

# **PENGARUH LIKUIDITAS DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

Oleh :

**Yuningsih Nita Christiani<sup>1</sup>, Ananius Donatus Rure<sup>2</sup>**

Universitas Kristen Artha Wacana

## ***Abstrak***

*Penelitian ini ingin mengetahui tentang Pengaruh Likuiditas dan Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening".penulis mengembangkan penelitian tersebut dengan menambah 2 variabel baru untuk diteliti dan menambah jumlah sampel perusahaan dikarenakan dari hasil analisis sebelumnya yang dilakukan oleh Sulistiyowati, Anggaraini, dan Utaminingtyas (2010) menunjukkan bahwa dengan analisis regresi berganda tidak ada satupun variabel independen dan variabel kontrol yang secara statistik berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Begitu pula dengan pengujian path analysis yang menyatakan bahwa profitabilitas, leverage, dan growth tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen dengan good corporate governance sebagai variabel intervening.*

*Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang bergerak dalam bidang perdagangan dan perindustrian yang masuk dalam pemeringkatan Corporate Governance Perception Index (CGPI) yang dilakukan oleh The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) tahun 2016,2017 dan 2018 serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember. Penelitian ini menggunakan metode penggabungan (pooled data untuk tahun 2016,2017 dan 2018).*

*Hasil penelitian ini Nilai koefisien regresi Likuiditas (X1) 0,105 dan tingkat signifikan 0,805,dan koefisien regresi likuiditas -115 dan tingkat signifikan 0,790.Berdasarkan hasil yang ditinjau dari nilai signifikasinya diatas dapat disimpulkan bahwa likuiditas dan free cash flow tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.Hal ini dikarenakan nilai signifikannya diatas 0,05 dan sesuai dengan standar yang ada bahwa dapat dikatakan signifikan apabila dibawah 0,05.Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 (H1) dan hipotesis 2 (H2) ditolak, dimana tidak ada pengaruh likuiditas dan free cash flow terhadap kebijakan dividen.*

*Hasil Uji T tanpa ditambahkan variabel interveningnya adalah pada likuiditas sebesar -0,583 dan free cash flow -0,722.Sedangkan hasil Uji T setelah ditambahkan dengan variabel interveningnya yaitu good corporate governance berubah untuk likuiditas menjadi 0,254 dan free cash flow -275. Hasil diatas menunjukkan bahwa Hipotesis 3 (H3) dapat diterima yaitu terdapat pengaruh likuiditas dan free cash flow terhadap kebijakan dividen dengan good corporate governance sebagai variabel intervening.*

***Kata Kunci: Likuiditas,Free Cash Flow, Good Corporate Governance, Kebijakan Dividen***

## PENDAHULUAN

Dengan kemajuan Ilmu pengetahuan dan teknologi serta perkembangannya yang sangat pesat membuat persaingan di dunia usaha sangat ketat. Suatu perusahaan harus mampu bersaing dengan perusahaan yang lain dengan cara berinovasi dan mengembangkan usahanya tersebut untuk dapat melangsungkan kehidupan usaha, Terdapat dua sumber penyediaan dana dalam perusahaan yaitu yang berasal dari dalam perusahaan dan berasal dari Luar perusahaan. Sumber penyediaan dana yang berasal dari dalam perusahaan berupa pemanfaatan laba yang ditahan yang merupakan laba yang tidak dibagikan sebagai dividen. Sedangkan sumber dana diluar perusahaan diperoleh dengan melakukan pinjaman kepada pihak lain atau dengan menjual saham kepada calon investor di pasar modal.

Tujuan para investor menginvestasikan dananya kepada suatu perusahaan adalah untuk memaksimalkan *return* tanpa mengabaikan risiko yang akan dihadapinya. Investor akan sangat senang apabila mendapatkan tingkat pengembalian investasinya semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor dan investor potensial memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi berapa besar tingkat pengembalian investasi mereka. Investor akan membuat keputusan apakah harus menginvestasikan atau menahan dana yang dimilikinya berdasarkan laporan keuangan yang diterbitkan oleh suatu perusahaan.

Para calon investor melakukan penilaian terhadap prospek kinerja perusahaan, karena pada umumnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian sebelum menginvestasikan dananya. Kebijakan dividen suatu perusahaan akan melibatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu kepentingan pemegang saham yang mengharapkan dividen, dengan kepentingan perusahaan terhadap laba ditahan. Setiap perusahaan mempunyai kebijakan dividennya masing-masing dalam melakukan pembagian dividen yang dibayarkan perusahaan kepada investor selaku pemegang saham. Beberapa perusahaan yang dapat menghasilkan laba yang besar tetapi hanya memiliki kesempatan investasi yang terbatas pada umumnya mendistribusikan sebagian besar uangnya kepada pemegang saham sehingga dapat menarik minat para pemegang saham yang menyukai dividen yang tinggi.

Para investor biasanya lebih senang membayar dengan harga yang lebih tinggi bagi saham yang akan dapat memberikan dividen yang tinggi. Sehingga pembayaran

dividen yang tinggi dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya kepada perusahaan. Dividen dianggap memberatkan bagi sebagian perusahaan karena perusahaan harus selalu menyediakan sejumlah kas dalam jumlah yang relatif permanen untuk membayarkan dividen di masa yang akan datang. Perusahaan yang tidak memiliki dana namun harus tetap mengeluarkan dividen dapat mengakibatkan dana untuk kebutuhan investasinya berkurang sehingga memerlukan modal tambahan baru dengan menerbitkan saham baru atau melakukan pinjaman kepada pihak lain. Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Sartono, 2001: 293). Menurut *free cash flow hypothesis* ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif. Tetapi lebih baik bagi manajer untuk mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham dalam bentuk dividen guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa dividen dapat mengurangi *agency cost* karena mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajer.

