

## BAB IV

### PEMBAHASAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai hasil pengujian data objek penelitian menggunakan aplikasi SPSS. Hasil penelitian berikut memuat deskripsi dari hasil olah data objek penelitian, interpretasi dan juga dilengkapi dengan argumen yang penulis bangun dari landasan teori pada penelitian ini. Penjelasan lebih rinci akan penulis sampaikan pada bagian berikut:

#### 4.1 Deskripsi Objek Penelitian

**Tabel 4.1**  
**Data pemilihan sampel**

<b>Kriteria Sampel</b>	<b>Jumlah</b>
Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2015-2017	152
Pengurangan Sampel Kriteria 1: Perusahaan sektor manufaktur yang tidak terdaftar di BEI secara berturut-turut pada tahun 2015-2017	(9)
Pengurangan Sampel Kriteria 2: Perusahaan sektor manufaktur yang tidak menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah pada tahun 2015-2017	(6)
Pengurangan Sampel Kriteria 3: Perusahaan sektor manufaktur yang tidak membagikan dividen selama tahun pengamatan	(99)
<b>Jumlah sampel yang memenuhi kriteria</b>	<b>38 x 3 = 114</b>
<b>Outlier</b>	(29)

<b>Jumlah sampel setelah outlier</b>	<b>85</b>
--------------------------------------	-----------

Sumber: Bursa Efek Indonesia, Data sekunder yang diolah, 2019

Berdasarkan kriteria sampel yang telah ditentukan maka diperoleh 114 data perusahaan yang memenuhi. Dalam pengujian model regresi terdapat 29 data outlier, sehingga jumlah sampel yang penulis gunakan dalam penelitian ini menjadi 85 data perusahaan.

## 4.2 Analisis Data

Pada bagian ini akan penulis sampaikan mengenai hasil uji statistik menggunakan SPSS sesuai dengan metode analisis yang telah disampaikan sebelumnya. Adapun metode yang telah penulis tentukan sebelumnya adalah uji analisis statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji regresi.

### 4.2.1 Uji Analisis Statistik Deskriptif

Uji analisis statistik deskriptif adalah metode yang digunakan untuk memaparkan secara umum nilai maksimum, minimum, rata-rata dan standar deviasi dari masing-masing variabel objek penelitian. Tabel di bawah merupakan hasil uji statistik deskriptif variabel penelitian menggunakan aplikasi SPSS :

**Tabel 4.2**  
**Analisis Statistik Deskriptif**

<b>Variabel</b>	<b>N</b>	<b>Mean</b>	<b>SD</b>	<b>Median</b>	<b>Min.</b>	<b>Maks.</b>
DPR	85	0,3456	0,2090	0,2911	-0,1261	0,9996
TDI	85	18,2824	3,5644	18	9	26
FCF	85	$1,34 \cdot 10^{11}$	$4,78 \cdot 10^{11}$	$2,99 \cdot 10^{10}$	$-1,92 \cdot 10^{12}$	$1,87 \cdot 10^{12}$
FZ	85	28,5041	1,3740	28,3734	26,0164	32,1510
GROWTH	85	0,1560	0,2139	0,0913	-0,0934	1,0305

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2019

*Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan variabel dan pengukuran yang dipakai untuk menilai jumlah laba perusahaan yang perusahaan bagikan kepada pemegang saham sebagai proksi dari kebijakan dividen. Pada variabel ini terdapat 85 sampel dengan nilai rata-rata yaitu 0,3456 atau 34,56%. Hal ini dapat penulis artikan bahwa rata-rata perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI membagikan 34,56% dari keuntungannya kepada pemegang saham. Sedangkan sisa keuntungan perusahaan digunakan sebagai laba ditahan. Nilai tertinggi variabel DPR dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia (2017) yakni 99,96%. Sedangkan nilai terendah dimiliki oleh PT Indomobil Sukses Internasional (2017) dengan nilai negatif 12,61%. PT Indomobil Sukses Internasional mengalami kerugian pada tahun 2016 dan 2017 sehingga menghasilkan nilai EPS (pembilang) negatif dan mengakibatkan nilai DPR menjadi negatif. Walaupun mengalami kerugian, berdasarkan Catatan Atas Laporan Keuangan (CALK) PT Indomobil Sukses International Tbk masih memiliki dana cadangan sebesar 1,4 triliun Rupiah yang merupakan sisa laba ditahan pada tahun sebelumnya yang digunakan sebagai dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Variabel *Corporate Governance* menjadi variabel independen pertama yang penulis gunakan dalam penelitian ini. Seperti yang telah disampaikan variabel ini dinilai menggunakan tabel TDI (*Transparent and Disclosure Index*) yang memuat 35 pernyataan yang terbagi menjadi 3 indeks yaitu *board*, *disclosure* dan *shareholder*. Semakin tinggi nilai maka perusahaan dinyatakan memiliki tata kelola yang baik. Pada variabel ini terdapat nilai rata-rata yaitu 18,28 dari 35 pernyataan yang ada atau 52,28%. Hal ini berarti bahwa rata-rata

