

## Determinan kebijakan dividen di Indonesia: *good corporate governance (GCG) sebagai variabel intervening*

Abriyani Puspaningsih<sup>1</sup>, Rizqi Gusti Pratiwi<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>Program Studi Akuntansi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, Indonesia

e-mail: [abriyani@uui.ac.id](mailto:abriyani@uui.ac.id)

### ARTIKEL INFO

#### Article history:

Available online

#### Keywords:

*Dividend policy, growth, good corporate governance, liquidity, leverage and profitability*

### ABSTRACT

*The purpose of this study is to investigate the factors that determine the dividend policy. This study also aims to prove the effect of profitability, liquidity, leverage, and growth on dividend policy, through good corporate governance (GCG). The population in this study are included in the rating companies of Corporate Governance Perception Index (CGPI) at 2010 - 2013. The sample selection is done with purposive sampling techniques and criteria used by 36 companies selected. Analysis of the data used multiple linear regression to identify variables that influence the dividend policy and path analysis to detect whether an indirect relationship through GCG and Sobel test use to assess significant for intervening variable. The results of this study showed that profitability gives significant positive effect to the dividend policy, leverage gives significant negative effect to dividend policy, liquidity and growth do not have significant effect to the dividend policy. The implementation of GCG gives significant positive effect on the dividend policy. Profitability and leverage have positive significant impact on the implementation of GCG. Liquidity and growth do not give significant impact to the implementation of GCG. According Path Analysis and Sobel test, the implementation of GCG is the intervening variable to the influence of profitability and leverage on dividend policy.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mendapatkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Penelitian ini juga menguji pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance (GCG)* sebagai variabel intervening. Populasi penelitian ini adalah yang masuk peringkat (*Corporate Governance Perception Index*) CGPI selama periode 2010-2013. Pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dan sebanyak 36 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian. Data dianalisis menggunakan analisis regresi berganda untuk mengidentifikasi variabel yang mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan analisis jalur (*path analysis*) digunakan untuk mendeteksi pengaruh tidak langsung GCG serta uji sobel (*Sobel test*) yang berguna untuk menilai signifikansi untuk variabel intervening. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, Sedangkan likuiditas dan *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Penerapan GCG berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas dan *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap penerapan *good corporate governance*. Likuiditas dan *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap penerapan GCG. Menurut hasil analisis jalur dan uji *Sobel test*, penerapan GCG merupakan variabel intervening untuk pengaruh profitabilitas dan *leverage* terhadap kebijakan dividen.

### Pendahuluan

Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan dalam menentukan penggunaan laba yang diperoleh perusahaan, yaitu apakah laba akan dibagikan kepada para pemegang saham atau dijadikan sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali pada masa mendatang. Masalah yang terdapat dalam kebijakan dividen mempunyai dampak yang sangat penting bagi para pemegang saham maupun bagi perusahaan yang akan membayarkan dividen kepada investor.

Di Indonesia banyak terdapat kelompok perusahaan merupakan milik keluarga. Dalam perusahaan tersebut manajemen mengelola perusahaan secara kekeluargaan. Dalam perusahaan keluarga, kepemilikan saham mayoritasnya dipegang oleh suatu keluarga tertentu. Hal tersebut dapat menyebabkan adanya konflik antara kepentingan dalam pengelolaan antara pemegang saham mayoritas dengan berbagai pihak ketiga seperti supplier, agen, dan sebagainya. Hal ini tidak menempatkan perusahaan dalam posisi yang menguntungkan di mana pemegang saham mayoritas dan manajemen yang dimiliki oleh anggota keluarga lebih dominan dalam keputusan manajemen (Daniri 2005). Oleh karena itu, diperlukan suatu sistem pengelolaan perusahaan yang baik yaitu penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) untuk menghindari terjadinya konflik wewenang antara pihak manajemen dengan kepentingan pemegang saham (Sulistyowati et al. 2010).

Penerapan prinsip GCG oleh perusahaan, akan menjadi salah satu pertimbangan bagi kreditor apakah perusahaan tersebut pantas menerima pinjaman kredit. Perusahaan yang telah mengimplementasikan prinsip-prinsip GCG, biasanya mempunyai peluang besar untuk memperoleh bantuan kredit. GCG memiliki empat prinsip yaitu *transparency*, *fairness*, *accountability*, dan *responsibility*. Penerapan GCG dalam perusahaan merupakan suatu sistem yang dapat melindungi pemegang saham dari penyalahgunaan wewenang manajemen. Peran GCG memberikan implikasi pada keputusan pembagian dividen kepada pemegang saham. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kowalewski et al. (2007) yang menunjukkan GCG mempunyai pengaruh yang positif pada kebijakan dividen. Gambaran tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih ketat akan cenderung membagikan dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh (Setiawan dan Phua 2013) yang dalam studinya menunjukkan hasil bahwa GCG berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang tidak menerapkan GCG akan membagikan dividen kepada pemegang saham dengan tujuan pemegang saham tetap berinvestasi dalam perusahaan.

