

Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen dengan

Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening

**INDAH SULISTIYOWATI
RATNA ANGGRAINI
TRI HESTI UTAMININGTYAS**

Universitas Negeri Jakarta

The purpose of this study is to prove the indirect effect of profitability measured by ROA (X1), leverage measured by DER (X2), and growth as measured by the growth of assets (X3) on dividend policy as measured by the dividend payout ratio (Y) through good corporate governance as measured by scores CGPI (X4). This research also adds control variables such as age and type of industrial companies.

The population in this study are included in the rating companies CGPI 63 companies in 2006, 2007, and 2008 (pooled data). The sample selection is done with less use of purposive sampling techniques and criteria used by 31 companies selected. Analysis of the data used is multiple linear regression to identify independent variables that influence the dependent variable and path analysis to detect whether an indirect relationship through good corporate governance.

The test results showed that partially or simultaneously all the independent variables and control variables didn't have significant effect on dividend policy and the implementation of good corporate governance. The implementation of good corporate governance is also not proved influential as an intervening variable.

Keywords: Profitability, Leverage, Growth, Good Corporate Governance, and Dividend Policy

1. Pendahuluan

Salah satu tujuan suatu perusahaan adalah untuk meningkatkan kesejahteraan atau memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan tersebut dapat dicapai jika perusahaan mampu beroperasi dengan mencapai keuntungan yang ditargetkan. Melalui keuntungan yang diperoleh tersebut perusahaan akan mampu memberikan dividen kepada pemegang saham, meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan mempertahankan kelangsungan hidupnya.

Pada perusahaan yang kepemilikan sahamnya dimiliki oleh umum atau masyarakat luas, kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang sangat penting bagi investor dan perusahaan yang akan membayar dividen. Dalam menanamkan modalnya, investor menginginkan tingkat pengembalian investasi (*return*) baik berupa laba yang dibagikan dalam bentuk dividen yang diberikan perusahaan sebagaimana yang telah mereka investasikan pada perusahaan tersebut maupun pendapatan untuk penambahan modal (*capital gain*).

Bagi sebagian perusahaan, dividen dianggap memberatkan 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.

Sementara di satu sisi, umumnya dunia usaha didominasi oleh kelompok perusahaan milik keluarga dimana seluruh dewan pengurus dan manajemen dikelola secara kekeluargaan dan juga kepemilikan sahamnya mayoritas dipegang oleh suatu keluarga tertentu. Indonesia sebagai salah satunya, sekitar 90% perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dimiliki oleh keluarga tertentu (Suherli, 2004). Indikator tersebut menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan-perusahaan yang tercatat di Indonesia masih dikelola oleh pemilik generasi pertama dan kedua. Berdasarkan riset BEI, terdapat indikasi bahwa adanya *conflict of interest* dimana konflik kepentingan dalam pengelolaan antara pemegang saham mayoritas dengan berbagai pihak ketiga seperti supplier, agen dan sebagainya tidak menempatkan perusahaan dalam posisi yang menguntungkan dimana pemegang saham mayoritas dan manajemen yang dimiliki oleh anggota keluarga lebih dominan dalam keputusan manajemen (Daniri, 2006). Untuk menghindari terjadinya penyalahgunaan wewenang antara pihak

manajemen dengan kepentingan pemegang saham, perusahaan menyepakati penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) suatu sistem pengelolaan perusahaan yang baik untuk mencapai tujuan dan mengawasi kinerja perusahaan.

GCG digunakan sebagai sistem dan struktur yang mengatur hubungan antara manajemen dengan pemilik baik mayoritas maupun minoritas suatu perusahaan dengan kata lain sebagai bentuk perlindungan investor adanya perbedaan kepentingan pemegang saham (*principle*) dengan pihak management (*agent*). Penerapan *corporate governance* menuntut adanya perlindungan yang kuat terhadap hak-hak pemegang saham terutama pemegang saham minoritas.

Selain para pemegang saham atau investor, perlu diperhatikan juga kepentingan para kreditor karena hampir tidak ada perusahaan yang dapat berjalan dengan modalnya sendiri, sehingga mencari tambahan dana yang diperlukan untuk biaya operasional perusahaan ataupun ekspansi usaha. Penerapan prinsip-prinsip *good corporate governance* dalam suatu perusahaan merupakan salah satu bahan pertimbangan utama bagi kreditor dalam mengevaluasi potensi suatu perusahaan untuk menerima pinjaman kredit. Bahkan bagi perusahaan yang berdomisili di negara-negara berkembang, implementasi prinsip *corporate governance* secara konkret, dapat memberikan kontribusi untuk memulihkan kepercayaan para kreditor terhadap kinerja suatu perusahaan. Di dunia internasional, penerapan *good corporate governance* sudah merupakan suatu syarat utama dalam perjanjian pemberian kredit. Seringkali perusahaan yang telah mengimplementasikan prinsip-prinsip *good corporate governance*, mempunyai kemungkinan besar untuk memperoleh bantuan kredit bagi usahanya.