perusahaan belum memberikan pengungkapan mengenai tata kelola perusahaan mereka dengan baik. Hal ini penulis lihat baik dari pengungkapan informasi mengenai prosedur kerja perusahaan, struktur komisaris, keterbukaan informasi strategis, dan juga mengenai hak pemegang saham. Dengan begitu dapat penulis nyatakan bahwa rata-rata perusahaan belum menerapkan asas-asas tata kelola perusahaan yang baik (*transparency, accountability, responsibility, independency, fairness*).

Nilai tertinggi pada variabel *Corporate Governance* yaitu 26 yang berarti perusahaan telah mengungkapkan 26 dari 35 pernyataan dalam penilaian tata kelola perusahaan yang baik atau dengan nilai 74,28%. Nilai ini diperoleh PT Wijaya Karya Beton Tbk (2017). Sedangkan nilai terendah yaitu PT Tempo Scan Pacific Tbk (2015) dengan nilai 9 dari 35 pernyataan atau dapat penulis katakan perusahaan tersebut mengungkapkan 25,71% mengenai tata kelola perusahaan dalam laporan keuangan tahunan.

*Free Cash Flow* menjadi variabel independen kedua yang mana menunjukkan jumlah kas yang benar-benar tersedia pada perusahaan setelah kebutuhan modal dan belanja investasi aset tetapnya. Pada variabel ini terdapat 85 sampel penelitian dengan nilai-rata ketersediaan kas bersih 13,4 miliar Rupiah. Nilai tertinggi diperoleh PT Mayora Indah (2015) dengan jumlah kas bersih 1,87 triliun Rupiah. Sedangkan nilai terendah yaitu PT Indomobil Sukses Internasional (2017) dengan nilai negatif 1,92 triliun Rupiah.

Nilai *Free Cash Flow* yang negatif dapat menandakan bahwa jumlah kas operasional (pendapatan) perusahaan tidak mampu menunjang ekspansi yang

dilakukan oleh perusahaan. Hal ini dapat mengacu bahwa sumber dana ekspansi yang dilakukan perusahaan bersumber dari hutang. Sumber eksternal ini dapat berbentuk hutang dari bank ataupun obligasi bila perusahaan mampu menerbitkannya.

Berdasarkan data yang ada, nilai *free cash flow* tertinggi dimiliki oleh PT Mayora Indah Tbk (2015) yang merupakan perusahaan yang bergerak di bidang *food and beverage* dengan jumlah kas bersih 1,87 triliun Rupiah. Sedangkan jumlah *free cash flow* dengan nilai negatif terendah adalah PT Indomobil Sukses International Tbk (2017) yang bergerak pada bidang otomotif dengan jumlah kas bersih negatif 1,92 triliun Rupiah. Jumlah *free cash flow* sering dikaitkan dengan IOS atau *Investment Opportunity Set* perusahaan yang menggambarkan besar dana yang dikeluarkan oleh perusahaan (investasi) untuk mendapatkan *return* masa depan yang meningkatkan nilai perusahaan. *Research and development* perusahaan otomotif membutuhkan dana lebih besar dibandingkan dengan perusahaan *food and beverage*. Hal ini menggambarkan *gap* yang begitu besar antara kedua perusahaan dengan dua bidang yang berbeda pula.

