \beta_3 CR + \beta_4 TAG + e \dots\dots\dots (1)$$

$$CGPI = \alpha + \beta_1 ROA + \beta_2 DER + \beta_3 CR + \beta_4 TAG + e \dots\dots\dots (2)$$

$$DPR = \alpha + \beta_1 ROA + \beta_2 DER + \beta_3 CR + \beta_4 TAG + \beta_5 CGPI + e \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan :

- Y = Kebijakan Dividen (DPR)
- α = Konstanta
- β₁₋₅ = Koefisien Regresi
- e = error
- ROA = *Return on Assets Ratio*
- DER = *Debt to Equity Ratio*

CR = *Current Ratio*
TAG = *Total Asset Growth*
CGPI = *Corporate Governance Perception Index*

Dalam penelitian ini untuk menguji hipotesis kesepuluh (H_{10}) terdapat dua persamaan., yaitu:

1. Persamaan 1

$$CGPI = \rho_{CGPI\ ROA} + \rho_{CGPI\ DER} + \rho_{CGPI\ CR} + \rho_{CGPI\ TAG} + e$$

2. Persamaan 2

$$DPR = \rho_{DPR\ ROA} + \rho_{DPR\ DER} + \rho_{DPR\ CR} + \rho_{DPR\ TAG} + \rho_{DPR\ CGPI} + e$$

Uji Hipotesis

Uji koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi terhadap variabel dependen. Semakin tinggi koefisien determinasi, semakin tinggi kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan variasi perubahan pada variabel tergantungnya (Suliyanto, 2011). Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangatlah terbatas.

Uji ketepatan fungsi regresi sampel dalam manfsirkan nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit* (Ghozali, 2006). *Goodness of fit* atau yang disebut dengan uji F ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen sesuai sebagai variabel penjelasan terhadap variabel dependen. Jika nilai *goodness of fit statistic* $> 0,05$ maka H_0 ditolak yang berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya sehingga model penelitian belum tepat. Jika nilai *goodness of fit statistic* $< 0,05$ maka H_0 diterima yang berarti model mampu memprediksi nilai observasinya sehingga model penelitian sudah tepat.

Uji t adalah pengujian secara statistic untuk mengetahui apakah variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Jika nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka H_0 diterima dan H_1 ditolak yang berarti ada pengaruh antara variabel bebas secara parsial terhadap variabel terikat. Jika nilai signifikansi uji $t \leq 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti tidak ada pengaruh antara variabel bebas secara parsial terhadap variabel terikat.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan nilai maksimum, minimum, dan rata-rata masing-masing variabel penelitian yang digunakan.

Tabel 1

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	39	.02710	.26836	.1016828	.06354609
DER	39	.32001	5.68944	1.5816282	1.62451261
CR	39	.68156	5.79053	1.8088495	1.18701903
TAG	39	-.12466	.56359	.1692269	.13480803
CGPI	39	76.00	93.00	82.8974	4.20398
DPR	39	.10361	1.03893	.4490885	.19203260
Valid N (listwise)	39				

Sumber: Data Sekunder Diolah

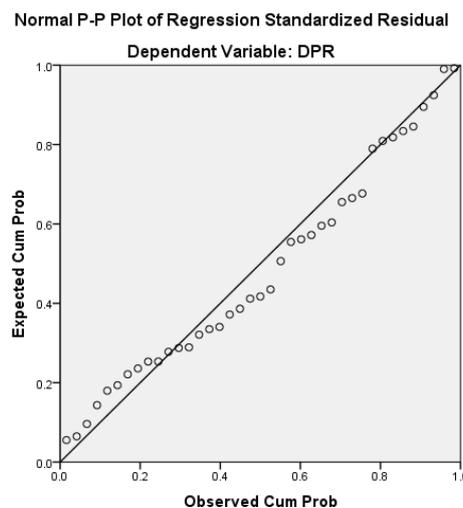
Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif pada tabel 1 adalah variabel profitabilitas (ROA) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,1016828 dengan standar deviasi sebesar 0,06354609, serta memiliki nilai minimum sebesar 0,02710 dan nilai maksimum sebesar 0,26836. Variabel *leverage* (DER) menunjukkan nilai minimum sebesar 0,32001 dan nilai maksimum sebesar 5,68944. Nilai rata-rata yang dimiliki variabel *leverage* sebesar 1,5816282 dengan standar diviasi sebesar 1,62451261. Variabel likuiditas (CR) menunjukkan nilai rata-