Sehubungan dengan uraian tersebut, motivasi peneliti dalam melakukan penelitian berbeda dengan penelitian terdahulu yang hanya menguji faktor-faktor yang mempengaruhi

kebijakan dividen. Hasil penelitian yang berbeda-beda mendorong peneliti untuk mengembangkan model yaitu pengujian terhadap profitabilitas, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen dan menambah variabel intervening yaitu *good corporate governance* karena sebagai perantara antara variabel independen terhadap kebijakan dividen. Dengan asumsi bahwa perusahaan yang sudah menerapkan tata kelola perusahaan yang baik maka akan memberikan pengaruh yang lebih kuat terhadap keputusan pembagian dividen kepada pemegang saham. Riset *The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)*, menemukan bahwa alasan utama perusahaan menerapkan GCG adalah kepatuhan terhadap peraturan. Perusahaan meyakini bahwa implementasi GCG merupakan bentuk lain penegakan etika bisnis dan etika kerja yang sudah lama menjadi komitmen perusahaan, dan implementasi GCG berhubungan dengan peningkatan citra perusahaan. Pengukuran variabel GCG ini telah disesuaikan dengan kondisi lingkungan bisnis di Indonesia yang telah dikembangkan oleh *Indonesian Institute of Corporate Governance (IICG)*.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh langsung antara profitabilitas, *leverage*, dan *growth* serta pengaruh tidak langsung melalui penerapan *good corporate governance* terhadap kebijakan dividen. Selain itu, penelitian ini diharapkan mempunyai kontribusi bagi pihak praktisi sebagai bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam mengambil keputusan mengenai kebijakan dividen agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan kesejahteraan para pemegang saham serta memberikan gambaran tentang implementasi *good corporate governance* berupa pemeringkatan pada perusahaan di Indonesia.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Hubungan Profitabilitas dengan Kebijakan Dividen

Menurut Wirjolukito, *et al* dalam Suharli (2007) menyatakan bahwa pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberikan sinyal mengenai keberhasilan perusahaan

dalam membukukan profit. Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungannya lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar dividen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sugiarto (2008), Marpaung dan Hadiano (2009), dan Suherli (2007) yang terbukti bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen. Namun dalam penelitian Raharja (2007) dan Prihantoro (2003) mengemukakan bahwa profitabilitas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

H_1 : Terdapat pengaruh antara profitabilitas terhadap kebijakan deviden.

2.2. Hubungan *Leverage* dengan Kebijakan Dividen

Asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan, karena itu perusahaan lebih memprioritaskan dana internal daripada eksternal. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal yang biasanya lebih mengutamakan pendanaan utang daripada saham. Sehingga *leverage* perusahaan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat menjaga performa dan signal perusahaan bagi investor.

Sementara menurut Brigham dan Ehrhardt (dalam Suherli & Harahap, 2004) semakin besar *leverage* perusahaan maka cenderung untuk membayar dividennya lebih rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan pada pendanaan secara eksternal. Sehingga semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya yang akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Hal ini sesuai dengan penelitian Prihantoro (2003) namun bertentangan

dengan Suherli dan Harahap (2004) dimana *leverage* tidak memberi pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan mengenai jumlah pembagian dividen.

H₂ : Terdapat pengaruh antara *leverage* terhadap kebijakan dividen

2.3. Hubungan *Growth* dengan Kebijakan Dividen

Tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Tampubolon, 2005). Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang maka perusahaan lebih senang untuk menahan labanya daripada membayarkannya sebagai dividen kepada pemegang saham. Penelitian Suherli dan Harahap (2004), Marpaung dan Hadianto (2009), Prihantoro (2003), Raharja (2007) serta Hatta (2002) tidak menemukan adanya pengaruh antara pertumbuhan dengan kebijakan dividen.

H₃ : Terdapat pengaruh antara *growth* terhadap kebijakan dividen.

2.4. Hubungan Profitabilitas dengan *Good Corporate Governance*

Corporate governance mengarahkan pengelolaan perusahaan pada upaya pencapaian *profit* dan *sustainability* secara seimbang (Daniri, 2006). Pencapaian keuntungan tersebut merupakan wujud pemenuhan pemegang saham (*shareholder*) dan tidak dapat melepaskan dari upaya pencapaian *sustainability* yang merupakan wujud pemenuhan kepentingan para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Perusahaan yang memperoleh pendapatan yang lambat atau profitabilitas yang sedikit maka cenderung akan mengumumkan lebih banyak tentang pelaksanaan GCG guna melepaskan tekanan dari pasar (Kusumawati, 2007).