Dalam Era Masyarakat Ekonomi Asean, para investor dalam hal menanamkan modalnya pada suatu perusahaan tidak hanya melihat dari jumlah keuntungan perusahaan pertahunnya, tetapi juga melihat dari kondisi internal perusahaan seperti transparansi, akuntabilitas, responsibility, Independensi, serta kewajaran dan kesetaraan. Pada era ini juga, para investor sudah mulai menanamkan modalnya dengan melihat pada perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan *Good Corporate Governance*. Sejarah lahirnya GCG muncul atas reaksi para pemegang saham di Amerika Serikat pada tahun 1980-an yang terancam kepentingannya (Budiaty, 2012). Maraknya skandal perusahaan yang menimpa perusahaan – perusahaan besar, baik yang ada di Indonesia maupun yang ada di Amerika Serikat, maka untuk menjamin dan mengamankan hak-hak para pemegang saham, muncul konsep pemberdayaan komisaris sebagai salah satu wacana penegakan GCG. Di Indonesia, konsep GCG mulai dikenal sejak krisis ekonomi tahun 1997 krisis yang berkepanjangan yang dinilai karena tidak dikelolanya perusahaan-perusahaan secara bertanggungjawab,

serta mengabaikan regulasi dan sarat dengan praktek (korupsi, kolusi, nepotisme) KKN (Budiati, 2012).

Bermula dari usulan penyempurnaan peraturan pencatatan pada Bursa Efek Jakarta (sekarang Bursa Efek Indonesia) yang mengatur mengenai peraturan bagi emiten yang tercatat di BEJ yang mewajibkan untuk mengangkat komisaris independent dan membentuk komite audit pada tahun 1998, *Corporate Governance* (CG) mulai di kenalkan pada seluruh perusahaan publik di Indonesia. Untuk menghindari terjadinya penyalahgunaan wewenang antara pihak manajemen dengan kepentingan pemegang saham, Perusahaan menyepakati penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) suatu sistem pengelolaan perusahaan yang baik untuk mencapai tujuan dan mengawasi kinerja perusahaan. GCG bertujuan untuk Melindungi hak dan kepentingan pemegang saham, melindungi hak dan kepentingan para anggota stakeholders non pemegang saham, meningkatkan nilai perusahaan dan para pemegang saham, meningkatkan efisiensi dan efektivitas kerja dewan pengurus dan manajemen perusahaan, meningkatkan mutu hubungan *board of directors* dengan manajemen senior perusahaan (Siswano dan Aldridge, 2008:5).

Pada tahun 2010, Sulistiyowati, Anggaraini, dan Utaminingtyas telah melakukan penelitian dengan judul pengaruh *Profitabilitas, Leverage* dan *Growth* terhadap Kebijakan Dividen dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Intervening. Dengan hasil analisis menunjukkan bahwa dengan analisis regresi berganda tidak ada satupun variabel independen dan variabel kontrol yang secara statistik berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Begitu pula dengan pengujian *path analysis* yang menyatakan bahwa profitabilitas, *leverage*, dan *growth* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening.

## **LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### ***Good Corporate Governance***

Menurut (*Cadbury Commitee of United Kingdom, 1922*) : “Seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengarahkan dan mengendalikan

perusahaan”. (Effendi,2009) dalam bukunya *The Power of Good Corporate Governance*, pengertian GCG adalah suatu sistem pengendalian internal perusahaan yang memiliki tujuan utama mengelola risiko yang signifikan guna memenuhi tujuan bisnisnya melalui pengamanan aset perusahaan dan meningkatkan nilai investasi pemegang saham dalam jangka panjang. (Agoes,2006), Tata Kelola Perusahaan yang baik adalah : Sistem yang mengatur hubungan peran Dewan Komisaris, peran Direksi, pemegang saham, dan pemangku kepentingan lainnya. Disebut juga sebagai suatu proses yang transparan atas penentuan tujuan perusahaan, pencapaiannya dan penilaian kinerjanya.

### **Tujuan *Good Corporate Governance***

Tujuan penerapan prinsip-prinsip *good corporate governance* pada Perum Perumnas adalah:

1. Memaksimalkan nilai perusahaan dalam bentuk peningkatan kinerja (*high performance*) serta citra perusahaan yang baik (*good corporate image*).
2. Mendorong pengelolaan perusahaan secara profesional, transparan dan efisien serta memberdayakan fungsi dan meningkatkan kemandirian organ perusahaan.
3. Mendorong organ perusahaan dalam membuat keputusan dan menjalankan tindakan dilandasi dengan nilai etika/moral yang tinggi dan kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku, serta kesadaran akan adanya tanggung jawab sosial perusahaan terhadap *stakeholders*
4. Mendorong pengelolaan sumber daya dan risiko perusahaan secara lebih efisien dan efektif.
5. Mengurangi potensi benturan kepentingan organ perusahaan dan pekerja dalam menjalankan bisnis perusahaan.

### **Prinsip *Good Corporate Governance***

Menurut (Hamdani,2016:72-76) prinsip GCG yaitu transparansi, akuntabilitas, *responsibility*, independensi serta kewajaran dan kesetaraan diperlukan untuk mencapai kesinambungan usaha (*sustainability*) perusahaan dengan memperhatikan pemangku kepentingan (*stakeholders*). Berikut uraian prinsip-prinsip GCG yang berlaku secara umum:

1) Transparansi (*Transparancy*)

Prinsip dasar transparansi menunjukkan tindakan perusahaan untuk dapat memberikan informasi yang dibutuhkan oleh seluruh stakeholders. transparansi (*transparency*) mengandung unsur pengungkapan (*disclosure*) dan penyediaan informasi secara tepat waktu, memadai, jelas, akurat, dan dapat diperbandingkan serta mudah diakses oleh pemangku kepentingan dan masyarakat.

2) Akuntabilitas (*Accountibility*)

Prinsip dasar akuntabilitas (*accountability*) bagi perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur, dan sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain.

3) Responsibilitas (*Responsibility*)

Responsibilitas diartikan sebagai tanggung jawab perusahaan sebagai anggota masyarakat untuk mematuhi peraturan yang berlaku dan pemenuhan terhadap kebutuhan-kebutuhan sosial. Prinsip dasar responsibilitas, pada prinsipnya perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.

