

BAB IV

PAPARAN DAN PEMBAHASAN DATA HASIL PENELITIAN

4.1. Paparan Data Hasil Penelitian

4.1.1. Gambaran Umum *Corporate Governance Perception Index* (CGPI)

Corporate Governance Perception Index (CGPI) adalah program riset dan pemeringkatan penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. CGPI diikuti oleh perusahaan publik (*emiten*), BUMN, perbankan dan perusahaan swasta lainnya. Program CGPI secara konsisten telah diselenggarakan setiap tahunnya sejak tahun 2001. CGPI diselenggarakan oleh IICG sebagai lembaga swadaya masyarakat independen bekerjasama dengan Majalah SWA sebagai mitra media publikasi. Program ini dirancang untuk memicu perusahaan dalam meningkatkan kualitas penerapan konsep CG melalui perbaikan yang berkesinambungan (*continous improvement*) dengan melaksanakan evaluasi dan melakukan studi banding (*benchmarking*). Program CGPI akan memberikan apresiasi dan pengakuan kepada perusahaan-perusahaan yang telah menerapkan CG melalui *CGPI Awards*.

4.1.2. Gambaran Umum Perusahaan Sampel Penelitian

4.1.2.1. PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk (TLKM)

PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk (TELKOM) merupakan perusahaan penyelenggara informasi dan telekomunikasi serta penyedia jasa dan jaringan telekomunikasi secara lengkap yang terbesar di Indonesia. TELKOM (yang selanjutnya disebut juga perseroan atau perusahaan) menyediakan jasa telepon

tidak bergerak kabel (*fixed wire line*), jasa telepon tidak bergerak nirkabel (*fixed wireless*), jasa telepon bergerak (*cellular*), internet dan interkoneksi baik secara langsung maupun melalui perusahaan asosiasi. Visi, menjadi perusahaan yang unggul dalam penyelenggaraan TIME di kawasan regional. Misi perusahaan, menyediakan layanan TIME yang berkualitas tinggi dengan harga yang kompetitif dan menjadi model pengelolaan korporasi terbaik di Indonesia. Tujuan perusahaan yaitu menjadi posisi terdepan dengan memperkokoh *bisnis legacy* dan meningkatkan bisnis *new wafe* untuk memperoleh 60% dari pendapatan industri pada tahun 2015.

4.1.2.2. PT. Aneka Tambang (Persero) Tbk (ANTM)

PT. Aneka Tambang (Persero) Tbk. (ANTM) berusaha dalam bidang pertambangan berbagai jenis bahan galian, serta menjalankan usaha di bidang industri, perdagangan, pengangkutan dan jasa yang berkaitan dengan pertambangan dan berbagai jenis bahan galian tersebut. ANTM merupakan perusahaan pertambangan yang memiliki komoditas yang terdiversifikasi dan memiliki operasi yang terintegrasi secara vertikal dan berorientasi ekspor dengan wilayah operasi yang tersebar di seluruh Indonesia yang kaya akan bahan mineral. Visi ANTM yaitu menjadi korporasi global berbasis pertambangan dengan pertumbuhan sehat dan standar kelas dunia. Misi perusahaan yaitu membangun dan menerapkan praktik-praktik terbaik kelas dunia untuk menjadikan ANTM sebagai pemain global, menciptakan keunggulan operasional berbasis biaya rendah dan teknologi tepat guna dengan mengutamakan kesehatan dan keselamatan kerja serta lingkungan hidup.

ANTM menetapkan nilai-nilai korporasi yang dikenal dengan nama PIONER (*Professionalism, Integrity, Global Mentality, Harmony, Excellence, Reputation*) yang aktualisasinya dimulai dari pimpinan yang bercirikan SENSE (*Speed, Energize, Respect, Courage*) sehingga akan membawa insan ANTM ke level *Human Capital Excellence* yaitu insan-insan ANTM yang memenuhi kriteria BEST (*Beyond Expectation, Environment Awareness, Synergized Partnership*).

4.1.2.3. PT. United Tractors Tbk (UNTR)

United Tractors didirikan pada 13 Oktober 1972 sebagai distributor tunggal alat berat Komatsu di Indonesia. Pada 19 September 1989, perseroan mencatatkan saham perdana di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya, dengan kode perdagangan UNTR. Selain menjadi distributor alat berat terkemuka di Indonesia, perseroan juga aktif bergerak di bidang kontraktor, penambangan dan bidang pertambangan batu bara. Ketiga segmen usaha ini dikenal dengan sebutan mesin konstruksi, kontraktor penambangan dan pertambangan.

Visi UNTR menjadi perusahaan kelas dunia berbasis solusi di bidang alat berat, pertambangan dan energi untuk menciptakan manfaat bagi para pemangku kepentingan. Misi UNTR menjadi perusahaan yang bertekad membantu pelanggan meraih keberhasilan melalui pemahaman usaha yang komprehensif dan interaksi berkelanjutan, menciptakan peluang bagi insan perusahaan untuk dapat meningkatkan status sosial dan aktualisasi diri melalui kinerjanya, menghasilkan nilai tambah yang berkelanjutan bagi para pemangku kepentingan melalui tiga aspek berimbang dalam hal ekonomi, sosial dan lingkungan.