H₄ : Terdapat pengaruh antara profitabilitas terhadap *Good Corporate Governance*.

2.5. Hubungan *Leverage* dengan *Good Corporate Governance*

Menurut Faisal (2006) *leverage* dapat mempresentasikan sebuah pengendalian eksternal dari *corporate governance*. Pemegang utang (*debt holders*) berkepentingan untuk melindungi investasinya dalam perusahaan dan akan secara aktif memonitor seberapa besar tingkat *leverage* perusahaan tersebut. Black, *et al* (2003) yang menyatakan terdapat dua alternatif penjelasan tentang hubungan antara struktur modal dengan kualitas *corporate governance*. Pandangan pertama (*a substitution story*) menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi dalam struktur modalnya akan cenderung menjadi subjek untuk dikenai pengawasan oleh kreditor yang lebih ketat yang biasanya dinyatakan dalam kontrak utang yang dibuat. Dengan demikian, perusahaan kurang begitu mementingkan kualitas *corporate governance*, karena sudah ada pengawasan dari pihak eksternal. Pandangan kedua adalah bahwa kreditor sangat berkepentingan dengan praktik *governance* dari debiturnya dan memiliki kekuasaan yang lebih besar dibandingkan pemegang saham untuk memaksa perusahaan meningkatkan kualitas *corporate governance* perusahaan. Penjelasan tersebut disebut sebagai *an investor pressure story*. Darmawati (2006) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kualitas penerapan *good corporate governance*.

H₅ : Terdapat pengaruh antara *leverage* terhadap *Good Corporate Governance*.

2.6. Hubungan *Growth* dengan *Good Corporate Governance*

Menurut Daniri (2006) manfaat yang diberikan dari penerapan *good corporate governance* untuk mengurangi biaya modal sebagai dampak dari pengelolaan perusahaan yang baik yang menyebabkan tingkat bunga atas dana oleh perusahaan semakin kecil seiring dengan turunnya tingkat resiko perusahaan, dapat dijadikan pilar utama pendukung tumbuh kembangnya perusahaan dalam waktu jangka panjang. Pada umumnya perusahaan yang

memiliki pertumbuhan tinggi membutuhkan dana tambahan untuk melakukan ekspansi sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan perbaikan dalam penerapan *good corporate governance* dalam rangka menurunkan biaya modal (Black *et al*, 2003). Darmawati (2006) dan Wardani (2008) menyatakan bahwa *growth* tidak berpengaruh terhadap *corporate governance*.

H₆: Terdapat pengaruh antara *growth* terhadap *Good Corporate Governance*.

2.7. Hubungan *Good Corporate Governance* dengan Kebijakan Dividen

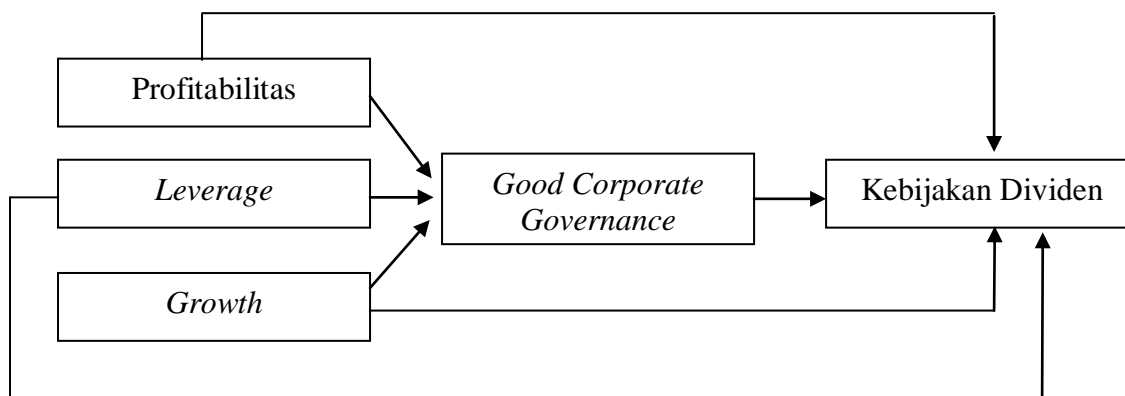
Menurut Santoso (2008) tata kelola perusahaan yang baik yang merupakan bentuk dari perlindungan investor terhadap rasio pembayaran dividen. Teori keagenan menjelaskan bahwa dengan adanya *corporate governance* berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa pemegang saham akan menerima *return* atas dana yang telah diinvestasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan dan tidak akan melakukan ekspropriasi yang tidak menguntungkan terhadap dana yang telah ditanamkan oleh investor (Shleifer dan Vishny, 1989 dalam Darmawati 2005). Hal ini sependapat dengan Septianti dalam Lesmana (2006) yang mengemukakan bahwa proteksi hukum terhadap investor dimaksudkan untuk melindungi pemegang saham minoritas dari *expropriation* yang dilakukan oleh manajer akibat kendali yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas sebagai wujud pelaksanaan prinsip *independency* dan *fairness* dalam *corporate governance*. Hal ini sependapat dengan Santoso (2008) yang menyebutkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik sebagai bentuk dari perlindungan investor sehingga membuat investor yang merasa terproteksi akan bersedia mendapatkan dividen yang lebih rendah dan laba perusahaan dapat digunakan untuk reinvestasi. Gugler (2003) yang menyatakan bahwa *corporate governance* sebagai penentu besarnya kebijakan dividen. Perusahaan yang melaksanakan *corporate governance* dapat