rata sebesar 1,8088495 dengan standar diviasi sebesar 1,18701903. Nilai maksimumnya sebesar 5,79053 dan nilai minimumnya sebesar 0,68156. Variabel *growth* (TAG) mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,1692269 dengan standar deviasi sebesar 0,13480803. Nilai minimum sebesar -0,12466 dan nilai maksimum sebesar 0,56359. Varibel *Good Corporate Governance* (CGPI) memiliki nilai minimum sebesar 76 dan nilai maksimum sebesar 93. Nilai rata-rata pada variabel ini adalah sebesar 82,8974 dengan standar deviasi sebesar 4,20398. Variabel kebijakan dividen (DPR) mempunyai nilai minimum 0,10361; maksimum 1,03893; rata-rata 0,4490885 dengan standar deviasi sebesar 0,19203260.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Berdasarkan hasil pengolahan data SPSS 22 uji normalitas didapat grafik sebagai berikut:



Gambar 1
Grafik P-Plot

Sumber: Data Sekunder Diolah

Berdasarkan hasil dari *normal probability plot* diatas dapat dilihat bahwa pola data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga dapat disimpulkan bawa data yang diolah berdistribusi normal dan dapat dikatakan data yang diolah telah memenuhi uji normalitas. Selain menggunakan grafik normal plot, uji normalitas data juga dapat dilakukan dengan uji statistik non-parametik Kolmogorov-Smirnov.

Tabel 2
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		39
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.12467023
Most Extreme Differences	Absolute	.108
	Positive	.108
	Negative	-.060
Test Statistic		.108
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

Sumber: Data Sekunder Diolah

Dapat dilihat dari tabel 2 *Kolmogorov smirnov* di atas nilai Asymp. Sig. (2-tailed) adalah 0,200 yang berarti bahwa data tersebut memiliki nilai Asymp. Sig. (2-tailed) > dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan data yang digunakan dalam penelitian ini setelah dilakukannya proses transformasi data dapat dinyatakan berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Berdasarkan hasil pengelolaan data dengan menggunakan SPSS diperoleh hasil uji multikolinearitas dibawah ini:

Tabel 3
Uji Multikolinearitas

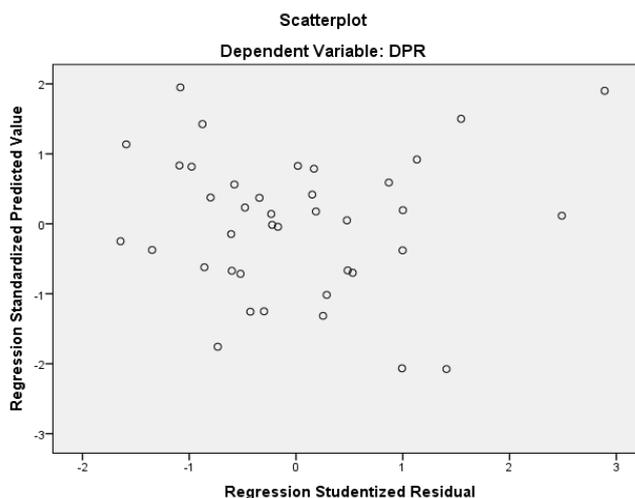
Model	Collinearity Statistics	Collinearity Statistics
	Tolerance	VIF
(Constant)		
ROA	.369	2.712
DER	.539	1.854
CR	.461	2.170
TAG	.948	1.055
CGPI	.589	1.698

Dependent Variable: DPR
Sumber: Data Sekunder Diolah

Berdasarkan tabel 3 diatas hasil perhitungan nilai *Tolerance* tidak menunjukkan bahwa ada variabel bebas yang memiliki nilai *Tolerance* kurang dari 0,1 dan tidak ada satupun variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Maka dapat disimpulkan bahwa antara variabel bebas tidak terjadi multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat pada grafik *scatterplot*, yaitu titik yang menyebar secara acak, baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hasil analisis uji heteroskedastisitas dapat dilihat dalam gambar sebagai berikut.



Gambar 2
Grafik Scatterplot
Sumber: Data Sekunder Diolah

Hasil analisis uji heteroskedastisitas pada gambar 2 menggambarkan titik-titik plot tidak membentuk suatu pola tertentu dan menyebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan bahwa data variabel dependen dalam penelitian ini terbebas dari heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Berikut ini adalah hasil uji Durbin Watson (DW Test) yang dihitung dengan menggunakan program SPSS versi 22.0.

Tabel 4
Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.761 ^a	.579	.515	.13378197	1.685

a. Predictors: (Constant), CGPI, TAG, CR, DER, ROA

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Sekunder Diolah

Berdasarkan tabel 4 uji autokorelasi menunjukkan nilai DW sebesar 1,685 terletak diantara $-2 < DW < 2$. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi positif pada model regresi.

Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 5
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Koefisien Regresi	Koefisien Jalur	Sig.
Substruktural (ROE, DER, CR, TAG ke DPR), konstanta = 0,596			
ROA	-0,212	-0,070	0,000
DER	-0,062	-0,521	0,002
CR	0,036	0,221	0,150
TAG	-0,549	-0,385	0,003
Substruktural (ROE, DER, CP, TAG ke CGPI), konstanta = 85,313			
ROA	32,668	0,494	0,018
DER	-0,868	-0,336	0,056
CR	-2,004	-0,566	0,002
TAG	-4,367	-0,140	0,300
Substruktural (ROE, DER, CP, TAG, CGPI ke DPR), konstanta = -0,516			
ROA	-0,638	-0,211	0,265
DER	-0,050	-0,425	0,009
CR	0,062	0,382	0,028
TAG	-0,492	-0,345	0,005
CGPI	0,013	0,285	0,061
R Square = 0,579 dan F = 9,059 Sig. = ,000^b			

Sumber: Data Sekunder Diolah

Dari tabel 5 diatas diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$DPR = 0,596 - 0,212ROA - 0,062DER + 0,036CR - 0,549TAG + e$$

$$CGPI = 85,313 + 32,668ROA - 0,868DER - 2,004CR - 4,367TAG + e$$

$$DPR = -0,516 - 0,638ROA - 0,050DER + 0,062CR - 0,492TAG + 0,013CGPI + e$$

Uji Hipotesis

Koefisien Determinasi

Dalam tabel 5 dapat dilihat bahwa nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,579. Artinya perubahan yang terjadi pada variabel DPR sebesar 57,9% mampu dijelaskan oleh variabel profitabilitas, *leverage*, *cash position*, dan *growth*, serta *good corporate governance* sebagai variabel intervening. Sedangkan sisanya sebesar 42,1% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

Uji Kelayakan Model (Uji F)

Berdasarkan tabel 5 menunjukkan nilai F hitung sebesar 9,059 dengan titik signifikansi sebesar 0,000, karena probabilitas signifikan jauh lebih kecil dari 0,05 atau 5%, sehingga kesimpulan model yang digunakan dalam penelitian ini cocok atau *fit*. Hal tersebut berarti

bahwa variabel profitabilitas, *leverage*, likuiditas, dan pertumbuhan perusahaan (*growth*) serta variabel intervening mampu menjelaskan perubahan pada kebijakan dividen.

Uji t

Pengujian terhadap hipotesis pertama yaitu pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Variabel ROA berpengaruh negatif dan memiliki tingkat signifikansi 0,696 yang berada lebih besar dari 0,05. Maka, hipotesis pertama dalam penelitian yang menyatakan "profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen" ditolak.

Pengujian terhadap hipotesis kedua yaitu pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen. Variabel DER memiliki pengaruh negatif dan memiliki tingkat signifikansi 0,002 yang berada lebih kecil dari 0,05. Maka berarti bahwa hipotesis kedua dalam penelitian yang menyatakan "*leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen" diterima.

Pengujian terhadap hipotesis ketiga yaitu pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen. Variabel CR berpengaruh positif dan memiliki tingkat signifikansi 0,150 yang berada lebih besar dari 0,05. Maka hipotesis ketiga dalam penelitian yang menyatakan "likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen" ditolak.

Pengujian terhadap hipotesis keempat yaitu pengaruh *growth* terhadap kebijakan dividen. Variabel TAG berpengaruh negatif dan memiliki tingkat signifikansi 0,003 yang berada lebih kecil dari 0,05. Maka hipotesis 4 dalam penelitian yang menyatakan "*growth* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen" ditolak.

Pengujian terhadap hipotesis kelima yaitu pengaruh profitabilitas terhadap *good corporate governance*. Variabel ROA berpengaruh positif dan memiliki tingkat signifikansi 0,018 yang berada lebih kecil dari 0,05. Maka hipotesis kelima dalam penelitian yang menyatakan "profitabilitas berpengaruh positif terhadap *good corporate governance*" diterima.

Pengujian terhadap hipotesis keenam yaitu pengaruh *leverage* terhadap *good corporate governance*. Variabel DER berpengaruh negatif dan memiliki tingkat signifikansi 0,56 yang berada lebih besar dari 0,05. Maka hipotesis keenam dalam penelitian yang menyatakan "*leverage* berpengaruh negatif terhadap *good corporate governance*" ditolak.