Dalam kebijakan dividen, rasio antara dividen yang dibayarkan per lembar saham (DPS) dengan laba bersih per saham (EPS) yang diperoleh perusahaan disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR menunjukkan tingkat bagi-hasil atau pengembalian kepada investor. Semakin tinggi DPR maka semakin tinggi pengembalian yang diberikan kepada pemegang saham. Dalam model kebijakan residual, dividen yang dibayarkan ditentukan dari besarnya laba bersih dikurangi jumlah saldo laba ditahan yang dibutuhkan untuk membiayai proyek-proyek investasi perusahaan. Oleh karena itu, dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Profitabilitas perusahaan dapat diproyeksikan melalui *return on assets* (ROA). Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aset maupun modal sendiri. Menurut Hanafi dan Halim (2016), rasio profitabilitas sangat bermanfaat bagi kelangsungan perusahaan karena dapat membantu perusahaan untuk mengetahui kontribusi keuntungan perusahaan dalam jangka pendek atau jangka panjang. Oleh karena itu, dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Likuiditas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Tinggi rendahnya likuiditas perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan (Kasmir 2009). Rasio likuiditas umumnya digunakan adalah rasio lancar (*current ratio*) dengan cara membagi aktiva lancar dengan kewajiban lancarnya. Adapun *leverage* mencerminkan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang (Rodoni dan Ali 2010). Sedangkan *growth* menunjukkan pertumbuhan asset dimana asset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan.

Penelitian ini dilakukan mengingat hasil penelitian sebelumnya tidak konsisten. Penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati et al. (2010) menunjukkan bahwa profitabilitas, *leverage* dan *growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Begitu pula dengan pengujian *path analysis* yang menyatakan bahwa profitabilitas, *leverage*, dan *growth* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening. Penelitian Maldajian dan El Khoury (2014) menemukan bahwa profitabilitas dan *growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini bermaksud menguji kembali variabel-variabel yang telah diuji oleh Sulistyowati et al. (2010) dengan menambah variabel likuiditas. Penambahan variabel berdasar pada penelitian Ahmed (2015) yang memperoleh hasil bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini menggunakan objek penelitian perusahaan-perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Dengan asumsi bahwa perusahaan yang sudah menerapkan tata kelola yang baik atau masuk pemeringkatan CGPI, maka akan memberikan pengaruh yang lebih kuat terhadap keputusan pembagian dividen kepada pemegang saham. Penelitian ini dilakukan untuk menguji kembali

pengaruh langsung antara profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan *growth* serta pengaruh tidak langsung melalui penerapan GCG terhadap kebijakan dividen.

## Tinjauan Pustaka dan Perumusan Hipotesis

### *Dividend Signalling Theory*

Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan harga saham yang negatif (Pramastuti 2007).

### Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian yang dilakukan oleh Nugroho (2004); Suharli (2008); Pribadi dan Sampurno (2012); Sunarya (2013); dan Halviani dan Sisdyani (2014) menunjukkan bahwa Profitabilitas yang diukur dengan *return on assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* atau kebijakan dividen karena profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dan dividen akan dibagi apabila perusahaan tersebut memperoleh laba. Dari laba setelah pajak tersebut sebagian dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dan sebagian lain ditahan di perusahaan (laba ditahan). Jika laba yang diperoleh kecil, maka dividen yang akan dibagikan juga kecil.

**H<sub>1</sub>:** Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Posisi likuiditas perusahaan berpengaruh terhadap kemampuan pembayaran dividen karena dividen dibayarkan dengan kas dan tidak dengan laba ditahan, maka perusahaan harus memiliki kas tersedia untuk pembayaran dividen. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki likuiditas baik maka kemungkinan pembayaran dividen lebih baik pula. Likuiditas yang semakin baik mencerminkan adanya peningkatan kas yang dimiliki badan usaha tersebut. Apabila likuiditas menunjukkan keadaan yang tidak begitu baik, perusahaan mungkin tidak dapat membayar dividen. Dengan demikian, likuiditas memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sumiadji (2011); Dewi dan Wirajaya (2013); dan Ahmed (2015) yang menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

**H<sub>2</sub>:** Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati et al. (2010) dan Sumiadji (2011) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sumiadji (2011) menjelaskan bahwa semakin besar komposisi utang terhadap modal sendiri terdapat kecenderungan kurang prioritasnya kebijakan dividen. Semakin banyak utang yang harus dibayar, semakin besar dana yang harus disediakan sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.

**H<sub>3</sub>:** *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Deshmukh (2005) menyatakan bahwa badan usaha yang pertumbuhannya tinggi akan lebih memilih untuk berinvestasi dibandingkan dengan membagikan dividen sehingga laba yang diperoleh badan usaha akan dialokasikan sebagai laba ditahan untuk membiayai investasi yang berguna bagi pertumbuhan badan usaha di masa yang akan datang. Hal ini akan mempengaruhi jumlah laba yang akan dibagikan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Maldajian dan El Khoury (2014) menemukan bahwa *growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*.

**H<sub>4</sub>:** *Growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Penerapan GCG yang konsisten akan memberikan peningkatan kinerja keuangan perusahaan yang implikasinya pada meningkatnya laba perusahaan (Pradnyani et al. 2013). Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Halviani dan Sisdyani (2014) yang menyatakan bahwa dengan penerapan *Corporate Governance* diharapkan memberikan keyakinan kepada investor akan mendapatkan pengembalian dana yang telah diinvestasikan.

**H<sub>5</sub>:** Profitabilitas berpengaruh positif terhadap GCG.

Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Pemenuhan kewajiban jangka pendek yang dilakukan perusahaan dapat memberikan gambaran sistem pengelolaan operasional yang dilakukan oleh perusahaan. Dengan pengelolaan asset yang baik diharapkan tercapainya GCG atau dengan kata lain tata kelola perusahaan akan menjadi baik pula.

**H<sub>6</sub>:** Likuiditas berpengaruh positif terhadap GCG.

Merujuk pada *agency theory*, pemegang saham sebagai prinsipal tentu mengharapkan pengembalian atas investasi yang telah mereka lakukan. Tingginya rasio utang perusahaan akan mengakibatkan prinsipal melakukan tekanan kepada manajemen sebagai agen untuk meningkatkan kinerja perusahaan agar rasio utang semakin berkurang. Tekanan dari pihak prinsipal akan memaksa manajemen untuk menerapkan konsep GCG secara lebih baik. Dengan adanya kesadaran dari manajemen sebagai agen untuk mengurangi rasio utang, maka mekanisme GCG yang dilakukan perusahaan akan menghasilkan skor dan penilaian GCG yang semakin tinggi.