mendatangkan penambahan 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.

H₇ : Terdapat pengaruh antara *Good Corporate Governance* terhadap kebijakan dividen

H₈ : Terdapat pengaruh antara profitabilitas, *leverage*, dan *growth* berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan *Good Corporate Governance* sebagai variable intervening.

Berdasarkan uraian telaah literature di atas, kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat dilihat dalam gambar berikut ini:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

3. Metode Penelitian

3.1. Sampel dan Data

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) tahun 2006, 2007 dan 2008 serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember. Penelitian ini menggunakan metode

penggabungan (*pooled data* untuk tahun 2006, 2007, dan 2008) yang terdiri dari 63 perusahaan. Sampel untuk tahun 2006 jumlah perusahaan yang memperoleh pemeringkatan CGPI sebanyak 22 perusahaan, tahun 2007 sebanyak 21 perusahaan, sedangkan pada tahun 2008 sebanyak 20 perusahaan.

Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu: (a) perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan penerapan *corporate governance* yang dilakukan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) pada tahun 2006, 2007, dan 2008 berupa skor pemeringkatan CGPI (*Corporate Governance Perception Index*), (b) perusahaan yang membagikan keuntungan berupa dividen kepada para pemegang saham pada tahun pemeringkatan CGPI, (c) perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan yang tinggi ditandai dengan nilai pertumbuhan yang positif, (d) perusahaan mempublikasikan laporan keuangan auditan per 31 Desember dan dinyatakan dalam satuan mata uang rupiah, (e) data perusahaan lengkap dengan variabel yang akan diteliti. Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel adalah sebanyak 37 perusahaan.

Data laporan keuangan, dividen, profitabilitas, *leverage*, dan *growth* 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 2006, 2007, dan 2008.

3.2. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham yaitu

pembagian laba dalam jumlah dividen yang dibayarkan tergantung dari kebijakan setiap perusahaan. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur dengan menggunakan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*).

Dividend Payout Ratio (DPR) diukur dengan menggunakan rumus menurut Stice *et al.*, 2005 yaitu:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

3.3. Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah:

1. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan manajemen untuk memperoleh laba. Untuk mengukur tingkat profitabilitas, peneliti menggunakan ROA sebagai proksi profitabilitas dengan skala pengukuran berupa rasio, dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

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

2. Leverage

Leverage adalah kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Dalam penelitian ini, *debt to equity ratio* digunakan sebagai proksi untuk mengukur *leverage*.

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

3. Growth

Perusahaan yang berkembang adalah perusahaan yang mengalami peningkatan pertumbuhan dalam perkembangan usahanya dari tahun ke tahun, rumus sebagai berikut:

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

4. Variabel Intervening

Variabel intervening dalam penelitian ini adalah penerapan *good corporate governance* yaitu seberapa baik suatu perusahaan menerapkan GCG. Penerapan GCG diukur dengan menggunakan instrumen yang dikembangkan oleh IICG berupa *Corporate Governance Perception Index* (CGPI). Perhitungan *good corporate governance* menggunakan hasil program riset dan pemeringkatan CGPI berupa skor dan indeks persepsi penerapan *good corporate governance* pada perusahaan berdasarkan penilaian investor. Skala skor penerapan tersebut terdiri dari 3 kategori berdasarkan tingkat kepercayaan yaitu 55 sampai dengan 100, jika perusahaan memiliki skor mendekati atau mencapai nilai 100 maka perusahaan tersebut semakin baik atau sangat terpercaya dalam menerapkan *corporate governance*.

5. Variabel Kontrol

Variabel usia perusahaan dan jenis industri yang digunakan sebagai variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model yang peneliti menduga bahwa variabel-variabel tersebut juga berpengaruh terhadap *good corporate governance* dan kebijakan dividen.