Pengujian terhadap hipotesis ketujuh yaitu pengaruh likuiditas terhadap *good corporate governance*. Variabel CR berpengaruh negatif dan memiliki tingkat signifikansi 0,002 yang berada lebih kecil dari 0,05. Oleh karena itu, hipotesis ketujuh dalam penelitian yang menyatakan "likuiditas berpengaruh negatif terhadap *good corporate governance*" diterima.

Pengujian terhadap hipotesis kedelapan yaitu pengaruh pertumbuhan perusahaan (*growth*) terhadap *good corporate governance*. Variabel TAG berpengaruh negatif dan memiliki tingkat signifikansi 0,300 yang berada lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu, hipotesis kedelapan yang menyatakan "*growth* berpengaruh positif terhadap *good corporate governance*" ditolak.

Pengujian hipotesis mengenai pengaruh variabel *good corporate governance* (CGPI) terhadap kebijakan dividen (DPR) menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,61 > 0,05$ dan menunjukkan arah positif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *good corporate governance* berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, karena hipotesis kesembilan dalam penelitian ini yang menyatakan "*good corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen" ditolak.

Pengujian Path Analysis

Hasil *path analysis* dapat dilihat pada tabel 5 yang menunjukkan bahwa masing-masing koefisien pengaruh langsung antara profitabilitas, *leverage*, likuiditas, dan *growth* terhadap kebijakan dividen adalah sebesar -0,211; -0,425; 0,382; -0,345. Sedangkan koefisien pengaruh tidak langsung masing-masing variabel independen terhadap kebijakan dividen melalui GCG adalah 0,14079 ; -0,09576; - 0,16131 ; - 0,0399. Pengaruh tidak langsung dihitung dengan mengalikan koefisien tidak langsungnya. Pengaruh tidak langsung profitabilitas melalui GCG

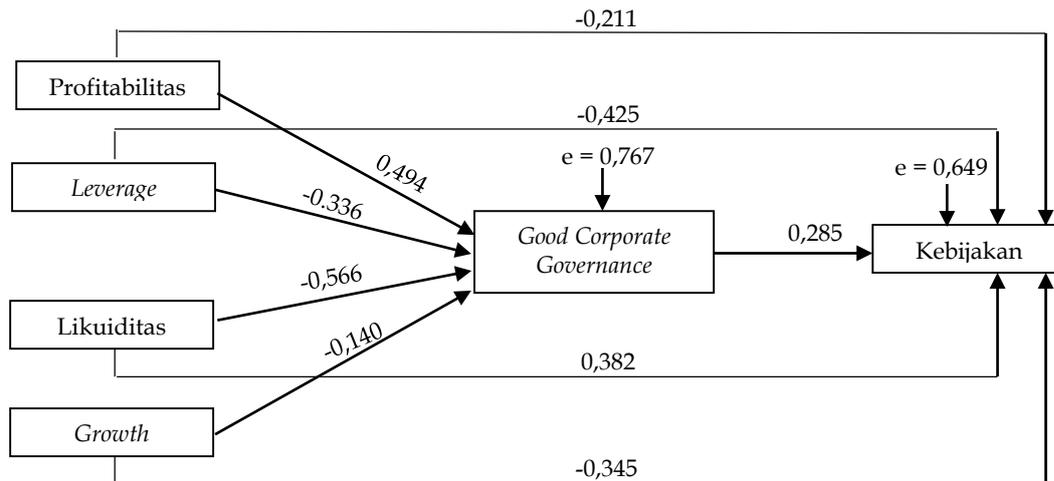
yaitu 0,14079 diperoleh dari $(0,494 \times 0,285)$, pengaruh tidak langsung *leverage* melalui GCG yaitu -0,09576 diperoleh dari $(-0,336 \times 0,285)$, pengaruh tidak langsung likuiditas melalui GCG yaitu -0,16131 diperoleh dari $(-0,566 \times 0,285)$, dan untuk pengaruh tidak langsung *growth* melalui GCG yaitu -0,0399 diperoleh dari $(-0,140 \times 0,285)$.

Atas dasar hasil *path analysis* seperti yang diuraikan diatas, diperoleh dua substruktural untuk menguji hipotesis kesepuluh. Adapun persamaan substruktural tersebut yaitu sebagai berikut:

$$CGPI = 0,494ROA - 0,336DER - 0,566CR - 0,140TAG + 0,767$$

$$DPR = -0,211ROA - 0,425DER + 0,382CR - 0,345TAG + 0,285CGPI + 0,649$$

Hasil tersebut dpat diringkas dengan gambar diagram jalur di bawah ini.