Variabel FZ (Firm Size) adalah variabel independen ketiga yang diukur menggunakan *logaritma natural* dari total aset. Nilai rata-rata pada variabel ini yaitu 28,50 dari 85 jumlah sampel. Sedangkan nilai tertinggi diperoleh PT Indofood Sukses Makmur (2015) dengan nilai 32,15. Nilai terendah diperoleh PT Atelier Mecaniques D Indonesia (2015) dengan nilai 26,02.

*Growth* atau pertumbuhan perusahaan merupakan variabel independen keempat yang dapat diukur menggunakan presentase perubahan total aset dengan

jumlah total aset tahun sebelumnya. Dari 85 sampel perusahaan maka didapatkan nilai rata-rata variabel ini 16% atau dapat penulis katakan rata-rata pertumbuhan perusahaan manufaktur pada tahun 2015-2017 adalah 15,6%. Nilai tertinggi diperoleh PT Tunas Alfin (2016) dengan pertumbuhan 103,05%. Sedangkan nilai terendah diperoleh PT Indal Aluminium Industry (2017) dengan pertumbuhan negatif 9,34%. Berdasarkan data statistik deskriptif, 8 dari 85 data perusahaan memiliki angka pertumbuhan perusahaan yang negatif. Hal ini menunjukkan bahwa adanya pengurangan atau penurunan aset perusahaan dari tahun sebelumnya. Pengurangan aset ini dapat dikarenakan oleh penjualan aset atau penggunaan aset untuk melunasi liabilitas perusahaan. Pernyataan ini didukung oleh salah satu data yang penulis temukan pada PT Indal Aluminium Industry Tbk (INAI) dimana pada tahun 2016 INAI mengalami pertumbuhan yang negatif sebesar 9,34% yang diikuti oleh penurunan jumlah liabilitasnya.

#### **4.2.2 Hasil Uji Asumsi Klasik**

##### **4.2.2.1 Hasil Uji Multikolinieritas**

Uji multikolinieritas ini berfungsi untuk menguji apakah ditemukan korelasi antar variabel independen dalam model regresi yang penelitian ini gunakan. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2016). Jika antar variabel independen terdapat korelasi maka dapat dikatakan bahwa variabel-variabel tersebut tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel yang nilai korelasi antar variabel independennya sama dengan nol.

Untuk mendeteksi apakah terjadi multikolinieritas pada model regresi yang digunakan dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan juga VIF (*Variance Inflation Factor*)(Ghozali,2016). Nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai Variance Inflation Factor (VIF) yang tinggi karena VIF sama dengan  $1/tolerance$ . Nilai *cut off* yang biasa digunakan untuk menunjukkan terjadinya multikolinieritas yaitu nilai  $tolerance \leq 0,10$  atau sama dengan nilai  $VIF \geq 10$ .

**Tabel 4.3**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**

<b>Coefficients<sup>a</sup></b>			
<b>Model</b>		<b>Collinearity Statistics</b>	
		<b>Tolerance</b>	<b>VIF</b>
1	TDI	.8829	1.1327
	FCF	.9217	1.0849
	FZ	.8838	1.1315
	GROWTH	.9496	1.0531

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai *tolerance* keempat variabel bebas yang digunakan yaitu TDI, *free cash flow*, ukuran perusahaan dan juga pertumbuhan perusahaan lebih dari 0,10 dan nilai VIF keempat variabel tersebut kurang dari 10. Hal ini membuktikan bahwa tidak ditemukan korelasi antar variabel independen yang penulis gunakan atau dapat penulis nyatakan bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinieritas.

#### 4.2.2.2 Hasil Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier yang digunakan terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$  (Ghozali, 2016). Model regresi linier yang dalam penelitian seharusnya tidak terjadi autokorelasi. Untuk mendeteksi apakah terjadi autokorelasi pada model regresi maka dapat dilakukan uji Durbin-Watson.

Uji Durbin-Watson dapat dilakukan dengan membandingkan nilai DW yang muncul pada uji statistik dengan tabel signifikansi 5% pada  $k=4$  dengan jumlah sampel 85. Bila nilai hitung yang muncul mendapatkan hasil bahwa  $du < d < 4-du$ , maka dapat dinyatakan tidak terjadi autokorelasi pada model regresi linier yang penelitian ini gunakan.