**H<sub>7</sub>:** *Leverage* berpengaruh positif terhadap GCG.

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa mekanisme yang berkaitan untuk meyakinkan para pemilik modal dalam memperoleh return yang sesuai dengan investasi yang telah ditanam adalah GCG. Suatu mekanisme yang dapat digunakan untuk mengatasi masalah keagenan yaitu mekanisme *corporate governance* (Barnhart dan Rosenstein 1998). La Porta et al. (2000) menyatakan dengan adanya peluang pertumbuhan yang baik akan meningkatkan pendanaan eksternal. Adanya pendanaan eksternal ini diharapkan dapat digunakan untuk mengoptimalkan tata kelola perusahaan menjadi lebih baik.

**H<sub>8</sub>:** *Growth* berpengaruh positif terhadap GCG.

Penelitian Sulistyowati et al. (2010) menyimpulkan bahwa GCG tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini karena perusahaan yang ada di Indonesia masih belum menyadari penuh penerapan GCG sebagai kewajiban. Selain itu riset BEI menunjukkan bahwa perusahaan yang tercatat di Indonesia sebagian besar masih bersifat kekeluargaan sehingga kemungkinan adanya *conflict of interest* dan kepentingan sepihak yang mengesampingkan hak pemegang saham minoritas kemungkinan besar bisa terjadi.

**H<sub>9</sub>:** GCG berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Profitabilitas yang tinggi akan menunjukkan keberhasilan perusahaan. Penerapan GCG akan mendukung perolehan profitabilitas. Jika perusahaan berkomitmen dan konsisten dalam menjalankan prinsip-prinsip GCG dalam aktivitasnya maka dengan sendirinya akan menumbuhkan kepercayaan investor. Semakin tinggi profitabilitas maka diharapkan juga dividen yang dibagikan akan semakin tinggi (Andriyanti dan Wirakusuma 2014).

**H<sub>10</sub>:** Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen melalui GCG

Posisi kas atau likuiditas merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Dengan penerapan yang baik dalam *corporate governance* di suatu perusahaan, maka semakin meningkat kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Penelitian Ahmed (2015) menyimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

**H<sub>11</sub>:** Likuiditas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen melalui GCG

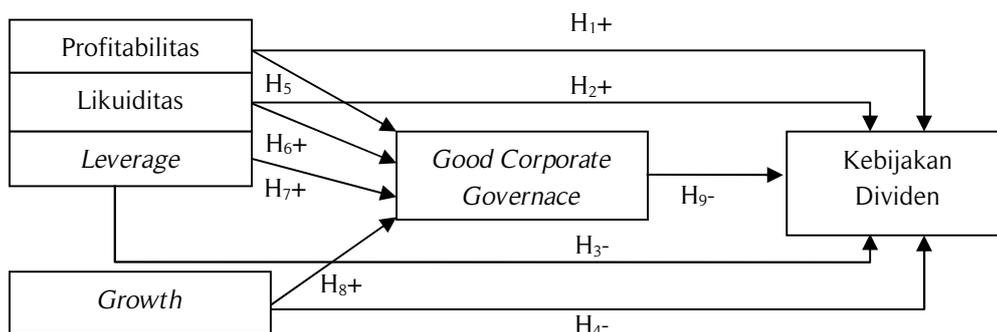
*Leverage* adalah kemampuan suatu perusahaan dalam membiayai pelunasan hutang-hutangnya. Meningkatnya *leverage* akan menyebabkan dividen yang dibagikan semakin kecil. *Leverage* mampu mengungkapkan suatu pengendalian eksternal dari *corporate governance* (Faisal 2006). Hasil penelitian Khan et al. (2016) juga membuktikan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

**H<sub>12</sub>:** *Leverage* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen melalui GCG.

Pada umumnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi membutuhkan dana tambahan untuk melakukan ekspansi, sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan perbaikan dalam penerapan GCG dalam rangka menurunkan biaya modal (Black et al. 2006). Pertumbuhan perusahaan yang tinggi lebih disukai investor untuk mengambil keuntungan pada investasi yang memiliki propek yang baik, sehingga perusahaan tersebut biasanya akan lebih senang untuk menahan pendapatannya daripada dibayarkan sebagai dividen dengan mengingat batasan-batasan biayanya. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Maldajian dan El Khoury (2014) juga menyimpulkan bahwa *growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*.

**H<sub>13</sub>:** *Growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen melalui GCG.

Berdasarkan uraian teoritis, kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

## Metoda Penelitian

### Data dan Sampel

Deskripsi obyek penelitian meneliti profil perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini, yaitu perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI. Sampel perusahaan tersebut kemudian dipilih dengan menggunakan *purposive sampling*, yaitu: (a) Perusahaan yang terdaftar di BEI yang mempublikasikan laporan tahunan selama periode penelitian, yaitu 2010-2013, (b) Perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan penerapan *corporate governance* yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) pada tahun 2010, 2011, 2012 dan 2013 berupa skor pemeringkatan CGPI, (c) Perusahaan yang membagikan keuntungan berupa dividen kepada para pemegang saham pada tahun pemeringkatan CGPI, (d) Data perusahaan lengkap dengan variabel yang akan diteliti.

Setelah dilakukan seleksi pemilihan sampel sesuai kriteria yang telah ditentukan sehingga sampel dalam penelitian ini berjumlah 36 dimana 5 perusahaan ditahun 2010, 7 perusahaan di tahun 2011, 11 perusahaan di tahun 2012, dan 13 perusahaan di tahun 2013.