Usia perusahaan dapat menjelaskan adanya pola *life cycle* pembayaran dividen pada setiap perusahaan. Dimana ketika sebuah perusahaan masih muda, perusahaan tersebut cenderung akan membagikan dividen dalam jumlah yang lebih kecil namun ketika perusahaan sudah mencapai tahap dewasa maka dividen yang dibayarkan akan meningkat. Usia perusahaan diukur berdasarkan pada usia sejak berdiri hingga data tahun laporan keuangan yang digunakan dalam analisis.

Pengelompokkan jenis industri menjadi dua bagian yaitu perusahaan keuangan dan perusahaan non keuangan yang memiliki regulasi khusus dengan karakteristik yang berbeda. Jenis industri berupa bidang usaha yang ada pada perusahaan yang terdaftar di BEI maupun keduputan BUMN. Jenis industri ini diukur dengan menggunakan variabel *dummy* dimana

nilai (1) untuk perusahaan yang masuk dalam kategori keuangan dan nilai (0) untuk perusahaan yang masuk dalam kategori non keuangan.

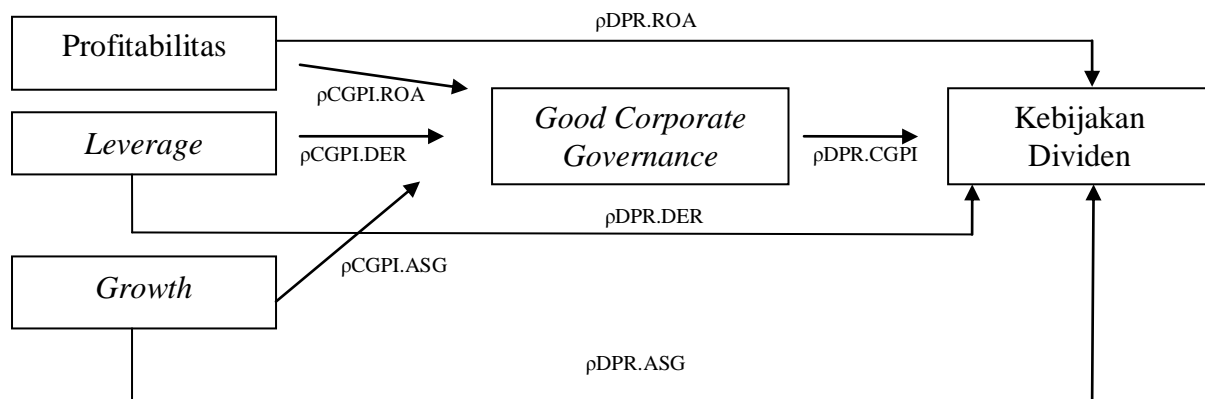
3.4. Metode Analisis Data

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

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 ASG_{it} + \beta_4 UP_{it} + \beta_5 JI_{it} + e \dots \dots \dots (1)$$

$$CGPI_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 ASG_{it} + \beta_4 UP_{it} + \beta_5 JI_{it} + e \dots \dots \dots (2)$$

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.



Gambar 2. Diagram Jalur

Berdasarkan gambar diagram jalur diatas diajukan hubungan bahwa profitabilitas, *leverage*, dan *growth* mempunyai hubungan langsung dengan kebijakan dividen ($\rho_{DPR.ROA}$, $\rho_{DPR.DER}$, dan $\rho_{DPR.ASG}$). Namun demikian profitabilitas, *leverage*, dan *growth* juga mempunyai hubungan tidak langsung ke kebijakan dividen yaitu dari profitabilitas, *leverage*, dan *growth* ke *good corporate governance* ($\rho_{CGPI.ROA}$, $\rho_{CGPI.DER}$, dan $\rho_{CGPI.ASG}$) baru kemudian ke kebijakan dividen ($\rho_{DPR.CGPI}$). Setiap nilai ρ menggambarkan jalur dan nilai koefisien jalur.

Koefisien jalur merupakan *standardized* koefisien regresi yang digunakan untuk menemukan jalur mana yang paling tepat dan singkat suatu variabel independen menuju variabel dependen (Sugiyono, 2007). Dalam penelitian ini persamaan untuk hipotesis kedelapan (H₈) terdapat dua substruktural yaitu:

1. Substruktural 1

$$CGPI = \rho_{CGPI.ROA} + \rho_{CGPI.DER} + \rho_{CGPI.ASG} + e_1$$

2. Substruktural 2

$$DPR = \rho_{DPR.ROA} + \rho_{DPR.DER} + \rho_{DPR.ASG} + \rho_{DPR.CGPI} + e_2$$