4) Independensi (*Independency*)

Prinsip dasar independensi dalam pelaksanaan GCG bagi perusahaan diharapkan pengelolaan dapat dilakukan secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.

5) Kewajaran dan Kesetaraan (*Fairness*)

Prinsip dasar kewajaran dan kesetaraan dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan. Prinsip kewajaran dan kesetaraan adalah prinsip yang mengandung unsur keadilan, yang menjamin bahwa setiap keputusan dan kebijakan yang

diambil adalah demi kepentingan seluruh pihak yang berkepentingan termasuk pelanggan, pemasok, pemegang saham, investor serta masyarakat luas.

### **Manfaat *Good Corporate Governance***

Menurut (Sukrisno Agoes & I Cenik Ardana,2013:106) bahwa manfaat *good corporate governance* adalah:

- 1) Memudahkan akses terhadap investasu domestik maupun asing
- 2) Mendapatkan biaya modal (*cost of capital*) yang lebih murah
- 3) Memberikan keputusan yang lebih baik dalam meningkatkan kinerja ekonomi perusahaan
- 4) Meningkatkan keyakinan dan kepercayaan dari para pemangku kepentingan terhadap perusahaan
- 5) Melindungi direksi dan komisaris dari tuntutan hukum.

### **Kebijakan Dividen**

Pengertian kebijakan dividen adalah keputusan direksi apakah laba yang dihasilkan perusahaan pada akhir periode dibagikan kepada para pemilik saham (dividen) atau laba tersebut ditahan sebagai penambah modal perusahaan yang akan digunakan dalam kegiatan, atau investasi pengembangan perusahaan dimasa mendatang.(Bambang Riyanto,2001:281) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai “politik yang bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan (laba ditahan).Menurut (Sundjaja & Barlian,2003: 390) kebijakan dividen adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen.

### **Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen**

Menurut (Riyanto,2008:267),faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan adalah sebagai berikut :

#### 1. Posisi Likuiditas Perusahaan

Posisi kas atau likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham.

#### 2. Kebutuhan Dana untuk Membayar Hutang

Apabila perusahaan menetapkan bahwa pelunasan utangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang ini berarti bahwa hanya sebagian kecil saja dari pendapatan atau *earning* yang dapat dibayarkan sebagai dividen. Dengan kata lain perusahaan harus menetapkan *dividen payout ratio* yang rendah.

### 3. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

Makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya, perusahaan tersebut biasanya lebih senang untuk menahan *earnings* daripada dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan mengingat batasan-batasan biayanya.

### 4. Pengawasan terhadap Perusahaan

Pada pembelanjaan intern dalam rangka usaha mempertahankan “control” terhadap perusahaan, berarti mengurangi “dividen payout ratio”nya.

## **Likuiditas**

Menurut (Syamsuddin, 2001 : 41 ) menyatakan bahwa likuiditas merupakan indikator mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajiban finansial jangka pendek pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancar yang tersedia. Likuiditas tidak hanya berkaitan dengan keadaan keseluruhan keuangan perusahaan, tetapi juga berkaitan dengan kemampuannya untuk mengubah aktiva lancar tertentu menjadi uang kas. (Munawir, 2004:31) menyatakan bahwa likuiditas adalah menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera dipenuhi, atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan pada saat ditagih. Menurut (Riyanto, 2010:25) menyatakan bahwa :“likuiditas adalah berhubungan dengan masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi. Jumlah alat-alat pembayaran (alat-alat likuid) yang dimiliki oleh suatu perusahaan pada suatu saat merupakan kekuatan membayar dari perusahaan yang bersangkutan”.

## **Jenis-Jenis Likuiditas**

Likuiditas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian kewajiban lancar pada perusahaan. Likuiditas umumnya diukur dengan perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar yang disebut rasio lancar atau *current ratio*. Namun tidak semua perusahaan yang menggunakan rasio tersebut. sebab rasio likuiditas memiliki beberapa alat ukur, seperti *Quick ratio*, *Cash ratio*.

## **Manfaat Likuiditas**

Rasio Likuiditas mempunyai manfaat besar bagi perusahaan, yang menyebabkan rasio ini paling sering di pakai perusahaan dan rasio ini tidak ada ketentuan yang mutlak tentang berapa tingkat yang di anggap baik atau yang harus dipertahankan oleh suatu perusahaan karena biasanya tingkat rasio ini juga sangat tergantung kepada jenis usaha dari masing- masing perusahaan. Menurut (S. Munawir 2007:71) menyatakan bahwa: “rasio yang digunakan untuk menganalisa dan menginter-pretasikan posisi keuangan jangka pendek, tetapi juga sangat membantu bagi management untuk mengecek efisiensi modal kerja yang digunakan dalam perusahaan. Juga penting bagi kreditor jangka panjang dan pemegang saham yang akhirnya atau setidaknya- tidaknya ingin mengetahui prospek dari deviden dan pembayaran bunga di masa yang akan datang”.

Menurut (Kasmir 2012:132) adapun tujuan dan manfaat dari Rasio likuiditas yaitu, sebagai berikut :

- 1) Untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar kewajiban atau utang yang segera jatuh tempo pada saat ditagih.
- 2) Untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancar secara keseluruhan.
- 3) Untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancar tanpa memperhitungkan sediaan atau piutang.
- 4) Untuk mengukur atau membandingkan antara jumlah sediaan yang ada dengan modal kerja perusahaan.
- 5) Untuk mengukur seberapa besar uang kas yang tersedia untuk membayar utang.
- 6) Sebagai alat perencanaan ke depan, terutama yang berkaitan dengan perencanaan kas dan utang.

- 7) Untuk melihat kondisi dan posisi likuiditas perusahaan dari waktu ke waktu dengan membandingkannya untuk beberapa periode.
- 8) Untuk melihat kelemahan yang dimiliki perusahaan dari masing- masing komponen yang ada di aktiva lancar dan hutang lancar.
- 9) Menjadi alat pemicu bagi pihak manajemen untuk memperbaiki kinerjanya, dengan melihat rasio likuiditas yang ada pada saat ini.