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Autokorelasi Durbin-Watson**

<b>Model Summary<sup>b</sup></b>	
<b>Model</b>	<b>Durbin-Watson</b>
1	2.1072 <sup>a</sup>

a. Predictors: (Constant), GROWTH, FZ, FCF, TDI  
b. Dependent Variable: DPR

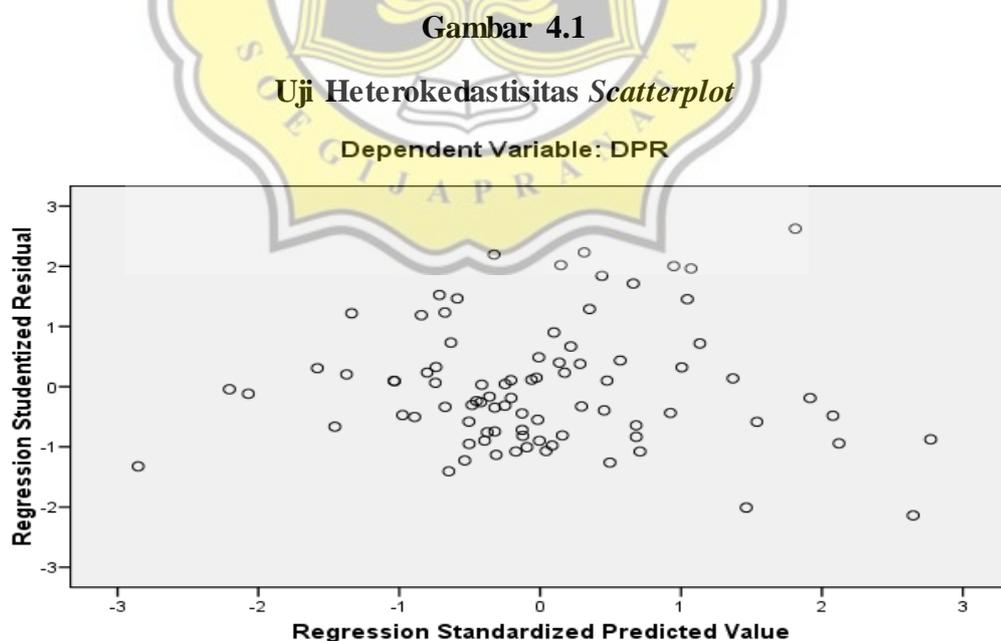
Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Merujuk pada Tabel 4.4 dapat diketahui bahwa nilai  $d$  sama dengan 2,1072. Hal ini menunjukkan bahwa nilai  $d$  lebih besar dari nilai  $du$  untuk 85 sampel yaitu 1,7470 dan nilai  $d$  juga kecil dari nilai  $4-du$ . Setelah perhitungan

tersebut dapat dituliskan persamaan dari durbin-watson di atas adalah  $1,7470 < 2,1071 < 2,253$ . Dari persamaan tersebut dapat penulis simpulkan bahwa model regresi linier pada penelitian ini tidak terdapat autokorelasi.

#### 4.2.2.3 Hasil Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam satu model regresi yang digunakan dalam penelitian terjadi perbedaan *variance* dari *residual* pengamatan satu ke pengamatan yang lainnya (Ghozali,2016). Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak terjadi heterokedastisitas atau terjadi kesamaan *variance* dari residual pengamatan satu dengan lainnya. Untuk mendeteksi apakah model regresi dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *scatterplot* dan uji *glejser* yakni uji statistik untuk memperkuat hasil pengujian.



Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Dari grafik *scatterplot* pada gambar 4.1 dapat terlihat bahwa titik-titik menyebar di atas maupun di bawah sumbu Y dan angka nol. Pada grafik tersebut juga tidak menampakan bahwa titik-titik membuat sebuah pola yang teratur. Dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas dalam model regresi linier ini.



**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Heterokedastisitas *Glejser***

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.2531	.2596		.9752	.3324
	TDI	.0027	.0037	.0825	.7347	.4647
	FCF	5.2E-014	.0000	.2160	1.9641	.0530
	FZ	-.0052	.0095	-.0611	-.5439	.5880
	GROWTH	-.1020	.0587	-.1883	-1.7385	.0860

a. Dependent Variable: AbsUn

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Hasil tampilan output SPSS uji *glejser* dengan jelas menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai Absolut Un (AbsUn). Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat penulis simpulkan model regresi tidak mengandung adanya heterokedastisitas.