Gambar 3
Diagram Jalur (Path Analysis)

Pembahasan

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengaruh variabel profitabilitas tidak signifikan terhadap kebijakan dividen sejalan dengan penelitian Sulistiyowati *et al* (2010), Dewi (2008), dan Sumanti dan Mangantar (2015). Namun bertolak belakang dengan penelitian Haryetti dan Ekayanti (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas yang diukur dengan ROA berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan DPR. Menurut Sartono (2001) hal ini terjadi kemungkinan disebabkan karena adanya *agency cost* yang tinggi dimana terdapat perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pihak pemegang saham.

Dalam suatu perusahaan, salah satu konflik kepentingan antara prinsipal dengan agen yang dapat timbul yaitu adanya kelebihan aliran kas (*excess cash flow*). Kelebihan arus kas cenderung diinvestasikan dalam hal-hal yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Hal ini menyebabkan perbedaan kepentingan karena pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi yang juga menghasilkan *return* tinggi, sementara manajemen lebih memilih investasi dengan risiko yang lebih rendah. Perusahaan dalam membagikan dividen tidak selalu berbanding lurus dengan hasil laba perusahaan yang diperoleh pada tahun tersebut, terdapat kemungkinan menerapkan kebijakan dividen yang berbeda.

Apabila perusahaan memiliki laba yang semakin tinggi maka perusahaan akan menggunakan laba tersebut untuk kegiatan operasi perusahaan atau untuk re-investasi sehingga akan mengurangi pembagian dividen. Dengan cara ini sumber dana internal meningkat sehingga perusahaan dapat menunda penggunaan utang atau emisi saham baru (Nuringsih, 2005).

Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *leverage* yang diproksikan dengan DER berpengaruh signifikan dan bernilai negatif sehingga hipotesis kedua diterima. Hasil tersebut menyatakan bahwa semakin besar nilai *leverage* suatu perusahaan, maka semakin kecil jumlah dividen yang akan dibagikan. Interaksi antara kebijakan hutang (*leverage*) dan kebijakan dividen dapat dihubungkan dengan informasi asimetris yaitu informasi yang mencakup informasi tentang rencana kemajuan perusahaan dan penggunaan laba yang berarti terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen. Pernyataan ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan pembiayaan internal daripada pembiayaan eksternal dan akan mengadaptasi target rasio pembayaran dividen kepada peluang investasi sehingga tidak ada kebijakan tetap mengenai kebijakan dividen.

Dalam hal ini peningkatan hutang yang digunakan untuk ekspansi perusahaan jelas akan mengurangi dividen yang akan dibagikan. Pembayaran pokok dan bunga dari hutang tersebut yang mengakibatkan berkurangnya laba sehingga dividen yang akan dibagi secara langsung juga akan menurun. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ishaq dan Asyik (2015) yang menyatakan variabel DER memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Sulistiyowati *et al* (2010) yang menyatakan bahwa DER memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil analisis regresi menunjukkan bahwa likuiditas yang diproksikan dengan CR tidak berpengaruh signifikan dan bernilai positif sehingga hipotesis ketiga ditolak. Perusahaan yang memiliki kelebihan aktiva lancar, akan dapat membagikan dividen kepada para pemegang saham. Akan tetapi penelitian menunjukkan hasil yang tidak sesuai sehingga mengindikasikan kelebihan aktiva lancarnya untuk digunakan sebagai modal kerja. Dalam hal ini, kenaikan ataupun penurunan nilai aktiva lancar perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang diambil manajemen, sebab manajemen berfokus pada kebijakan pendanaan jangka pendek untuk kelangsungan kegiatan operasional perusahaan (Wijayanti, 2013). Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa perusahaan tidak akan membayar dividen yang tinggi untuk menjaga reputasinya ketika likuiditas perusahaan mengalami penurunan, sebab *current ratio* (CR) tidak selamanya mempengaruhi kebijakan dividen terutama pada perusahaan mapan yang sudah beroperasi dalam kurun waktu yang lama.

Perusahaan-perusahaan ini juga memiliki banyak cadangan laba yang dapat digunakan baik untuk dibagi dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali tanpa harus mengubah proporsi pembagian dividen antara investor maupun pemegang saham pengendali (*managerial shareholder*) dan tanpa bergantung pada besar kecilnya *current ratio* yang akan diperoleh perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Nurhayati (2013) dan penelitian Arifin dan Asyik (2015) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Growth* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *growth* yang diproksikan dengan TAG berpengaruh signifikan dan bernilai negatif sehingga hipotesis keempat ditolak. Dengan kata lain bahwa *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini yang menyatakan pengaruh negatif tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi pertumbuhan aset perusahaan maka akan semakin besar pula dividen yang akan dibagikan (Prihantoro, 2003). Dalam memprediksi pengembalian investasi dalam bentuk dividen, pertumbuhan aset digunakan untuk melihat seberapa besar tingkat pertumbuhan aset yang didapat dari tahun ke tahun. Hal ini berarti bahwa meskipun

kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pertumbuhan aset belum tentu dapat meningkatkan nilai dividen. Sebab, pembagian dividen tidak hanya bergantung pada tingkat pertumbuhan aset saja melainkan juga memperhatikan kelangsungan hidup perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Sulistiyowati *et al* (2010) yang menyatakan variabel *growth* berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun tidak sejalan dengan penelitian Prihantoro (2003) yang menyatakan bahwa variabel *growth* signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Good Corporate Governance

Berdasarkan hasil analisis regresi menunjukkan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROA berpengaruh signifikan dan bernilai positif sehingga hipotesis kelima diterima. Terdapat dua alternatif pandangan mengenai hubungan antara profitabilitas dengan kualitas *corporate governance*. Pandangan pertama menyebutkan bahwa Profitabilitas perusahaan yang meningkat juga dapat berasal dari meningkatnya kapasitas perusahaan atau sumber pendanaan perusahaan dalam menjalankan aktivitas bisnis. Sejalan dengan bertambahnya pendanaan yang menghasilkan laba lebih besar, maka tanggung jawab perusahaan untuk menerapkan praktik CG lebih besar. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang besar akan berusaha untuk menjaga agar praktik GCG dapat berjalan secara teratur dan berkesinambungan (Pamungkas dan Muid, 2012). Sedangkan pandangan yang kedua, perusahaan yang memperoleh profitabilitas yang sedikit akan cenderung mengumumkan lebih banyak mengenai pelaksanaan GCG guna melepaskan tekanan dari pasar (Kusumawati, 2006). Sedangkan perusahaan dengan perolehan profitabilitas yang tinggi akan cenderung mengumumkan pelaksanaan GCG lebih sedikit.

Hasil penelitian ini yang mengatakan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap GCG konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap *good corporate governance*. Namun tidak sejalan dengan penelitian Sulistiyowati *et al* (2010) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *good corporate governance*.

Pengaruh Leverage terhadap Good Corporate Governance

Berdasarkan hasil analisis pada penelitian, pengaruh *leverage* terhadap *good corporate governance* menunjukkan hasil tidak signifikan dan bernilai negatif. Tingkat *leverage* dalam suatu perusahaan akan selalu menimbulkan biaya pengawasan, maka perusahaan berusaha mengurangi biaya pengawasan dengan mengungkapkan informasi yang lebih luas dan meningkatkan penerapan *corporate governancenya*. Tingkat *leverage* dalam perusahaan baik tinggi maupun rendah tidak berpengaruh kualitas penerapan GCG karena perusahaan akan selalu berusaha menerapkan GCG dengan baik agar dapat mengurangi biaya pengawasan.

Sehubungan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa sumber pendanaan bagi perusahaan terdiri dari pendanaan internal dan eksternal, jika sumber dana internal yang digunakan maka dana tersebut digunakan dari *free cash flow* perusahaan yang bersangkutan, oleh karena itu penggunaan dana eksternal terhadap modal perusahaan tidak dibutuhkan lagi sehingga tidak dibutuhkan penerapan kualitas praktik *corporate governance* (Hormati, 2009).

Hasil penelitian ini yang mengatakan bahwa variabel *leverage* tidak signifikan terhadap CGPI sejalan dengan hasil penelitian Sulistiyowati *et al* (2010) yang menyatakan bahwa *leverage* memiliki hubungan yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Likuiditas terhadap Good Corporate Governance

Berdasarkan analisis statistik dapat terlihat bahwa variabel likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap implementasi GCG, nilai *coefisien regresi* menunjukkan angka negatif yang berarti apabila *current ratio* memiliki nilai yang

rendah maka kualitas GCG perlu ditinggikan. Likuiditas perusahaan yang rendah akan mendorong perusahaan untuk mengungkapkan kualitas *corporate governance*nya sehingga akan mengurangi biaya modal.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa likuiditas yang diprosikan dengan *current ratio* berpengaruh signifikan negative terhadap *good corporate governance*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Wijayanti (2013) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *corporate governance*.

Pengaruh Growth terhadap Good Corporate Governance

Hasil penelitian ini menunjukkan pengaruh *growth* terhadap *good corporate governance* tidak signifikan dengan arah bernilai negatif, maka hipotesis ketujuh penelitian ini yang menyatakan "*growth* berpengaruh positif terhadap *good corporate governance*" ditolak. Artinya *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap *good corporate governance*. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan atau pertumbuhan suatu perusahaan itu tinggi, maka akan membutuhkan banyak dana untuk membiayai kegiatan perusahaan tersebut, sehingga perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan mengabaikan *corporate governance* karena dana yang dibutuhkan sangat banyak untuk proyek-proyek investasi perusahaan (Adnan *et al*, 2014).