### **Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Likuiditas**

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang segera dibayar. Alat pemenuhan kewajiban keuangan jangka pendek ini berasal dari unsur-unsur aktiva yang bersifat likuid, yakni aktiva lancar dengan perputaran kurang dari satu tahun, karena lebih mudah dicairkan daripada ktiva tetap yang perputarannya lebih dari satu tahun. Menurut (Hani 2015:121) menyatakan bahwa “faktor-faktor yang dapat mempengaruhi likuiditas adalah unsur pembentuk likuiditas itu sendiri yakni bagian dari aktiva lancar dan kewajiban lancar, termasuk perputaran kas, dan arus kas operasi, ukuran perusahaan, kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*), keragaman arus kas operasi, rasio utang atau struktur utang.”

### ***Free Cash Flow***

Menurut (PSAK No.2 2004:5) menjelaskan mengenai definisi dari arus kas adalah: “Arus kas masuk dan arus kas keluar adalah investasi yang sifatnya sangat liquid, berjangka pendek dan dengan cepat dapat dijadikan kas dalam jumlah tertentu tanpa menghadapi resiko perubahan nilai yang signifikan. Aliran kas bebas atau lebih sering dikenal dengan *free cash flow* dapat diartikan aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham atau pemilik setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* (aktiva tetap) dan working capital (modal kerja) yang diperlukan untuk kelangsungan usahanya. Dengan kata lain, *free cash flow* adalah kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang menguntungkan (Sartono, 2001).

### **Manfaat *Free Cash Flow***

*Free Cash Flow* mempunyai manfaat bagi pemegang saham atau pemilik dan manajer. Manfaat bagi pemegang saham adalah *free cash flow* akan dibagikan dalam bentuk dividen. Dividen merupakan bentuk keuntungan yang secara langsung dapat

meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, oleh karena itu pembagian dividen sangat diharapkan oleh pemegang saham. Besar kecilnya jumlah dividen yang diterima oleh pemegang saham proporsional dengan jumlah kepemilikan pemegang saham dalam perusahaan dalam bentuk lembar saham.

Beberapa manfaat *free cash flow* bagi manajer selaku pengelola perusahaan antara lain:

1. *Free cash flow* dapat digunakan untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan yang mempunyai *net present value positif* (Rose et al, 2005).
2. Manajer dapat menggunakan *free cash flow* untuk membiayai fasilitas-fasilitas seperti fasilitas kantor dan fasilitas pribadi (Karsana dan Supriyadi, 2005).
3. *Free cash flow* dapat digunakan untuk menambah investasi dalam perusahaan dalam bentuk laba yang ditahan.
4. Pemegang saham dan manajer selalu menghendaki agar *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan selalu meningkat dari tahun ke tahun karena dengan adanya peningkatan *free cash flow* yang dihasilkan akan sejalan dengan meningkatnya kesejahteraan dan manfaat yang akan diperoleh baik bagi pemegang saham maupun bagi manajer.

### **Hipotesis Penelitian**

Likuiditas perusahaan diasumsikan dalam penelitian ini mampu menjadi alat prediksi tingkat pengembalian investasi berupa dividen bagi investor. *Current ratio* seringkali dijadikan sebagai ukuran likuiditas, termasuk dalam persyaratan kontrak kredit. Penelitian (Suharli dan Oktorina,2005) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan dividen. Penelitian mengenai *free cash flow* dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh (Nurdiana,2007) dan (Yunita,2008) yang menemukan bahwa *free cash flow*, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. (Gugler,2003) yang menyatakan bahwa *corporate governance* sebagai penentu besarnya kebijakan dividen. Perusahaan yang melaksanakan *corporate governance* dapat mendatangkan pertambahan yang signifikan untuk *dividend to cash flow ratio* (Kowalewski et al, 2007). Hal ini juga sejalan dengan (Jiraporn, et al,2008) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik akan membayarkan dividen yang lebih besar. Namun pada penelitian Black, et al (dalam Siallagan & Machfoedz, 2007) dimana tidak

ditemukannya bukti bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang baik lebih menguntungkan atau membayar dividen yang lebih tinggi.

Hipotesis adalah jawaban sementara atau jawaban teoritis terhadap pertanyaan-pertanyaan yang dikemukakan dalam perumusan masalah. Berdasarkan konsep penelitian yang telah dikemukakan penulis di atas, maka hipotesis yang dikemukakan adalah sebagai berikut :

H<sub>1</sub> : Terdapat pengaruh Likuiditas terhadap kebijakan dividen

H<sub>2</sub> : Terdapat pengaruh *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen

H<sub>3</sub> : Terdapat pengaruh Likuiditas dan *Free Cash flow* terhadap kebijakan dividen dengan *Good Corporate Governance* sebagai variabel intervening.

## **METODE PENELITIAN**

### **Populasi dan Sampel**

Menurut (Sugiyono, 2003 :73) populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah data publikasi pada Perusahaan Manufaktur pada bidang Perdagangan dan Perindustrian di Bursa Efek Indonesia dan Semua perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan pada CGPI (*Corporate Governance Perception Index*) pada tahun 2016, 2017 dan 2018. Menurut (Sugiyono, 2008 :116) “Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki populasi tersebut”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang bergerak dalam bidang perdagangan dan perindustrian yang masuk dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) tahun 2016, 2017 dan 2018 serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember. Penelitian ini menggunakan metode penggabungan (*pooled data* untuk tahun 2016, 2017 dan 2018).

### **Jenis Dan Metode Pengumpulan Data**

Data laporan keuangan, dividen, likuiditas, dan *free cash flow*, bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia dan situs resmi perusahaan sampel. Sedangkan data implementasi *good corporate governance* menggunakan hasil riset dan pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index*

(CGPI) yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) pada tahun 2016,2017 dan 2018.

### Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan analisis Regresi Berganda. Dalam regresi berganda digunakan untuk mengetahui apakah hipotesis penelitian terbukti signifikan atau tidak signifikan. Peneliti menggunakan SPSS versi 16 untuk uji analisis Regresi Berganda. Adapun persamaan sebagai berikut sebelum melakukan analisis regresi berganda:

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 FCF_{it} + e \dots \dots \dots (1)$$

$$CGPI_{it} = \beta_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 FCF_{it} + e \dots \dots \dots (2)$$

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Deskriptif

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen dan variabel independen dalam penelitian ini adalah likuiditas dan *free cash flow* sedangkan variabel intervening nya adalah *good corporate governance*.

Berikut ini peneliti sajikan hasil tabulasi data dari perhitungan untuk beberapa variabel diatas dari tahun 2016-2018:

Kode Perusahaan	2016				2017				2018			
	Dividen	Laba Bersih	DPR (%)	Kategori	Dividen	Laba Bersih	DPR (%)	Kategori	Dividen	Laba Bersih	DPR (%)	Kategori
PTBA	610,733	1,672,578	36%	Rendah	611,822	4,271,977	14%	Rendah	3,391,860	4,864,747	69%	Tinggi
TINS	30,476	340,752	8.94%	Rendah	75,550	323,247	23%	Rendah	175,846	250,522	70%	Tinggi
WIKA	446,774,397	717,337,544	62%	Sedang	344,663,064	366,680,402	94%	Sangat Tinggi	303,147,996	418,070,823	72%	Tinggi
ELSA	76,241	393,611	19%	Sangat Rendah	31,687	337,087	9.40%	Sangat Rendah	37,154	461,913	8.40%	Sangat Rendah
SMBR	88,539,107	223,383,610	40%	Rendah	64,768,605	124,563,559	51%	Sedang	36,661,210	60,367,810	61%	Sedang
SMSM	71,983	619,931	12%	Sangat Rendah	329,205	499,927	65%	Tinggi	315,713	593,309	52%	Sedang
TCID	82,437,333,470	366,927,000,000	22%	Sangat Rendah	82,437,333,470	161,364,000,000	51%	Sedang	82,437,333,470	123,546,000,000	66%	Tinggi
ASGR	125,437	333,546	37%	Rendah	66,090	243,085	27%	Rendah	68,788	266,747	25%	Sangat Rendah
AMFG	34,720	431,879	8.90%	Sangat Redah	34,720	40,141	86%	Sangat Tinggi	13,020	16,779	77%	Tinggi
ASII	8,144	10,244	79%	Tinggi	94,035,304,967	286,117,906,103	32%	Rendah	103,083,063,043	1,996,060,000,000	51%	Sedang
UNTR	1,657,259	5,473,204	30%	Rendah	2,544,232	6,299,986	40%	Rendah	3,883,845	10,145,030	38%	Rendah
MLTA	24,496,404	312,346,269	7.80%	Rendah	40,572,169	418,581,893	9.60%	Sangat Rendah	72,364,112	393,348,298	18%	Sangat Rendah
ASSA	13,590,000,000	44,604,904,088	30%	Rendah	23,782,500,000	85,126,757,813	27%	Rendah	40,770,000,000	123,171,145,486	33%	Rendah

Dari hasil perhitungan dan tabulasi data diatas dapat dilihat dan disimpulkan oleh peneliti bahwa kebijakan dividen mengalami beberapa situasi yaitu :

- Sebanyak 6 perusahaan yaitu PT Bukit Asam Tbk, PT Timah Tbk, PT Wijaya Karya Tbk, PT Semen Batubara Tbk, PT Mandom Indonesia Tbk dan PT Asahimas Flat Glass Tbk mengalami peningkatan kebijakan dividen dari tahun ke tahun.
- Sebanyak 3 perusahaan yaitu PT Elnusa Tbk, PT United Tractors Tbk dan PT Adi Sarana Armada Tbk berada pada kondisi stabil, artinya tidak mengalami peningkatan maupun penurunan untuk kebijakan dividennya dari tahun ke tahun.
- Sebanyak 4 perusahaan yaitu PT Selamat Sempurna Tbk, PT Astra Graphia Tbk, PT Astra Internasional Tbk dan PT Metropolitan Land Tbk yang mengalami penurunan dalam pembagian dividennya dari tahun ke tahun.

Kebijakan dividen tertinggi ada pada tahun 2017 yaitu sebesar 94% pada perusahaan Wijaya Karya Tbk, dan kebijakan dividen terendah ada pada tahun 2016 sebesar 12% pada perusahaan Selamat Sempurna. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen dalam suatu perusahaan mengalami peningkatan, penurunan dan stabil setiap tahunnya. Ini dikarenakan pembagian dividen dalam suatu perusahaan dapat berubah sesuai dengan jumlah laba bersih yang diterima perusahaan setiap tahunnya. Dimana semakin tinggi jumlah laba bersihnya, maka semakin banyak juga jumlah dividen yang akan dibagikan.