4. Hasil dan Pembahasan

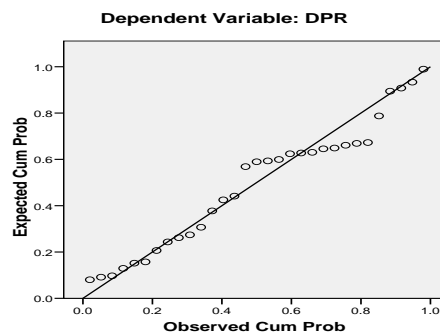
4.1. Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif dapat dilihat bahwa tingkat pembagian dividen kepada pemegang saham berada pada porsi yang normal yaitu berkisar 20%-50% dari pencapaian laba bersih (SWA, 2010). Sementara secara rata-rata penerapan *corporate governance* pada tahun 2006, 2007, dan 2008 sebagai indikasi adanya *good corporate governance* pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia yang diwakili oleh sampel dalam penelitian ini relatif sudah baik. Dengan rata-rata skor hampir mencapai 0.80 (80%) pada skala 100, maka nilai tersebut bisa dikatakan sudah memenuhi kriteria baik, yaitu mendekati angka 100.

4.2. Uji Normalitas

Dalam pengujiannya terdapat 6 data ekstrim pada perusahaan sampel. Sehingga jumlah sampel yang digunakan menjadi 31 dan jumlah sampel tersebut digunakan untuk pengujian selanjutnya. Penelitian ini menggunakan pendekatan grafik PP Plot untuk menguji normalitas data.

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 3. Uji Normalitas dengan PP Plots

Sumber: Data Diolah Sendiri

Berdasarkan gambar 2 dapat dilihat bahwa nilai PP Plot yang berbentuk titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal dan penyebarannya tidak menyimpang jauh dari garis diagonal. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa penyebaran data mendekati normal.

4.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan dengan menghitung nilai *variance inflation factor* (VIF) dan nilai *tolerance* dari masing-masing variabel independen. Hasil uji multikolinieritas dapat disimpulkan bahwa variabel yang digunakan dalam model penelitian ini tidak terdapat multikolinieritas dalam tabel berikut ini:

Tabel 2
Nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance*

Variabel Independen	Nilai VIF	Nilai <i>Tolerance</i>	Interpretasi
ROA	2.209	0.453	Tidak Terjadi Multikolinieritas
DER	4.398	0.227	Tidak Terjadi Multikolinieritas
ASG	1.155	0.866	Tidak Terjadi Multikolinieritas
CGPI	1.139	0.878	Tidak Terjadi Multikolinieritas
UP	1.411	0.709	Tidak Terjadi Multikolinieritas
JI	3.933	0.254	Tidak Terjadi Multikolinieritas

Sumber: Data Diolah Sendiri, 2010

4.4. Uji Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Park. Dari nilai signifikan yang diperoleh dari masing-masing variabel independen dalam pada tabel tiga menunjukkan bahwa tidak ada satupun nilai signifikan yang kurang dari 5% (0.05). Hal ini dapat diartikan bahwa tidak terdapat gejala heterokedastisitas dengan kata lain bersifat homokedastisitas dalam model penelitian.

Tabel 3
Uji Heterokedastisitas

Variabel Independen	Nilai sig.	Interpretasi
ROA	0.905	Homokedastisitas
DER	0.478	Homokedastisitas
ASG	0.095	Homokedastisitas
CGPI	0.951	Homokedastisitas
UP	0.310	Homokedastisitas
JI	0.463	Homokedastisitas

Sumber: Data Diolah Sendiri

4.5. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan menghitung nilai Durbin Watson, nilai d yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebesar 2.039. Dengan jumlah variabel independen (k) adalah 6 dan jumlah sampel yang digunakan (n) sebanyak 31 perusahaan, diperoleh nilai d_L sebesar 1.020 dan d_U sebesar 1.920. Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa nilai d berada diantara nilai d_U dan $4 - d_U$. Dengan hasil tersebut maka dapat dinyatakan bahwa model regresi tersebut tidak mengalami autokorelasi.

4.6. Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan dua model regresi berganda dan *path analysis*. Model regresi pertama menggunakan *dividend payout ratio* sebagai pengukur kebijakan dividen dan CGPI sebagai pengukur penerapan *good corporate governance*. Hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t dan uji F . Uji t dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} dan t_{tabel} serta menggunakan tingkat signifikan sebesar 5% dengan uji

2 sisi untuk mengetahui ada atau tidaknya pengaruh yang signifikan antara variabel yang diuji (Priyatno, 2008).

Path analysis digunakan untuk pengujian pengaruh intervening yaitu pada hipotesis kedelapan yang ingin membuktikan apakah profitabilitas, *leverage*, dan *growth* berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening.