### Definisi dan Pengukuran Variabel

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari 6 (enam) variabel penelitian yang diklasifikasikan sebagai variabel dependen, variabel independen dan variabel intervening. Variabel dependen yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR). Sedangkan variabel independen terdiri dari: *Return on Assets* (ROA), *Current Ratio* (CR), *Debt Equity Ratio* (DER), *Asset Growth* (ASG). Adapun variabel intervening yaitu GCG.

Kebijakan dividen diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR merupakan perbandingan antara dividen per lembar saham (DPS) dengan laba per lembar saham (EPS) atau merupakan persentase dari pendapatan akan dibayarkan kepada pemegang saham. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Untuk mengukur tingkat profitabilitas, peneliti menggunakan ROA sebagai proksi profitabilitas dengan skala pengukuran berupa rasio, ROA merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total aktiva.

Likuiditas diukur dari *current ratio* yang merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*current liability*) financial jangka pendek tepat waktunya melalui sejumlah aktiva lancar yang dimiliki perusahaan. *Current ratio* (CR) merupakan perbandingan antara aktiva lancar dengan kewajiban lancar.

*Leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Dalam penelitian ini, *debt equity ratio* (DER) digunakan sebagai proksi untuk mengukur *leverage*. *Debt equity ratio* (DER) merupakan perbandingan antara total kewajiban dengan total equitas.

*Growth* (ASG) menunjukkan pertumbuhan assets dimana asset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Perusahaan yang berkembang adalah perusahaan yang mengalami peningkatan pertumbuhan dalam perkembangan usahanya dari tahun ke tahun.

$$\text{Total Asset Growth (ASG)} = \frac{(\text{Total Asset}_t - \text{Total Asset}_{t-1})}{\text{Total Asset}}$$

### Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dan *path analysis*. Analisis regresi berganda digunakan untuk mengetahui apakah hipotesis penelitian terbukti signifikan atau tidak signifikan, dengan persamaan sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 CR + \beta_3 DER + \beta_4 ASG + e \tag{1}$$

$$CGPI_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 CR + \beta_3 DER + \beta_4 ASG + e \tag{2}$$

Keterangan:

DPR = Kebijakan Dividen

$\beta_0$  = Konstanta

$\beta_1$  ROA = Profitabilitas

$\beta_2$  CR = Likuiditas

$\beta_3$  DER = *Leverage*

$\beta_4$  ASG = *Growth*

$\epsilon$  = *Error term*

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. *Sobel test* digunakan untuk menilai signifikan pengurangan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen (Sobel 1982). Signifikan diukur dengan formula berikut:

$$Z_{value} = a * b / \text{SQRT} (b^2 * s_a^2 + a^2 * s_b^2)$$

### Hasil dan Pembahasan

#### Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif dapat dilihat bahwa tingkat pembagian dividen kepada pemegang saham berada pada porsi yang normal yaitu 26,26% dari pencapaian laba bersih. Sementara secara rata-rata penerapan *corporate governance* pada tahun 2010-2013 sebagai indikasi adanya GCG pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia yang diwakili oleh sampel dalam penelitian ini relatif sudah baik. Dengan rata-rata skor hampir mencapai 84,10 yang berarti nilai CGPI tersebut dalam kategori sangat terpercaya karena berada dalam rentang skor > 84 dan mendekati angka 100.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CGPI	36	69.3200	91.9100	84.105833	5.5329348
DPR	36	.0216	.8804	.262557	.2090464
ROA	36	.0110	.2750	.099800	.0818424
CR	36	.0011	1.4672	.576297	.3696926
DER	36	.3200	11.1723	3.425611	3.6455979
ASG	36	.0199	9.4291	.457365	1.5424891
Valid N (listwise)	36				

#### Uji Asumsi Klasik

Normalitas diukur berdasar uji Kolmogrov Smirnov. Hasil pengujian normalitas menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,483 untuk model 1, 0,723 untuk model 2, dan 0,707 untuk model 3. Tingkat signifikansi yang lebih besar 5% ini menjelaskan bahwa residual yang dihasilkan regresi adalah terdistribusi normal.

Hasil uji multikolinieritas menunjukkan bahwa nilai *tolerance* masing-masing variabel bebas, yaitu: ROA (0.670), CR (0.678), DER (0,846) dan ASG (0.901) adalah > 0,1 sedangkan nilai VIF masing-masing variabel bebas, sebagai berikut: profitabilitas (ROA = 1,493), likuiditas (CR = 1,474) dan ukuran perusahaan (DER = 1,182) adalah < 10, berarti bahwa variabel bebas dalam model regresi terhindar dari gejala multikolinieritas.

Hasil analisis uji heteroskedastisitas pada grafik *scatterplot* terlihat titik-titik menyebar secara acak dan tersebar di atas maupun di bawah angka 0 sumbu Y. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala heteroskedastisitas dalam model regresi dan dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

Berdasarkan hasil regresi model 1 diperoleh nilai Durbin Watson sebesar 1,911 atau dapat ditulis 1,7245  $< 1,911 < 2,2755$ . Untuk model penelitian 2, berdasarkan hasil regresi diperoleh nilai Durbin Watson sebesar 1,919 atau dapat ditulis 1,7245  $< 1,867 < 2,2755$ . Untuk model penelitian 3, berdasarkan hasil regresi diperoleh nilai Durbin Watson sebesar 2,003 atau dapat ditulis 1,799  $< 2,004 < 2,201$  Sehingga disimpulkan bahwa model regresi ketiga ini tidak terjadi autokorelasi.

### Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan model regresi berganda dan *path analysis*, serta pengujian *Sobel test*.