Hasil Perhitungan Likuiditas Perusahaan Sampel tahun 2016,2017,2018 :												
Kode Perusahaan	2016				2017				2018			
	AKTIVA LANCAR	HUTANG LANCAR	CR (%)	Kategori	AKTIVA LANCAR	HUTANG LANCAR	CR (%)	Kategori	AKTIVA LANCAR	HUTANG LANCAR	CR (%)	Kategori
PTBA	8.349.927	8.024.369	104,05%	Cukup Baik	11.117.745	8.187.497	126,09%	Cukup Baik	11.739.344	7.903.237	148,53%	Cukup Baik
TINS	5.237.907	3.894.946	134,79%	Cukup Baik	6.996.966	5.814.816	120,32%	Cukup Baik	9.204.287	8.596.067	107,07%	Cukup Baik
WIKA	21.552.497.929	18.597.824.186	115,88%	Cukup Baik	34.910.108.265	31.051.949.689	112,42%	Cukup Baik	43.555.495.865	42.014.686.674	103,66%	Cukup Baik
ELSA	1.865.116	1.313.213	142,02%	Cukup Baik	2.379.465	1.803.449	131,93%	Cukup Baik	3.158.507	2.357.127	133,93%	Cukup Baik
SMBR	838.232.034	1.248.119.294	67,15%	Kurang Baik	1.123.602.449	1.647.477.388	68,20%	Kurang Baik	1.358.329.865	2.064.408.447	65,79	Kurang Baik
SMSM	1.454.387	674.685	215,56%	Sangat Baik	1.570.110	615.157	255,23%	Sangat Baik	1.853.782	650.926	284,79%	Sangat Baik
TCID	1.174.482.404.487	401.942.530.776	292,20%	Sangat Baik	1.276.478.591.542	503.480.853.006	253,35%	Sangat Baik	1.333.428.311.186	472.680.346.662	282,09%	Sangat Baik
ASGR	1.241.982	557.158	222,91	Sangat Baik	1.902.849	1.090.688	174,46%	Baik	1.764.349	787.113	224,15%	Sangat Baik
AMFG	1.787.723	1.905.626	93,81%	Kurang Baik	2.003.321	2.718.939	73,68%	Kurang Baik	2.208.918	4.835.966	45,67%	Buruk
ASII	110.403	121.949	90,53%	Kurang Baik	24.817.671.201.079	22.463.030.586.953	110,48%	Cukup Baik	25.429.544.388.000	23.833.342.873.624	106,69%	Cukup Baik
UNTR	42.197.323	21.369.286	197,46%	Baik	51.202.200	34.734.168	141,47%	Cukup Baik	55.561.808	59.230.338	90,80%	Kurang Baik
MLTA	2.172.521.190	1.430.126.743	151,19%	Baik	2.626.968.671	1.819.793.556	144,35%	Cukup Baik	2.775.577.932	1.755.200.333	153,13%	Baik
ASSA	292.211.049.808	2.126.179.428.075	7,20%	Buruk	343.676.979.857	2.321.587.255.114	14,80%	Buruk	536.760.828.132	2.924.124.201.613	18,35%	Buruk

Dari hasil perhitungan dan tabulasi data diatas dapat dilihat dan disimpulkan oleh peneliti bahwa likuiditas mengalami beberapa situasi yaitu :

- Sebanyak 4 perusahaan yaitu PT Bukit Asam Tbk,PT Timah Tbk,PT Wijaya Karya Tbk,PT Elnusa Tbk berada dalam posisi stabil dengan kategori cukup baik.
- Sebanyak 3 perusahaan yaitu PT Selamat Sempurna Tbk,PT Mandom Indonesia Tbk dan PT Astra Graphia Tbk yang berada pada posisi stabil dengan kategori sangat baik.
- PT Astra Internasional Tbk dan Pt Metropolitan Land mengalami peningkatan dari tahun ke tahunnya.
- PT Asahimas Flat Glass Tbk dan PT United Tractors Tbk mengalami penurunan dari tahun ke tahunnya.
- Ada 1 perusahaan yaitu PT Adi Sarana Armada Tbk yang likuiditasnya mengalami keadaan stabil dengan kategori buruk.

Tingkat likuiditas tertinggi ada pada perusahaan PT Selamat Sempurna Tbk dengan presentasi 284,79% pada tahun 2018 dan tingkat likuiditas terendah pada PT Adi Sarana Armada Tbk dengan tingkat presentasinya 7,20% pada tahun 2016. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat likuiditas dalam suatu perusahaan mengalami peningkatan,penurunan dan stabil dari tahun ke tahunnya. Hal ini tergantung pada jumlah aktiva lancar yang dapat diperoleh dalam suatu perusahaan dan juga total hutang lancar dalam suatu perusahaan.

Hasil Perhitungan <i>Free Cash Flow</i> pada Perusahaan Sampel tahun 2016,2017,2018												
Kode Perusahaan	2016				2017				2018			
	FCF	TOTAL ASSET	FCF (%)	Kategori	FCF	TOTAL ASSET	FCF (%)	Kategori	FCF	TOTAL ASSET	FCF (%)	Kategori
PTBA	1,635,000	18,576,774	8.80%	Baik	1,738,258	21,987,482	7.90%	Baik	7,082,212	24,172,933	2.90%	Kurang Baik
TINS	555,344	9,548,631	5.81%	Baik	-631,145	11,876,309	-5.30%	Buruk	242,029	15,117,948	1.60%	Kurang Baik
WIKA	834,549,571	31,096,539,490	2.68%	Kurang Baik	888,479,173	45,683,774,302	1.94%	Kurang Baik	1,474,874,348	59,230,001,239	2.40%	Kurang Baik
ELSA	185,657	4,190,956	4.44%	Kurang Baik	116,103	4,855,369	2.30%	Kurang Baik	-194,439	5,657,327	-3.40%	Buruk
SMBR	-1,796,006,421	4,368,876,996	-4.12%	Buruk	-196,253,325	5,060,337,247	-3.80%	Buruk	-150,203,025	5,538,079,503	-2.70%	Buruk
SMSM	511,395	2,254,740	22.68%	Sangat Baik	380,427	2,443,341	15%	Sangat Baik	399,489	2,801,203	14.26%	Sangat Baik
TCID	127,558,350,178	2,185,101,036,101	5.80%	Baik	-17,174,245,633	2,082,096,848,703	1.20%	Kurang Baik	127,558,350,178	2,185,101,038,101	5.80%	Baik
ASGR	7,625	1,723,468	0.44%	Buruk	520,026	2,411,872	22%	Sangat Baik	221,742	2,271,344	9.70%	Baik
AMFG	-1,270,189	5,504,890	-23.07%	Buruk	-1,697,851	6,267,816	-27%	Buruk	-718,567	8,432,632	-8.50%	Buruk
ASII	13,435	261,855	5.13%	Baik	3,041,982,990,922	28,332,948,012,950	10%	Sangat Baik	-76,713,915,771	30,118,614,769,882	-0.20%	Buruk
UNTR	7,453,269	63,991,229	11.64%	Sangat Baik	5,455,002	82,262,093	6.60%	Baik	9,169,766	116,281,017	7.80%	Baik
MLTA	253,836,773	3,932,529,273	6.40%	Baik	52,340,902	4,819,145,802	10%	Sangat Baik	500,217,605	5,193,962,740	9.60%	Baik
ASSA	160,937,932,071	3,029,807,463,353	5.10%	Baik	63,367,648,252	3,307,396,918,555	1.90%	Kurang Baik	9,396,331,569	4,062,536,132,739	0.20%	Buruk