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis

Model	Koefisien Jalur	T	Sig.
Substruktural (ROA, DER, ASG ke CGPI)			
ROA (ρ_{41})	0.077	0.276	0.785
DER (ρ_{42})	0.096	0.243	0.810
ASG (ρ_{43})	0.080	0.399	0.693
UP	-0.068	-0.306	0.762
JI	0.273	0.742	0.465
Substruktural (ROA, DER, ASG, CGPI ke DPR)			
ROA (ρ_{51})	0.241	0.862	0.397
DER (ρ_{52})	0.417	1.056	0.302
ASG (ρ_{53})	-0.207	-1.022	0.317
CGPI (ρ_{54})	-0.151	-0.752	0.459
UP	-0.049	-0.218	0.830
JI	-0.106	-0.283	0.780
R = 0.385; R Square = 0.148, Adjusted R Square = -0.065 dan F= 1.412			

Pengujian terhadap hipotesis pertama yaitu ROA terhadap DPR, diperoleh t_{hitung} sebesar 0.862 kurang dari t_{tabel} 2.064 dengan tingkat signifikan lebih besar dari 5%, maka profitabilitas secara statistik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini mendukung penelitian Raharja (2007) dan Prihantoro (2003) dimana profitabilitas bukan faktor penentu utama terhadap kebijakan dividen. Hipotesis kedua DER terhadap DPR, diperoleh t_{hitung} sebesar 1.056 kurang dari t_{tabel} 2.064 dengan tingkat signifikan lebih besar dari 5%, maka *leverage* secara statistik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini memiliki persamaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suherli dan Harahap (2004) dimana *leverage* tidak memberi pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan mengenai jumlah pembagian dividen. Hipotesis

ketiga ASG terhadap DPR, diperoleh t_{hitung} sebesar -1.022 kurang dari t_{tabel} 2.064 dengan tingkat signifikan lebih besar dari 5%, maka *growth* secara statistik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Tidak signifikannya pengaruh ini mendukung hasil temuan Suherli dan Harahap (2004), Marpaung dan Hadiano (2009), Prihantoro (2003), Raharja (2007) serta Hatta (2002).

Hipotesis keempat ROA terhadap CGPI, diperoleh t_{hitung} sebesar 0.276 kurang dari t_{tabel} 2.064 dengan tingkat signifikan lebih besar dari 5%, maka profitabilitas secara statistik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *good corporate governance* diduga dikarenakan tingkat kesadaran emiten yang berbeda dalam menerapkan *good corporate governance* yang mendukung hasil penelitian Wardani (2008). Hipotesis kelima DER terhadap CGPI, t_{hitung} sebesar 1.375 kurang dari t_{tabel} 2.064 dengan tingkat signifikan lebih besar dari 5%, maka *leverage* secara statistik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *good corporate governance*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Darmawati (2006) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kualitas penerapan *good corporate governance*. Hipotesis keenam ASG terhadap CGPI, t_{hitung} sebesar 0.607 kurang dari t_{tabel} 2.064 dengan tingkat signifikan lebih besar dari 5%, maka *growth* secara statistik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *good corporate governance*. Hasil ini konsisten dengan Darmawati (2006) dan Wardani (2008) menyatakan bahwa *growth* tidak berpengaruh terhadap *corporate governance*. Hipotesis ketujuh CGPI terhadap DPR, t_{hitung} sebesar -0.752 kurang dari t_{tabel} 2.064 dengan tingkat signifikan lebih besar dari 5%, maka *good corporate governance* secara statistik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan 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 kedelapan profitabilitas, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening. Hasil *path analysis* menunjukkan bahwa masing-masing koefisien pengaruh langsung antara profitabilitas, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen adalah sebesar 0.241, 0.417 dan -0.207. Sedangkan koefisien pengaruh tidak langsung masing-masing variabel independen terhadap kebijakan dividen melalui GCG adalah -0.011627, -0.014496, dan - 0.01208. Dengan membandingkan nilai koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung menunjukkan bahwa GCG bukan merupakan variabel inetervening. Hal ini juga didukung dengan nilai signifikan yang kurang dari 0.05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis penelitian ini tidak didukung dengan tidak adanya pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening. 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 juga memasukkan variabel kontrol untuk mengakui bahwa adanya pengaruh terhadap kebijakan dividen dan *good corporate governance* dengan faktor usia perusahaan serta jenis industri keuangan dan non keuangan. Dengan adanya penambahan variabel kontrol ini ternyata juga tidak ditemukan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen dan *good corporate governance* dengan nilai signifikan lebih besar dari 0.05. Namun berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa nilai R Square adalah sebesar 0.148 atau 14.8% dipengaruhi oleh variabel yang diuji dalam hipotesis ini.