Dari kedua pengujian di atas yaitu menggunakan *scatterplot* dan uji *glejser* menunjukkan hasil uji yang konsisten yaitu model regresi linier tidak heterokedastisitas. Maka model regresi linier pada pengujian ini dapat penulis gunakan.

#### 4.2.2.4 Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mendeteksi apakah dalam model regresi penelitian, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2016). Untuk mengetahui apakah residual berdistribusi dengan normal atau tidak maka penulis melakukan uji statistik menggunakan uji *Kolomgorov-Smirnov*.

**Tabel 4.6**  
**Hasil Uji Normalitas**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		85
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.18743948
Most Extreme Differences	Absolute	.1035
	Positive	.1035
	Negative	-.0667
Kolmogorov-Smirnov Z		.9540
Asymp. Sig. (2-tailed)		.3226

- a. Test distribution is Normal.  
b. Calculated from data.

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan angka 0,954 dengan nilai signifikansi atau p yaitu 0,3226. Hal ini menunjukkan bahwa data residual berdistribusi normal, dimana nilai p lebih dari 0,05.

### 4.2.3 Analisis Uji Hipotesis

#### 4.2.3.1 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) berfungsi untuk mengukur seberapa jauh kemampuan sebuah model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Dimana semakin kecil nilai  $R^2$  maka menunjukkan semakin kecil kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen (Ghozali, 2016). Uji ini berguna untuk mengukur nilai aktual *goodness of fit* dari model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel dependen yang penulis gunakan dalam penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR).

**Tabel 4.7**  
**Koefisien Determinasi**

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.4420 <sup>a</sup>	.1954	.1551	.1921

a. Predictors: (Constant), GROWTH, FZ, FCF, TDI

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Pada tabel di atas ditunjukkan bahwa nilai R memiliki nilai korelasi 0,4420 sedangkan nilai korelasi kuadrat ( $R^2$ ) yaitu 0,1954. Sedangkan nilai adjusted  $R^2$  menunjukkan angka 0,1551 yang berarti *coporate governance* yang diukur menggunakan TDI, jumlah arus kas bebas, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen sebesar 15,51%, sedangkan sisanya 84,49% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak penulis masukan dalam model regresi penelitian ini.

#### 4.2.3.2 Uji Statistik Parameter Individual (Statistik t)

Uji statistik-t berfungsi untuk menguji adanya hubungan antara masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dalam suatu model regresi linier. Hal ini bertujuan untuk mendeteksi adanya pengaruh antar variabel independen dan dependen. Variabel independen dinyatakan berpengaruh terhadap variabel dependen bila nilai signifikansinya di bawah 0,05 atau  $\alpha$  5%. Berikut di bawah ini merupakan tabel hasil uji penelitian statistik-t.

**Tabel 4.8**  
**Uji Statistik T**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.1050	.4447		-.2361	.8140
	TDI	.0094	.0063	.1608	1.5064	.1359
	FCF	1.3E-013	.0000	.3085	2.9534	.0041
	FZ	.0098	.0162	.0646	.6055	.5466
	GROWTH	-.1269	.1005	-.1299	-1.2624	.2105

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

Berdasarkan hasil uji pada tabel di atas maka persamaan matematis regresi pada penelitian ini sebagai berikut:

$$DPR = -0,105 + 0,009 (TDI) + 1,35 \cdot 10^{-13} (FCF) + 0,010 (FZ) - 0,127 (GROWTH) + \varepsilon$$

Hipotesis 1 diterima bila nilai signifikansi kurang dari 0,05 dan memiliki nilai  $\beta$  yang positif. Berdasarkan tabel di atas, dapat dinyatakan bahwa nilai signifikansi yaitu 0,1359 dan nilai  $\beta$  0,0094 yang berarti hipotesis 1 ditolak dan  $H_0$  diterima karena nilai signifikansinya di atas 0,05. Sehingga dapat penulis katakan bahwa *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Hipotesis 2 dinyatakan diterima bila nilai signifikansi kurang dari 0,05 dan memiliki nilai  $\beta$  positif. Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai signifikansi variabel arus kas bebas adalah 0,0041 dengan nilai  $\beta$  positif. Hal ini menunjukkan