**Tabel 2.** Hasil Analisis Regresi Berganda Model 1

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.150	.104		1.444	.159
	Profitabilitas	1.228	.439	.481	2.799	.009
	Likuiditas	.106	.097	.188	1.101	.279
	Leverage	-.020	.009	-.357	-2.338	.026
	Growth	-.003	.020	-.023	-.153	.879

a. Dependent Variable: Kebijakan dividen

**Tabel 3.** Hasil Analisis Regresi Berganda Model 2

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	76.215	2.699		28.235	.000
	Profitabilitas	43.415	11.382	.642	3.814	.001
	Likuiditas	2.715	2.503	.181	1.084	.287
	Leverage	.661	.227	.436	2.909	.007
	Growth	-.595	.521	-.166	-1.143	.262

a. Dependent Variable: Corporate Governance

**Tabel 4.** Hasil Analisis Regresi Berganda Model 3

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.350	.470		-2.870	.007
	Profitabilitas	.374	.465	.146	.804	.428
	Likuiditas	.053	.086	.094	.615	.543
	Leverage	-.034	.009	-.584	-3.875	.001
	Growth	.009	.018	.064	.482	.634
	Corporate Governance	.020	.006	.521	3.251	.003

a. Dependent Variable: Kebijakan dividen

Pengujian hipotesis pertama yaitu Profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Pengujian terhadap hipotesis ini dilakukan melalui pengujian signifikansi koefisien regresi dari variabel profitabilitas (ROA). Hipotesis pertama penelitian ini menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Besarnya koefisien regresi yaitu 1,228 dan nilai signifikansi 0,009. Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi  $0,009 < 0,05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga  $H_{a1}$  dapat didukung kebenarannya. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nugroho (2004); Suharli (2008); Pribadi dan Sampurno (2012); Sunarya (2013); Halviani dan Sisdyani (2014); serta Khan dan Ahmad (2017) menunjukkan bahwa profitabilitas

berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* atau kebijakan dividen. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati et al. (2010), yang menyebutkan bahwa profitabilitas bukan faktor penentu utama terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Maldajian dan El Khoury (2014) serta Ahmed (2015) yang menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hipotesis kedua penelitian ini menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Besarnya koefisien regresi yaitu  $-0,106$  dan nilai signifikansi  $0,279$ . Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut tidak signifikan karena signifikansi  $0,279 > 0,05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga  $H_{a2}$  tidak dapat didukung kebenarannya. Hasil penelitian ini disebabkan karena likuiditas yang terlalu tinggi berdampak pada pembayaran dividen yang semakin kecil. Likuiditas yang terlalu tinggi menunjukkan ketidakefektifan perusahaan manufaktur dalam menggunakan modal kerja yang disebabkan oleh proporsi dari aktiva lancar yang tidak menguntungkan sehingga menyebabkan perusahaan manufaktur kurang efisien dan dampaknya pada pembayaran dividen kepada investor semakin kecil. Hasil ini sesuai penelitian yang dilakukan oleh Lopolusi (2013) mengemukakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Ahmed (2015) yang menyebutkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengujian hipotesis ketiga *leverage* terhadap kebijakan dividen. Hipotesis ketiga penelitian ini menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Besarnya koefisien regresi yaitu  $-0,020$  dan nilai signifikansi  $0,025$ . Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi  $0,026 < 0,05$  yang dapat disimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga  $H_{a3}$  dapat didukung kebenarannya. Hal ini sesuai dengan teori keuangan yang menyatakan jangan lakukan hutang baru jika tidak menghasilkan tambahan laba. Sumiadji (2011) menjelaskan bahwa semakin besar komposisi utang terhadap modal sendiri terdapat kecenderungan kurang prioritasnya kebijakan dividen. Semakin banyak utang yang harus dibayar, semakin besar dana yang harus disediakan sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Hasil penelitian sejalan dengan penelitian M. N. Khan et al. (2016) dan juga Khan dan Ahmad (2017).

Pengujian hipotesis keempat *growth* terhadap kebijakan dividen. Hipotesis keempat penelitian ini menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Besarnya koefisien regresi yaitu  $-0,003$  dan nilai signifikansi  $0,879$ . Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut tidak signifikan karena signifikansi  $0,879 > 0,05$  yang dapat disimpulkan bahwa *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga  $H_{a4}$  tidak dapat didukung kebenarannya. Perusahaan akan lebih senang menahan labanya untuk membiayai ekspansi atau pertumbuhan perusahaan daripada dibayarkan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Dapat dikatakan bahwa makin tingginya *dividend payout ratio* yang ditetapkan oleh perusahaan berarti makin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali di dalam perusahaan yang ini berarti akan menghambat pertumbuhan perusahaan. Hasil ini sesuai penelitian Lopolusi (2013); Deshmukh (2005); Sulistyowati et al. (2010) yang menyatakan *growth* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Maldajian dan El Khoury (2014) yang menyimpulkan bahwa *growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini juga berbeda dengan hasil penelitian Musiega et al. (2013) yang membuktikan bahwa *growth* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengujian hipotesis kelima profitabilitas terhadap GCG. Hipotesis kelima penelitian ini menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap GCG. Besarnya koefisien regresi yaitu  $43,415$  dan nilai signifikansi  $0,001$ . Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi  $0,001 < 0,05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap GCG sehingga  $H_{a5}$  dapat didukung kebenarannya. Penerapan GCG yang konsisten akan memberikan peningkatan kinerja keuangan perusahaan yang implikasinya pada meningkatnya laba perusahaan Pradnyani et al. (2013). Hal ini sesuai penelitian Halviani dan Sisdyani (2014) yang menyatakan bahwa dengan penerapan GCG diharapkan memberikan keyakinan kepada investor akan mendapatkan pengembalian dana yang telah diinvestasikan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati et al. (2010) yang menyatakan bahwa ROA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *good corporate governance* dikarenakan tingkat kesadaran emiten yang berbeda dalam menerapkan GCG.