5. Kesimpulan, Keterbatasan Penelitian, dan Impikasi

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan pengaruh tidak langsung antara profitabilitas, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen melalui *good corporate governance* yang diterapkan dalam perusahaan. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yaitu dengan menambahkan penerapan *good corporate governance* sebagai variabel intervening sebagai kontribusi dalam penelitian ini. 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. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis dalam penelitian ini tidak terbukti secara teori yang telah ada.

Motivasi peneliti memilih GCG sebagai variabel intervening dengan asumsi berpengaruh kuat terhadap kebijakan dividen. Namun dalam penelitian ini GCG tidak memiliki pengaruh secara tidak langsung, hal ini dikarenakan 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. Untuk memperkuat keyakinan peneliti bahwa *Good Corporate Governance* tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen, peneliti menambahkan usia perusahaan dan jenis industri yang berfungsi sebagai variabel kontrol. Hasil tersebut juga tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen dan *Good Corporate Governance* sehingga mampu memperkuat argumen terhadap hasil pengujian hipotesis. Dimana secara

keseluruhan variabel yang digunakan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen maupun penerapan *corporate governance* diduga dikarenakan usia perusahaan dan jenis industri yang beraneka ragam dalam sampel yang digunakan.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah: (1) Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI tahun 2006, 2007, dan 2008 sehingga diperoleh jumlah sampel yang tidak banyak, hal ini dikarenakan masih sedikit perusahaan yang mau berpartisipasi dalam program yang dilakukan oleh IICG yang bersifat sukarela. (2) hasil penelitian mengindikasikan bahwa model penelitian yang perlu diperbaiki agar dapat lebih menjelaskan variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

5.3. Implikasi Penelitian dan Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan yang ada, maka saran yang dapat digunakan untuk penelitian berikutnya yaitu: (1) Penelitian mendatang sebaiknya melakukan penambahan sampel dan variabel independen seperti likuiditas, arus kas bebas, dll. (2) Peneliti selanjutnya dapat menambahkan variabel kontrol seperti ukuran perusahaan untuk memperkuat hubungan antara kebijakan dividen dan *Good Corporate Governance*.

REFERENSI

- Black, B.S, *et. al.* 2003. *Predicting Firms Corporate Governance Choices: Evidence from Korea.*
- 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

- Faisal. 2006. Hubungan Antara Set Kesempatan Investasi, Tata Kelola Perusahaan, dan Kinerja. *Wahana Akuntansi Jurnal Ilmiah*. Vol.1, No.2, hal.106-122.
- Ghozali, Imam. 2002. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gugler, Klaus. 2003. *Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and The Interrlation Between Dividend, R&D, and Capital Investment*. *Journal of Banking & Financing*. 27, hal.1297-1321.
- Hatta, Atika Jauhari. 2002. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. *JAAI*. Vol.6, No.2, hal.1-22.
- Jiraporn, Pornsit, et al. 2008. *Dividend Policy and Corporate Governance Quality*. hal.1-35.
- Kusumawati, Dwi Novi. 2007. *Profitability and Corporate Governance Disclosure: an Indonesian Study*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.10, No.2, hal.131-146.
- Kowalewski, Oskar, et al. 2007. *Corporate Governance and Dividend Policy in Poland*. *Poland: Warsaw School of Economics*. hal. 1-35.
- Lesmana, Mochammad Adi. 2006. *Analisis Hubungan Antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividend Payout Ratio Dengan Laba Sebagai Variabel Pemoderasi*. Skripsi . Yogyakarta: FE- Universitas Islam Indonesia.
- Marpaung, Elyzabet Indrawati dan Bram Hadiano. 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.
- Prihantoro. 2003. Estimasi Pengaruh Dividen *Payout Ratio* Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*. No.1, Jilid 8, hal. 7-14.
- Raharja, Anna Agustin. 2007. Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Perusahaan Aneka Industri Berdasarkan Pengelompokkan *Dividend Payers, Former Payers, and Never Paid*. Skripsi. Surabaya : FE-Universitas Petra Christian.
- 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 yang dikontrol Keluarga. *Akuntabilitas*. Vol.7, No.2, hal.135-149.
- Sugiyono, 2007. *Statistika Untuk Penelitian*. Bandung: CV Alfabeta.
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh *Profitability* dan *Investment Oppurtunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.9, No.1, hal.9-17.
- Suherli, Michell dan Sofyan F. Harahap. 2004. Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*. Vol.4, No.3, hal.223-245.

Tampubolon, Manahan P. 2005. *Manajemen Keuangan (Finance Management)*. Bogor: Ghalia Indonesia.

Wardani, Diah Kusuma. 2008. *Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan di Indonesia*. Skripsi Dipublikasikan. Yogyakarta. FE-UII.