bahwa hipotesis 2 diterima dan H0 ditolak. Sehingga dapat penulis nyatakan bahwa jumlah arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hipotesis 3 dinyatakan diterima bila nilai signifikansi variabel *firm size* di bawah 0,05 dengan  $\beta$  positif. Berdasarkan tabel 4.8 dapat diketahui bahwa nilai signifikansi *firm size* yaitu 0,5466 dengan  $\beta$  positif. Maka dapat penulis nyatakan bahwa hipotesis 3 ditolak dan H0 diterima dimana ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan nilai signifikansi variabel yang melebihi nilai 0,05.

Hipotesis 4 dinyatakan diterima bila nilai  $\beta$  menunjukkan nilai yang negatif dengan signifikansi di bawah 0,05. Merujuk pada tabel 4.8 penulis nyatakan bahwa nilai variabel *GROWTH* adalah 0,2105 dengan  $\beta$  negatif. Sehingga dapat dikatakan hipotesis 4 ditolak yang memiliki arti bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen.

### 4.3 Interpretasi Hasil

Pada pembahasan sebelumnya telah dijelaskan bahwa penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah keempat variabel independen yang telah ditentukan yaitu *corporate governance*, *free cash flow*, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan. Berdasarkan hasil uji statistik model regresi pada tabel 4.8 maka diketahui bahwa terdapat satu dari empat variabel independen yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Variabel independen tersebut

adalah jumlah arus kas bebas perusahaan. Berikut merupakan tabel interpretasi hasil uji statistik t:

**Tabel 4.9**

**Interpretasi Hasil**

<b>Hipotesis</b>	<b>Hipotesis</b>	<b>Hasil</b>
1	<i>Corporate governance</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	Hipotesis ditolak
2	<i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	Hipotesis diterima
3	Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	Hipotesis ditolak
4	Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen	Hipotesis ditolak

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2019

**4.3.1 Corporate Governance dan Kebijakan Dividen**

Dalam penilaian *good corporate governance* menggunakan TDI yang mana memuat tiga indeks yaitu board yang memuat mengenai struktur, karakteristik dan prosedur dewan komisaris dan direktur. Selanjutnya *disclosure* atau pengungkapan yang merujuk pada prinsip transparansi kepada publik. Indeks ketiga adalah shareholder yaitu transparansi mengenai kepemilikan saham, kebijakan dividen perusahaan, dan jumlah saham beredar.

Dari uji statistik t model regresi yang penulis lakukan ditemukan hasil bahwa *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen . Hasil yang muncul bertolak belakang dengan hipotesis yaitu *coporate governance*

berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan praktik *good corporate governance* di Indonesia masih belum mendapat perhatian di perusahaan penelitian. Dari 85 jumlah sampel yang digunakan menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan menerapkan GCG 52,26%. Data ini sesuai dengan pernyataan Ketua Dewan Komisioner OJK Wimboh Santoso dalam acara Penghargaan Laporan Tahunan (Annual Report Award) yang mana pada tahun 2015 hanya ada dua perusahaan Indonesia hanya berhasil masuk TOP 50 emiten terbaik dalam praktek GCG di ASEAN (Primadhyta, 2017). Kedua perusahaan tersebut adalah perusahaan keuangan.

Berdasarkan tiga indeks yang termuat dalam alat pengukuran *good corporate governance* maka dapat penulis sampaikan bahwa karakteristik dewan komisaris dan direktur tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Bila dikaitkan dengan teori agensi, dewan komisaris merupakan perwakilan atau representasi dari pemegang saham. Dewan komisaris bertugas untuk memastikan terpenuhinya kepentingan pemegang saham yaitu mendapatkan return atas investasinya, dan juga mengurangi asimetri informasi antara *principal* dan *agent*. Namun dalam hal ini tidak ditemukan adanya pengaruh karakteristik dewan komisaris terhadap jumlah dividen yang dibagikan atau kebijakan dividen. Begitu pula dengan dua indeks lainnya yaitu pengungkapan informasi perusahaan terhadap publik dan juga transparansi mengenai pemegang saham tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Dari hasil penelitian ini dapat penulis ketahui bahwa tata kelola perusahaan yang baik tidak berpengaruh terhadap jumlah atau kebijakan dividen

perusahaan. Kebijakan dividen perusahaan tiap tahunnya ditentukan berdasarkan hasil RUPS, dibandingkan dengan kinerja keuangan perusahaan, peraturan pemerintah yang berlaku, ketersediaan modal, dan rencana investasi.