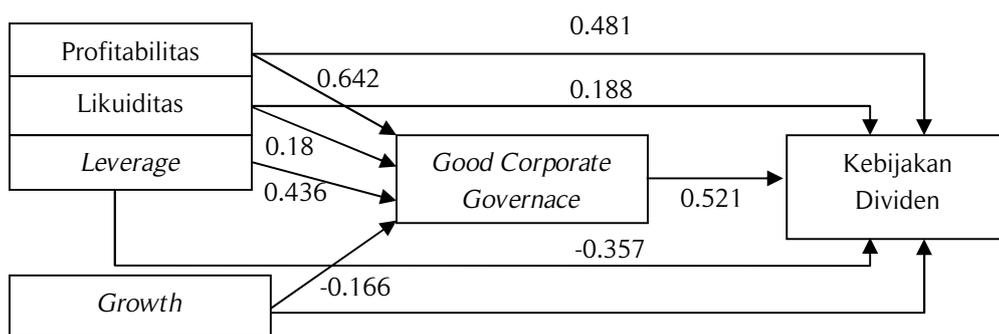
Pengujian hipotesis keenam likuiditas terhadap GCG. Hipotesis keenam penelitian ini menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap GCG. Besarnya koefisien regresi yaitu  $2,715$  dan nilai signifikansi  $0,287$ . Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut tidak signifikan karena signifikansi  $0,287 > 0,05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap GCG sehingga  $H_{a6}$  tidak dapat didukung kebenarannya. Hasil penelitian membuktikan kesehatan perusahaan yang dicerminkan

dengan tingginya rasio likuiditas diharapkan tidak berhubungan dengan GCG perusahaan. Tidak signikannya pengaruh likuiditas terhadap GCG mengindikasikan bahwa perusahaan merasa tidak perlu melakukan pengungkapan informasi yang lebih luas kepada pihak luar perusahaan mengenai kondisi likuiditas mereka. Hal tersebut menjadikan penyajian informasi penjas dari hutang disajikan secara normal dengan tidak memperhatikan besarnya perubahan hutang yang terjadi.

Pengujian hipotesis ketujuh *leverage* terhadap GCG. Hipotesis ketujuh penelitian ini menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap GCG. Besarnya koefisien regresi yaitu 0,661 dan nilai signifikansi 0,007. Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi  $0,007 < 0,05$  yang dapat disimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate governance*, sehingga  $H_{a7}$  dapat didukung kebenarannya.

Pengujian hipotesis kedelapan *growth* terhadap GCG. Hipotesis kedelapan penelitian ini menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap GCG. Besarnya koefisien regresi yaitu -0,595 dan nilai signifikansi 0,265. Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut tidak signifikan karena signifikansi  $0,265 < 0,05$  yang dapat disimpulkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap GCG sehingga  $H_{a8}$  tidak dapat didukung kebenarannya. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa peningkatan pertumbuhan perusahaan belum dapat menjadi salah satu indicator dalam pelaksanaan GCG. Contoh peningkatan pertumbuhan perusahaan misalnya adanya peningkatan volume penjualan, hal ini disebabkan karena penjualan perusahaan lebih banyak pada penjualan kredit yaitu dalam bentuk piutang sehingga kreditur tidak mempertimbangkan pertumbuhan penjualan perusahaan dalam memberikan modal perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati et al. (2010) serta Pamungkas dan Muid (2013) yang menyimpulkan bahwa *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap GCG.

Pengujian hipotesis kesembilan GCG terhadap kebijakan dividen. Hipotesis kesembilan penelitian ini menyatakan bahwa GCG berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Besarnya koefisien regresi yaitu 0,016 dan nilai signifikansi 0,011. Pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi  $0,011 < 0,05$  yang dapat disimpulkan GCG berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga  $H_{a9}$  tidak dapat didukung kebenarannya. Hal ini sependapat dengan Kowalewski et al. (2007) yang mengemukakan bahwa GCG mempunyai pengaruh yang positif pada kebijakan dividen. Gambaran tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih ketat akan cenderung membagikan dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham. Jadi, bentuk perlindungan yang dapat diberikan kepada investor karena adanya perbedaan kepentingan antara *principle* dan *agent* yaitu dengan cara menerapkan GCG di perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati et al. (2010) menunjukkan bahwa GCG tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen dimana tidak ditemukannya bukti bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih baik menguntungkan atau membayar dividen yang lebih tinggi. Untuk membuktikan hipotesis kesepuluh sampai ketiga belas menggunakan pendekatan analisis jalur dan *Sobel test*.



Gambar 2. Hasil Analisis Jalur

Tabel 6. Pengujian Sobel Test

	X → M		M → Y		Z-value
	a	Sa	B	Sb	
ROA	43.415	11.382	0.020	0.006	2.509967
CR	2.715	2.503	0.020	0.006	1.031461
DER	0.661	0.227	0.020	0.006	2.192979
AS	-0.595	0.521	0.020	0.006	-1.08038

Pengujian hipotesis kesepuluh menggunakan koefisien pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung dari variabel profitabilitas. Hasil *path analysis* menunjukkan bahwa pengaruh langsung dan tidak langsung profitabilitas terhadap kebijakan dividen adalah sebesar 0,481 dan  $(0.642 \times 0.521 = 0.334)$  sedangkan pengaruh total antara profitabilitas dan kebijakan dividen melalui GCG adalah sebesar  $0,481 + 0,334 = 0,815$ . Berdasarkan Tabel 6, z hitung adalah sebesar 2,509967 dan z tabel untuk taraf signifikan 5 % adalah sebesar 1,645 maka z hitung > z tabel sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi pengaruh mediasi. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening sehingga hipotesis kesepuluh penelitian ini diterima.