Hasil penelitian ini yang mengatakan bahwa *growth* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *good corporate governance* konsisten dengan hasil penelitian Sulistiyowati *et al* (2010) dan penelitian (Adnan *et al*, 2014) yang menyatakan bahwa *growth* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *good corporate governance*.

Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian ini menunjukkan pengaruh *good corporate governance* terhadap kebijakan berpengaruh tidak signifikan dengan arah bernilai positif sehingga hipotesis kesembilan ditolak. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Arilaha (2009) yang menyatakan bahwa *corporate governance* (CGPI) yang diukur dengan *instrument* pemeringkatan yang dikembangkan oleh IICG memiliki hubungan positif dengan kebijakan dividen, tetapi tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori substitusi yang menyatakan bahwa perusahaan yang mekanisme *corporate governance*-nya buruk akan memberikan dividen kepada investor, dengan kata lain ada hubungan negatif antara mekanisme *corporate governance* dan kebijakan dividen (Arilaha, 2009).

Dari hasil riset yang dilakukan oleh IICG, rata - rata perusahaan yang menjadi riset berbobot 82,8974. Dari hasil riset ini perusahaan memiliki skor yang sangat baik karena berada dalam level terpercaya. Sehingga, skor GCG tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena dividen yang dibagikan telah ditentukan dalam RUPS. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistiyowati *et al* (2010) yang menyatakan bahwa *good corporate governance* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Intervening

Menurut Ghazali (2001) apabila koefisien hubungan langsung lebih besar dari koefisien hubungan tidak langsung, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan yang sebenarnya adalah langsung. Berdasarkan hasil penelitian dengan melihat hasil uji *path analysis*, dapat diketahui bahwa koefisien regresi yang telah distandarisasi menunjukkan bahwa variabel ROA, DER, CR dan TAG memiliki pengaruh langsung yang lebih dominan dalam mempengaruhi DPR dibandingkan pengaruh tidak langsungnya melalui GCG. Dengan kata lain, pelaksanaan GCG yang dilakukan oleh perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen memiliki pengaruh yang relatif rendah.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sulistiyowati *et al* (2010) yang menyatakan bahwa penambahan variabel *good corporate governance* tidak dapat dinyatakan sebagai variabel intervening.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan dengan menggunakan regresi linear berganda, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: (1) Berdasarkan hasil uji F diketahui bahwa variabel profitabilitas, *leverage*, likuiditas, *growth*, dan *good corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (2) Dari hasil uji t diketahui bahwa variabel profitabilitas yang diproksikan dengan ROA tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen; (3) Dari hasil uji t diketahui bahwa variabel *leverage* diproksikan dengan DER mempengaruhi kebijakan dividen; (4) Berdasarkan uji t bahwa variabel likuiditas yang diproksikan dengan CR tidak mempengaruhi kebijakan dividen; (5) Berdasarkan uji t bahwa variabel *growth* yang diproksikan dengan TAG tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (6) Berdasarkan uji t bahwa variabel profitabilitas yang diproksikan dengan ROA memiliki pengaruh terhadap *good corporate governance*; (7) Berdasarkan uji t bahwa variabel *leverage* yang diproksikan dengan DER tidak mempengaruhi kebijakan dividen; (8) Berdasarkan uji t bahwa variabel likuiditas yang diproksikan dengan CR memiliki pengaruh terhadap *good corporate governance*; (9) Berdasarkan uji t bahwa variabel *growth* yang diproksikan dengan TAG tidak berpengaruh terhadap *good corporate governance*; (10) Berdasarkan uji t bahwa *good corporate governance* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (11) Dari hasil uji *path analysis* diketahui bahwa *good corporate governance* bukan variabel intervening.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian diatas, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut: (1) Bagi peneliti selanjutnya yang tertarik dengan penelitian yang sama diharapkan untuk menambah variabel-variabel lain seperti *cash position*, *free cash flow*, *firm size*, kesempatan investasi dan variabel lainnya yang kemungkinan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen; (2) Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya melakukan penelitian dengan menggunakan jumlah sampel yang lebih besar dan menambah tahun penelitian ataupun memilih objek yang berbeda. Hal ini dimaksudkan supaya memperoleh hasil penelitian yang lebih baik; (3) Bagi perusahaan yang mengikuti survei *The Indonesia Institute for Corporate Governance* (IICG) diharapkan lebih meningkatkan kinerja perusahaan, dan melaksanakan tata kelola perusahaan dengan baik; (4) Bagi para investor dalam menginvestasikan dana hendaknya tetap mempertimbangkan laporan keuangan sebagai informasi yang penting dalam pengambilan keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Adnan, M. A., B. Gunawan., R. Candrasari. 2014. Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, *Growth*, dan *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Perusahaan dengan Mempertimbangkan *Corporate Governance* Sebagai Variabel Intervening. *JAAI*. Vol.18, (2): 89-100.
- Ambarwati. 2010. *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Graha Ilmu. Yogyakarta.
- Arifin, S dan N.F. Asyik. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Growth Potential, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol.4, (2).
- Arilaha, M. 2009. *Corporate Governance* dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, (3): 386-398.