Keterkaitan antara tidak signifikannya hasil penelitian dengan teori agensi adalah bahwa permasalahan agensi yang terjadi terjadi dalam perusahaan baik antara pemegang saham dan manajer perusahaan maupun antara pemegang saham minoritas dan mayoritas tidak dapat teratasi dengan penerapan *good corporate governance*. Sehingga penerapan *coporate governance* yang baik bukanlah jaminan bahwa pemegang saham akan mendapatkan pengembalian yang sesuai atas investasi yang telah dilakukannya.

Hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa *coporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Maka dapat dikatakan bahwa penemuan hasil penelitian ini merupakan temuan baru dalam penelitian mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan dividen tunai.

#### **4.3.2 Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen**

Berdasarkan hasil penelitian nilai  $\beta$  FCF menunjukkan nilai positif yaitu  $1,3 \text{ E}^{-13}$  dengan signifikansi  $< 0,05$  yakni  $0,0041$  sehingga penulis menyatakan bahwa hipotesis 2 diterima. *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Sesuai dengan yang telah penulis sampaikan bahwa kebijakan dividen dalam penelitian ini yaitu

dividen tunai, dan pembayaran dividen secara tunai sangat berkaitan dengan ketersediaan kas perusahaan.

Menurut Ehrhardt & Brigham (2011) terdapat peningkatan konflik agensi ketika ada peningkatan jumlah arus kas bersih perusahaan. Hal ini berkaitan dengan teori agensi dimana terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan juga manajer perusahaan. Dimana dalam memenuhi target dan juga pertumbuhan perusahaan manajer sebagai *agent* menggunakan kelebihan dana yang tersedia yaitu arus kas bersih dalam proyek investasi yang kurang menguntungkan. Hal ini mengurangi kesejahteraan pemegang saham sebagai *principal*.

Hasil penelitian pada tabel 4.8 menunjukkan bahwa jumlah arus kas bebas berpengaruh secara positif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan membagikan kelebihan dana yang tersedia untuk memenuhi kepentingan pemegang saham sebagai *principal*. Dengan terjadinya pembagian dividen maka jumlah arus kas bebas akan berkurang dan memungkinkan adanya pengurangan penggunaan kas perusahaan pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan investor (Kowalewski, Stetsyuk, & Talavera, 2008).

Berdasarkan data statistik deskriptif, nilai *free cash flow* tertinggi dimiliki oleh PT Mayora Indah Tbk (2015) yang merupakan perusahaan yang bergerak di bidang *food and beverage* dengan jumlah kas bersih 1,87 triliun Rupiah. Sedangkan jumlah *free cash flow* dengan nilai negatif terendah adalah PT Indomobil Sukses International Tbk (2017) yang bergerak pada bidang otomotif

dengan jumlah kas bersih negatif 1,92 triliun Rupiah. Jumlah *free cash flow* sering dikaitkan dengan IOS atau *Investment Opportunity Set* perusahaan yang menggambarkan besar dana yang dikeluarkan oleh perusahaan (investasi) untuk mendapatkan *return* masa depan yang meningkatkan nilai perusahaan. *Research and development* perusahaan otomotif membutuhkan dana lebih besar dibandingkan dengan perusahaan *food and beverage*. Hal ini menggambarkan *gap* yang begitu besar antara kedua perusahaan dengan dua bidang yang berbeda pula.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Rosdini (2002) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berbanding lurus dengan kebijakan dividen, atau semakin banyak jumlah arus kas bebas perusahaan semakin besar pula jumlah dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham. Dengan dialokasikannya kelebihan kas menjadi dividen, maka jumlah *cash on hand* dalam manajerial berkurang dan menyebabkan berkurangnya resiko, bahwa perusahaan akan menggunakan dana lebih pada investasi yang kurang menguntungkan. (Ehrhardt & Brigham, 2011) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang besar akan semakin mengurangi resiko dari *agency cost* perusahaan. Sehingga dapat dikatakan dengan dilakukannya pembagian dividen tunai maka perusahaan dapat menghindari *overinvestment* dan mengurangi biaya agensi perusahaan.