Pengujian hipotesis kesebelas menggunakan koefisien pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung dari variabel likuiditas. Hasil *path analysis* menunjukkan bahwa pengaruh langsung dan tidak langsung likuiditas terhadap kebijakan dividen adalah sebesar 0.188 dan  $(0.521 \times 0.181 = 0.094)$  sedangkan pengaruh total antara likuiditas dan kebijakan dividen melalui GCG adalah sebesar  $0,188 + 0,094 = 0,282$ . Berdasarkan Tabel 6, z hitung adalah sebesar 1,031461 dan z tabel untuk taraf signifikan 5% adalah sebesar 1,645 maka z hitung < z tabel sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi pengaruh mediasi. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening sehingga hipotesis kesebelas penelitian ini gagal didukung. Hasil penelitian ini disebabkan apabila likuiditas perusahaan terlalu besar maka perusahaan tersebut tidak mampu mengelola aktiva lancarnya semaksimal mungkin sehingga kinerja keuangan menjadi kurang baik dan kemungkinan ada manipulasi laba untuk membuat informasi laba tersebut berkualitas. Oleh karena itu, investor merespon negatif terhadap tingginya tingkat likuiditas suatu perusahaan sehingga GCG perusahaan tidak akan berjalan dengan baik.

Pengujian hipotesis keduabelas menggunakan koefisien pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung dari variabel *leverage*. Hasil *path analysis* menunjukkan bahwa pengaruh langsung dan tidak langsung *leverage* terhadap kebijakan dividen adalah sebesar -0,357 dan  $(0.521 \times 0.436 = 0.227)$  sedangkan pengaruh total antara *leverage* dan kebijakan dividen melalui GCG adalah sebesar  $-0,357 + 0.227 = -0,130$ . Berdasarkan Tabel 6, z hitung adalah sebesar 2.192979 dan z tabel untuk taraf signifikan 5% adalah sebesar 1,645 maka z hitung > z tabel sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi pengaruh mediasi. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening sehingga hipotesis keduabelas penelitian ini didukung. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian Sulistyowati et al. (2010) yang menyimpulkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengujian hipotesis ketigabelas menggunakan koefisien pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung dari variabel pertumbuhan. Hasil *path analysis* menunjukkan bahwa pengaruh langsung dan tidak langsung pertumbuhan terhadap kebijakan dividen adalah sebesar -0,023 dan  $(-0,166 \times 0.521 = -0.086)$  sedangkan pengaruh total antara pertumbuhan dan kebijakan dividen melalui GCG adalah sebesar  $-0,023 + -0.086 = -0,109$ . Berdasarkan Tabel 6, z hitung adalah sebesar -1.08038 dan z tabel untuk taraf signifikan 5% adalah sebesar 1,645 maka z hitung < z tabel sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi pengaruh mediasi. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening sehingga hipotesis ketiga belas penelitian ini gagal didukung. Hasil penelitian ini membuktikan *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG. Pertumbuhan perusahaan akan memerlukan banyak dana untuk memenuhi segala kebutuhan dari pertumbuhan perusahaan tersebut. dengan demikian perusahaan akan lebih senang untuk menahan labanya untuk membiayai pertumbuhan perusahaan sehingga dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham akan berkurang. Hal tersebut menyebabkan penerapan GCG perusahaan akan semakin buruk.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati et al. (2010) yang menunjukkan bahwa profitabilitas, *leverage*, dan *growth* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening. Hal ini dikarenakan perusahaan yang ada di Indonesia masih belum menyadari penuh penerapan GCG sebagai kewajiban.

## Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data, kesimpulan dari penelitian ini antara lain; (a) profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, (b) likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, (c) *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, (d) *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, (e) profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap GCG, (f) likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap GCG, (g) *leverage* berpengaruh positif terhadap GCG, (h) *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap GCG, (i) GCG berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, (j) profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening, (k)

likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening, (l) *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel intervening, (m) *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG.

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan yang kemungkinan dapat mempengaruhi hasil penelitian, antara lain: (a) periode penelitian ini hanya empat tahun, yaitu tahun 2010 sampai dengan 2013, (b) nilai koefisien determinasi untuk model penelitian pertama yang hanya sebesar 30,8%, model penelitian kedua adalah 33,6% dan model penelitian ketiga adalah 54,7% menunjukkan bahwa model penelitian ini hanya memberikan kontribusi yang rendah dalam menjelaskan kebijakan dividen. Untuk itu perlu ditambahkan variabel lain yang lebih tepat dalam memprediksikan kebijakan dividen pada perusahaan di BEI.

Dengan memperhatikan beberapa keterbatasan penelitian yang telah disampaikan, maka dapat diberikan saran-saran untuk penelitian selanjutnya, yaitu sebagai berikut: (a) untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menambah periode penelitian sehingga dapat menggeneralisasikan hasil penelitian, (b) penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah atau menggunakan variabel independen lain seperti ukuran perusahaan, umur perusahaan, harga saham. Hasil penelitian ini dapat digunakan oleh prinsipal atau investor sebagai salah satu pertimbangan dalam pengambilan keputusan atas investasi yang dilakukan.