Dari hasil perhitungan dan tabulasi data diatas dapat dilihat dan disimpulkan oleh peneliti bahwa *free cash flow* mengalami beberapa situasi yaitu :

- a) Sebanyak 4 perusahaan yaitu PT Mandom Indonesia Tbk,PT Astra Graphia Tbk,PT Astra Indonesia Tbk dan PT Metropolitan Land Tbk mengalami peningkatan dalam *free cash flow* dari tahun ke tahun.
- b) Terdapat 4 perusahaan yang tidak mengalami peningkatan maupun penurunan *free cash flow* dari tahun ke tahun atau dengan kata lain *free cash flow* nya nya stabil dari tahun ke tahun dengan kategori sebagai berikut yaitu PT Wijaya Karya Tbk dengan kategori Buruk,PT Semen Baturaja Tbk dengan kategori Baik,PT Asahimas Flat Glass Tbk dengan kategori baik dan PT Selamat Sempurna dengan kategori sangat baik.
- c) Ada 5 perusahaanyaitu PT Bukit Asam Tbk,PT Timah Tbk,PT Elnusa Tbk,PT United Tractors tbk dan PT Adi sarana Armada Tbk yang *free cash flow*nya mengalami penurunan dari tahun ke tahun.

Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tertinggi ada pada perusahaan PT Selamat Sempurna Tbk pada tahun 2016 dengan tingkat presentasiya adalah 22,68%,dan *free cash flow* terendah ada pada PT Asahimas Flat Glass Tbk dengan presentasinya adalah -23,07%.Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *free cash flow* dalam suatu perusahaan mengalami peningkatan,penurunan dan stabil dari tahun ke tahunya.Hal ini tergantung pada jumlah total kas dari aktivitas operasi yang dapat diperoleh dalam suatu perusahaan dan juga total pengeluaran untuk pembelian asset tetapnya.

### **Analisis Regresi Linear Berganda**

Berdasarkan hasil Uji Parsial t, dapat kita menarik suatu model persamaan regresi sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{DPR} &= 8.793 + 0,67\text{CR} - 0,98\text{FCF} + 0,137\text{GCG} + 0,00 \\ \text{CGPI} &= 10.239 - 164\text{CR} - 271\text{CGC} \end{aligned}$$

Konstanta sebesar 8.793 menunjukkan bahwa variabel independen dianggap konstan maka rata-rata DPR per perusahaan sebesar 8.793.Koefisien CR (likuiditas) sebesar 0,67 menunjukkan bahwa setiap penambahan nilai CR sebesar 1,akan meningkatkan nilai DPR sebesar 0,67.Koefisien FCF (*Free Cash Flow*) sebesar - 0,098 menunjukkan bahwa setiap penambahan nilai FCF sebesar 1, akan menurunkan

akan menurunkan nilai DPR sebesar 0,098. Koefisien GCG (*Good Corporate Governance*) sebesar 0.137 menunjukkan bahwa setiap penambahan nilai GCG sebesar 1, akan meningkatkan nilai DPR sebesar 0,137.

### **Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan hasil pengolahan data diperoleh koefisien regresi likuiditas 0,105 dan tingkat signifikan 0,805, dengan menggunakan alat ukur *current ratio*. Hal tersebut menunjukkan bahwa rasio likuiditas tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sejalan dengan penelitian Fadila Aini (2017), Rizka Pasadena (2013), serta Detiana (2013). Rasio likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek. Perusahaan dalam membayar dividen memerlukan aliran kas keluar, sehingga harus tersedia likuiditas yang cukup. Pada *current ratio* terdapat kas sebagai salah satu sumber untuk pembayaran dividen, namun besarnya *current ratio* tidak hanya dipengaruhi oleh kas saja namun juga oleh beberapa akun seperti piutang dan persediaan.

Perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi menyebabkan perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi. Sehingga, manajer pada perusahaan *free cash flow* yang tinggi cenderung tidak membagikan dividen tetapi menggunakan kas tersebut untuk melakukan investasi yang kurang menciptakan nilai bagi perusahaan atau digunakan untuk dirinya sendiri. Karena pembagian dividen akan meningkatkan monitoring oleh pemegang saham dan mengurangi sumber daya yang menjadi kendali manajer (Jensen, 1986). Sehingga, perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi cenderung membagikan dividen yang rendah atau tidak membagikan sama sekali. Namun, perusahaan yang memiliki likuiditas yang rendah cenderung membagikan dividen yang tinggi. Hal ini sesuai dengan teori *signaling* (Megginson, 1977) dimana walaupun likuiditasnya rendah tapi profitabilitasnya tinggi, perusahaan tidak memiliki cukup kas untuk membagikan dividen kas sehingga sebagai penggantinya perusahaan akan membagikan dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*) untuk menunjukkan kepada pemegang saham bahwa perusahaan memiliki kinerja yang bagus dalam menghasilkan profit.

Likuiditas yang terlalu tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mengalami tekanan dalam memenuhi hutang jangka pendeknya. Likuiditas yang terlalu tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mengalami tekanan dalam memenuhi hutang jangka

pendeknya. Jika likuiditas perusahaan semakin tinggi maka kas perusahaan yang dikeluarkan akan semakin tinggi pula hal, maka dividen tersebut dibagi para investor menjadi semakin kecil. Hasil penelitian diatas sejalan dengan penelitian yang dilakukan Arilaha (2009) didukung oleh Rizki (2012) yang menyatakan bahwa likuiditas yang terlalu tinggi berdampak pada pembayaran dividen yang semakin kecil. Namun penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Karami (2013) dan Parica, dkk (2013) yang menyebutkan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

### **Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan hasil pengolahan data diperoleh koefisien regresi likuiditas -115 dan tingkat signifikan 0,790. Hal tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sejalan dengan penelitian *Free cash flow* perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Endang dan Farhan (2010) yang juga menemukan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini menemukan bahwa besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi tinggi rendahnya pembagian dividen. Apabila perusahaan menginginkan untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham dengan membagikan dividen sedangkan kondisi arus kas bebas tidak memungkinkan, perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal. Sesuai dengan konsep *Pecking Order Theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan internal guna membayar dividen bila kebutuhan dana kurang maka digunakan dana eksternal sebagai tambahannya. Namun Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurdiana (2007), Yunita (2008) yang menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh terhadap *dividen payout ratio* (DPR). Hasil ini juga didukung oleh Rosdini (2009) yang menyatakan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi kebijakan dividen atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah kebijakan dividen.