Dengan pengalokasian kelebihan kas menjadi dividen, maka jumlah *cash on hand* dalam manajerial berkurang dan menyebabkan berkurangnya resiko pemborosan dalam manajerial. (Ehrhardt & Brigham, 2011) menyatakan bahwa

pembayaran dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang besar akan semakin mengurangi resiko dari *agency cost* perusahaan

#### 4.3.3 Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen

Menurut penelitian Denis & Osobov (2008) ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dapat mengukur siklus kehidupan perusahaan. Berdasarkan pernyataan tersebut maka diasumsikan bahwa perusahaan pada tahap *mature* memiliki ukuran yang besar. Berkaitan dengan teori agensi dimana terjadi konflik antara *principal* dan *agent*. Perbedaan ini muncul dari kemungkinan terjadinya perbedaan persepsi antara pemegang saham sebagai *principal* yang memiliki pandangan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin besar dana yang tersedia dan kemampuan perusahaan untuk memberikan *return* berupa dividen kepada investor. Sedangkan manajer perusahaan sebagai *agent* melihat bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin besar pula dana yang dibutuhkan dalam menjalankan operasional perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia. Berdasarkan hasil tersebut maka penulis tegaskan bahwa hipotesis yang penulis ajukan ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan & Kee Phua (2013) dimana ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Untuk mengetahui ukuran perusahaan peneliti menggunakan logaritma natural dari total aset. Total aset sendiri terdiri dari aset lancar seperti kas, piutang,

persediaan dan sebagainya, dan juga aset tetap seperti bangunan, mesin, kendaraan dan sebagainya. Perolehan aset perusahaan dapat melalui dua sumber yaitu pendanaan internal perusahaan dan eksternal atau hutang. Besarnya ukuran perusahaan yang berasal dari pendanaan eksternal tidak dapat dijadikan acuan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham. Sumber pendanaan aset perusahaan yang berasal dari hutang membuat pembagian dividen tunai kepada pemegang saham tidak bergantung pada ketersediaan kas perusahaan.

#### **4.3.4 Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Dividen**

Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin kecil dividen yang dibagikan perusahaan. Menurut teori dividen residual (*residual dividend theory*), perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan 'sisa' (*residual*) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Menurut teori tersebut, manajer keuangan akan menetapkan penganggaran modal yang optimum. Semua usulan investasi yang mempunyai NPV yang positif akan diterima. Hal ini mengakibatkan perusahaan dengan *life cycle* bertumbuh cenderung menggunakan banyak dana dan berdampak pada kecilnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Menurut Ahmad & Wardani (2014) perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi dicapai melalui ekspansi dan kegiatan lainnya, dimana menimbulkan biaya dalam kegiatan tersebut. Sehingga perusahaan menggunakan dana yang tersedia pada perusahaan untuk pertumbuhannya. Sedangkan Nnadi, Wogboroma, &

Kabel (2013) berteori bahwa usia dan pertumbuhan perusahaan secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Seiring perusahaan menjadi dewasa, pertumbuhan dan peluang investasi perusahaan menyusut, mengakibatkan penurunan belanja modal. Hal ini menyebabkan arus kas bebas banyak tersedia untuk dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham.

Berdasarkan pada penelitian yang telah dilakukan terhadap 85 sampel, variabel *GROWTH* atau pertumbuhan perusahaan menunjukkan nilai  $\beta$  negatif 0,1269 dengan signifikansi 0,2105. Sehingga dapat dinyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Ketidaksignifikanan dalam penelitian ini dapat dikarenakan adanya perbedaan struktur modal perusahaan. Diketahui bahwa objek penelitian yang penulis lakukan ini adalah perusahaan di bidang manufaktur, sedangkan pada penelitian acuan adalah perusahaan di bidang keuangan. Selain itu, pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini penulis ukur dari rasio perubahan total aset terhadap total aset tahun sebelumnya. Sedangkan seperti yang telah penulis jelaskan bahwa pendanaan dari perolehan aset perusahaan dapat berasal dari berbagai sumber baik internal/ laba ditahan, ekuitas baru, atau hutang eksternal.