### Daftar Referensi

- Ahmed, I. E. 2015. Liquidity, profitability and the dividends payout policy. *World Review of Business Research* 5 (2): 73–85.
- Andriyanti, L., dan M. G. Wirakusuma. 2014. Good corporate governance memoderasi profitabilitas, leverage, arus kas bebas dengan kebijakan dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 2 (8): 245–262.
- Barnhart, S. W., dan S. Rosenstein. 1998. Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis. *Financial Review*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=127689](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=127689).
- Black, B. S., H. Jang, dan W. Kim. 2006. Predicting firms' corporate governance choices: evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance* 12 (3): 660–691. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2005.08.001>.
- Daniri, M. A. 2005. *Good corporate governance : konsep dan penerapannya dalam konteks Indonesia*. Jakarta: Ray Indonesia.
- Deshmukh, S. 2005. The effect of asymmetric information on dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics* 44 (1/2): 107–127. <https://doi.org/10.2307/40473398>.
- Dewi, A. S. M., dan A. Wirajaya. 2013. Pengaruh struktur modal, profitabilitas dan ukuran perusahaan pada nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 4 (2): 358–372. <https://doi.org/ISSN : 2302-8556>.
- Faisal. 2006. Hubungan antara set kesempatan investasi, tata kelola perusahaan, dan kinerja. *Wahana Akuntansi Jurnal Ilmiah* 1 (2). [http://lib.unj.ac.id/jurnal/index.php?p=show\\_detail&id=25876&keywords=](http://lib.unj.ac.id/jurnal/index.php?p=show_detail&id=25876&keywords=).
- Halviani, M. D., dan E. A. Sisdyani. 2014. Pengaruh moderasi good corporate governance pada return on asset dan dividend payout ratio. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 7 (2): 591–607.
- Hanafi, M. M., dan A. Halim. 2016. *Analisis laporan keuangan*. Edisi ke-5. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Kasmir. 2009. *Analisis laporan keuangan*. Jakarta: Rajawali Press.
- Khan, F. A., dan N. Ahmad. 2017. Determinants of dividend payout: an empirical study of pharmaceutical companies of Pakistan stock exchange (PSX). *Journal of Financial Studies & Research* 2017 (2017): 1-16. <https://doi.org/10.5171/2017.538214>.
- Khan, M. N., M. U. Naem, M. Rizwan, dan M. Salman. 2016. Factors affecting the firm dividend policy: an empirical evidence from textile sector of Pakistan. *International Journal of Advanced Scientific Research and Management* 1 (5): 144–149.
- Kowalewski, O., I. Stetsyuk, dan O. Talavera. 2007. Corporate governance and dividend policy in Poland. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.986111>.
- Lopolusi, I. 2013. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen sektor manufaktur yang terdaftar di PT bursa efek Indonesia periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya* 2 (1).
- Maldajian, C., dan R. El Khoury. 2014. Determinants of the dividend policy: an empirical study on the Lebanese listed

- banks. *International Journal of Economics and Finance* 6 (4): 240-256. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n4p240>.
- Musiega, M. G., O. B. Alala, M. Douglas, M. O. Christopher, dan E. Robert. 2013. Determinants of dividend payout policy among non-financial firms on Nairobi securities exchange, Kenya. *International Journal of Scientific & Technology Research* 2 (10).
- Nugroho, S. 2004. Analisis faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI. Universitas Diponegoro. <http://eprints.undip.ac.id/10181/>.
- Pamungkas, I., dan D. Muid. 2013. Analisis faktor-faktor yang memengaruhi good corporate governance rating (studi kasus pada perusahaan yang terdaftar dalam laporan indeks CGPI tahun 2009-2011). *Diponegoro Journal of Accounting* 2 (3): 376–386. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/3413>.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R. W. Vishny. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance* 55 (1): 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.
- Pradnyani, N. L. P. S. P., I. B. P. Astika, dan I. D. N. Badera. 2013. Good corporate governance sebagai prediktor kinerja keuangan dan implikasinya pada kebijakan dividen. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 2 (8): 581-597.
- Pramastuti, S. 2007. Analisis kebijakan dividen: pengujian dividend signaling theory dan rent extraction hypothesis. Universitas Gadjah Mada (tidak dipublikasikan).
- Pribadi, A. S., dan R. D. Sampurno. 2012. Analisis pengaruh cash position, firm size, growth opportunity, ownership, dan return on asset terhadap dividend payout ratio. *Diponegoro Journal of Management* 1 (4): 201–211.
- Rodoni, A., dan H. Ali. 2010. *Manajemen keuangan*. Edisi 1. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Setiawan, D., dan L. K. Phua. 2013. Corporate governance and dividend policy in Indonesia. *Business Strategy Series* 14 (5/6): 135–143. <https://doi.org/10.1108/BSS-01-2013-0003>.
- Shleifer, A., dan R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3): 461–488. <https://doi.org/10.2307/1833044>.
- Sobel, M. E. 1982. Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equation models. *Sociological Methodology* 13: 290-312. <http://dx.doi.org/10.2307/270723>
- Suharli, M. 2008. Pengaruh profitability dan investment opportunity set terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 9 (1): 9–17. <https://doi.org/10.9744/jak.9.1.pp.9-17>.
- Sulistyowati, I., R. Anggraini, dan T. H. Utamingtyas. 2010. Pengaruh profitabilitas, leverage, dan growth terhadap kebijakan dividen dengan good corporate governance sebagai variabel intervening. *Symposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*, 1–23.
- Sumiadji. 2011. Analisis variabel keuangan yang mempengaruhi kebijakan deviden. *Jurnal Dinamika Akuntansi* 3 (2). <https://doi.org/10.15294/jda.v3i2.1952>.
- Sunarya, D. H. 2013. Pengaruh kebijakan utang, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dengan size sebagai variabel moderasi pada sektor manufaktur periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya* 2 (1): 1–19.