### **Pengaruh Likuiditas dan *Free Cas Flow* terhadap kebijakan dividen dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Intervening.**

Dari hasil perbandingan regresi tahap 1 dan 2, dapat peneliti simpulkan bahwa ada pengaruh likuiditas dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening atau variabel perantarnya. Hal ini dapat dilihat dengan adanya perubahan pada uji t sebelum menambahkan *good corporate governance* dan setelah menambahkan *good corporate governance* sebagai variabel interveningnya. Hasil Uji t tanpa ditambahkan variabel interveningnya adalah pada likuiditas sebesar -0,583 dan *free cash flow* -0,722. Sedangkan hasil Uji T setelah ditambahkan dengan variabel interveningnya yaitu *good corporate governance* berubah untuk likuiditas menjadi 0,254 dan *free cash flow* -275. Hasil di atas menunjukkan bahwa Hipotesis 3 (H3) dapat diterima yaitu terdapat pengaruh likuiditas dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening. Teori (Effendi, 2009) dalam bukunya *The Power of Good Corporate Governance*, penerapan *good corporate governance* adalah suatu sistem pengendalian internal perusahaan yang memiliki tujuan utama mengelola risiko yang signifikan guna memenuhi tujuan bisnisnya melalui pengamanan aset perusahaan dan meningkatkan nilai investasi pemegang saham dalam jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa dengan adanya penerapan *good corporate governance* dalam suatu perusahaan dapat membantu pengelolaan manajemen dalam suatu perusahaan. Perubahan variabel independen dan penambahan variabel intervening merupakan kontribusi dalam penelitian ini sehingga belum adanya penelitian terdahulu yang dapat dijadikan sebagai pembanding dan pendukung hasil yang diperoleh. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian Indah dkk (2010) dengan variabel yang berbeda yaitu leverage, profitabilitas dan *growth* yang menyatakan bahwa dengan penerapan *good corporate governance* tidak ada pengaruh dalam suatu perusahaan.

## **KESIMPULAN**

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) dalam suatu perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dalam bentuk peningkatan kinerja (*high performance*) serta citra perusahaan yang baik (*good corporate image*). Sesuai dengan hasil penelitian yang telah dianalisis, prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) sudah diterapkan dalam perusahaan sampel. Dengan catatan perusahaan sampel kedepannya dapat lebih memaksimalkan lagi penerapan *Good*

*Corporate Governance* (GCG) di perusahaan masing-masing secara konsisten dengan menjalankan seluruh prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) yang ada.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ambarwati, N.S.; Gede Adi Y. dan Ni Kadek S. (2015). *Pengaruh Modal Kerja, Likuiditas, Aktivitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. E-Jurnal S1.
- Daniri, Mas Achmad. 2006. *Good Corporate Governance: Konsep dan Penerapannya dalam Konteks Indonesia*. Jakarta: PT Ray Indonesia.
- Darmawati, Deni. 2006. Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Faktor Regulasi Terhadap Kualitas Implementasi *Corporate Governance*. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. hal.1-23.
- Darmawati, dkk. 2005. Hubungan *Corporate Governance* dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.8, No.1, hal.65-81.
- Deitiana, Tita. (2009). Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran *Dividen* Kas. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 11(1) : 57-64
- Dewi, Sisca Christianty. (2008). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan *Dividen*. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. 10(1): 47-58
- Islamiyah, Rizki. 2012. “Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, Leverage dan Growth Terhadap Kebijakan *Dividen* Pada Perusahaan Manufaktur di BEP”. Surabaya : STIE Perbanas Surabaya.
- Ita, Lopolusi. 2013. “Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan *dividen* sector manufaktur yang terdapat di PT Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011”.
- Lilyana dan Jurica Lucyanda. 2012. “Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Terhadap *Dividend Payout Ratio*”.
- Mahendra, Alfredo DJ. 2011. *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. Tesis Program Pascasarjana Universitas Udayana Denpasar.
- Marpaung, Elyzabet Indrawati dan Bram Hadianto. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan *Dividen*: Studi Empirik Pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*. Vol.1, No.1, hal. 70-84.
- Munawir. 2004. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta : Liberty.
- Rosdini, Dini. 2009. “Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio*”.

- Santoso, Eko Budi. 2005. Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan yang Baik Terhadap Rasio Pembayaran Dividen. Tesis Dipublikasikan. Yogyakarta: FE-UGM.
- Siallagan, Hamonangan dan Mas'ud Machfoedz. 2006. Mekanisme *Corporate Governance*, Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. hal.1-23.
- Sugiarto. 2008. Kebijakan *Dividend* Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non Keuangan
- Sugiyono, 2007. *Statistika Untuk Penelitian*. Bandung: CV Alfabeta.
- Suharli, M. 2007. Pengaruh Profitabilitas dan Invesment Opportunity Set
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh *Profitability* dan *Investment Oppurtunity Set*
- Sulistiyowati, Anggaraini, dan Utamingtyas (2010), Pengaruh Profitabilitas, Laverage, Growt terhadap kebijakan deviden dengan CGC sebagai variable intervening.
- Sunarto & Kartika, A. 2003. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas. *JurnalEkonomi dan Bisnis*, Vol.8, No.1.  
terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansidan Keuangan*. Vol.9, No.1, hal 9-17.  
Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.9, No.1, hal.9-17.
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (diakses Juni 2019).
- [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com) (diakses Juni 2019).  
yang dikontrol Keluarga. *Akuntabilitas*. Vol.7, No.2, hal.135-149.