- Brigham, E. F dan J.F. Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Daniri, M. A. 2006. *Good Corporate Governance: Konsep dan Penerapannya dalam Konteks Indonesia*. PT Ray Indonesia. Jakarta.
- Dewi, S. C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 10, (1): 47 – 58.
- Fahmi, I. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Alfabeta. Bandung.
- Faisal. 2006. Hubungan Antara Set Kesempatan Investasi, Tata Kelola Perusahaan, dan Kinerja. *Wahana Akuntansi Jurnal Ilmiah*. Vol.1, (2): 106-122.
- FCGI. 2001. *Corporate Governance: Tata Kelola Perusahaan*. Edisi Ketiga. Jakarta.
- Ghozali, I. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Edisi Kedua. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- _____, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Cetakan keempat. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Haryetti dan R. A. Ekayanti. 2012. Pengaruh Profitabilitas, *Investment Opportunity Set* dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan LQ-45 yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi*. Volume 20, (3).
- Hormati, A. 2009. Karakteristik Perusahaan Terhadap Kualitas Implementasi *Corporate Governance*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 1, (2): 288-298.
- Husnan, S. 2012. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Ishaq, A.F dan N.F. Ayik. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Cash Position, Leverage, Dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol.3, (4).
- Jensen, M.C dan W.H. Meckling 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, (4): 305-360
- Kusumawati, D.N. 2006. Profitability And Corporate Governance Disclosure. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. Padang: Prasetyo Mulyo Businnes Schooll.
- Mawarni, L.F.I dan N.M.D. Ratnadi. 2014. Pengaruh Kesempatan Investasi, Leverage, Dan Likuiditas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 9* (1): 200-208.
- Nurhayati, M. 2013. Profitabilitas, Likuiditas, Dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Sektor Non Jasa. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*. Universitas Mercu Buana: Jakarta
- Nuringsih, K. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Vol. 2, (2): 103-123.
- Pamungkas, I. dan D. Muid. 2012. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Good Corporate Governance Rating*. *Diponegoro Journal Of Accounting*. Vol. 2, (3).
- Prihantoro. 2003. Etimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Bisnis* 1(8): 7-14.
- Riyanto. B. 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE-UGM. Yogyakarta.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Setiawan, B. 2012. Analisis Pengaruh Praktik *Good Corporate Governance* Dan Manajemen Laba Terhadap *Corporate Environmental Disclosure* (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei Dan Proper Tahun 2008- 2010). *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Suharli, M. dan M. Oktarina. 2005. Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi pada *Equity Securities* Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas dan Hutang Pada Perusahaan Publik di Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi 8*. Solo.

- Suherli, M. dan S. S. Harahap. 2004. Studi Empiris terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi* 4(3): 223-245.
- Sulistiyowati, I, R. Anggraini, dan T. H. Utaminingsih. 2010. Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, dan *Growth* Terhadap Kebijakan Dividen dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori & Aplikasi dengan SPSS*. Andi Offset. Yogyakarta.
- Sumanti, J. C. dan M. Mangantar. 2015. Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal EMBA*. Vol. 3, (1): 1141-1151.
- Sutedi, A. 2011. *Good Corporate Governance*. Edisi Kesatu. Sinar Grafika. Jakarta
- SWA. 2010. Indonesia Most Trusted Companies. <http://swa.co.id/business-champions/ranking/indonesia-most-trusted-companies->. Diakses tanggal 6 Maret 2017
- VanHorne, J.C dan J.M. Wachowicz. 2007. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 12. Salemba Empat. Jakarta.
- Wijayanti, T. 2013. Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan *Good Corporate Governance* SEbagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim. Malang.
- Yuniningsih. 2002. Interdependensi Antara Kebijakan *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage*, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol 9, (1): 64- 182.