4.1.2.4. PT. Elnusa Tbk (ELSA)

PT. Elnusa Tbk (ELSA) listing di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 6 February 2008. Bisnis utama ELSA bergerak di bidang jasa hulu migas sedangkan *core bussinesnya* Upstream Oil & Gas Services. Visi perusahaan adalah menjadi perusahaan kelas dunia kebanggaan nasional, di bidang jasa migas secara solusi total untuk memberikan nilai tambah optimal bagi *stakeholders*. Misi perusahaan yaitu, memberikan jasa layanan bermutu tinggi untuk kepuasan dan loyalitas pelanggan yang didukung oleh profesionalisme SDM, ketersediaan peralatan, penguasaan teknologi, *continuous improvement* dan pengembangan inovasi produk, melaksanakan seluruh kegiatan usaha berdasarkan kaidah *good engineering practices* dengan standar kelas dunia serta mewujudkan *operation excellence* melalui penerapan kaidah-kaidah QHSE (*quality, health & safety environment*) yang benar dan konsisten, sebagai realisasi keunggulan perusahaan.

4.1.2.5. PT. Jasa Marga (Persero) Tbk (JSMR)

Tugas utama Jasa Marga adalah merencanakan, membangun, mengoperasikan dan memelihara jalan tol serta sarana kelengkapannya agar jalan tol dapat berfungsi sebagai jalan bebas hambatan yang memberikan manfaat lebih tinggi daripada jalan umum bukan tol. Visi PT Jasa Marga (Persero) Tbk, menjadi perusahaan modern dalam bidang pengembangan dan pengoperasian jalan tol, menjadi pemimpin (*leader*) dalam industri jalan tol dengan mengoperasikan mayoritas jalan tol di Indonesia, serta memiliki daya saing yang tinggi di tingkat nasional dan regional. Misi JSMR menambah panjang jalan tol secara berkelanjutan, sehingga perusahaan menguasai paling sedikit 50% panjang jalan

tol di Indonesia dan usaha terkait lainnya, dengan memaksimalkan pemanfaatan potensi keuangan perusahaan serta meningkatkan mutu dan efisiensi jasa pelayanan jalan tol melalui penggunaan teknologi yang optimal dan penerapan kaidah-kaidah manajemen perusahaan modern dengan tata kelola yang baik. Penambahan panjang jalan tol dan peningkatan pelayanan serta efisiensi merupakan strategi pokok dalam meningkatkan nilai perseroan.

4.1.2.6. PT. Adhi Karya (Persero) Tbk (ADHI)

ADHI adalah perusahaan konstruksi pertama yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2004. ADHI mengelompokkan proyek-proyek jasa konstruksi menjadi dua kelompok, yaitu: (1) proyek infrastruktur, terdiri dari proyek-proyek infrastruktur seperti jalan dan jembatan, pengairan, pembangkit tenaga listrik, pelabuhan dll; (2) proyek bangunan. Visi perusahaan yaitu menjadi juara sejati di bisnis jasa konstruksi dan mitra pilihan dalam jasa perekayasaan dan investasi infrastruktur di Indonesia dan beberapa negara terpilih. Misi ADHI membangun sebuah *Great Infrastructure Enterprise* dengan: (1) menciptakan nilai yang berkesinambungan kepada pelanggan, karyawan, pemegang saham, dan beberapa pihak lain yang berkepentingan; (2) memperkokoh kompetensi inti dalam jasa konstruksi, memperluas kapabilitas dalam jasa perekayasaan, serta mengembangkan kapabilitas dalam jasa investasi secara selektif; (3) menjalankan inisiatif-inisiatif *Social Responsibility* (CSR) dalam rangka pengembangan kemanusiaan.

4.1.2.7. PT. Bumi Resources Tbk (BUMI)

BUMI merupakan perusahaan batubara dengan tingkat pertumbuhan tertinggi di dunia. Visi BUMI, menjadi perusahaan operator bertaraf internasional dalam sektor energi dan pertambangan. Misi perusahaan yaitu menjaga kesinambungan usaha dan daya saing Perseroan dalam menghadapi persaingan terbuka di masa mendatang dengan tujuan untuk :

- a. Meningkatkan hasil dan nilai yang optimal bagi pemegang saham
- b. Meningkatkan kesejahteraan para karyawan
- c. Meningkatkan kesejahteraan masyarakat di daerah operasi pertambangan

4.1.2.8. PT. Bukit Asam (Persero) Tbk (PTBA)

PT. Bukit Asam (Persero) Tbk (PTBA) melaksanakan kegiatan usaha sebagai berikut: mengusahakan pertambangan yang meliputi penyelidikan umum; *eksplorasi, eksploitasi*, pengolahan, pemurnian, pengangkutan dan perdagangan bahan-bahan galian terutama batubara, mengusahakan pengolahan lebih lanjut atas hasil produksi bahan-bahan galian terutama batubara, mengusahakan dan mengoperasikan pembangkit listrik tenaga uap, baik untuk keperluan sendiri maupun untuk keperluan pihak lain.

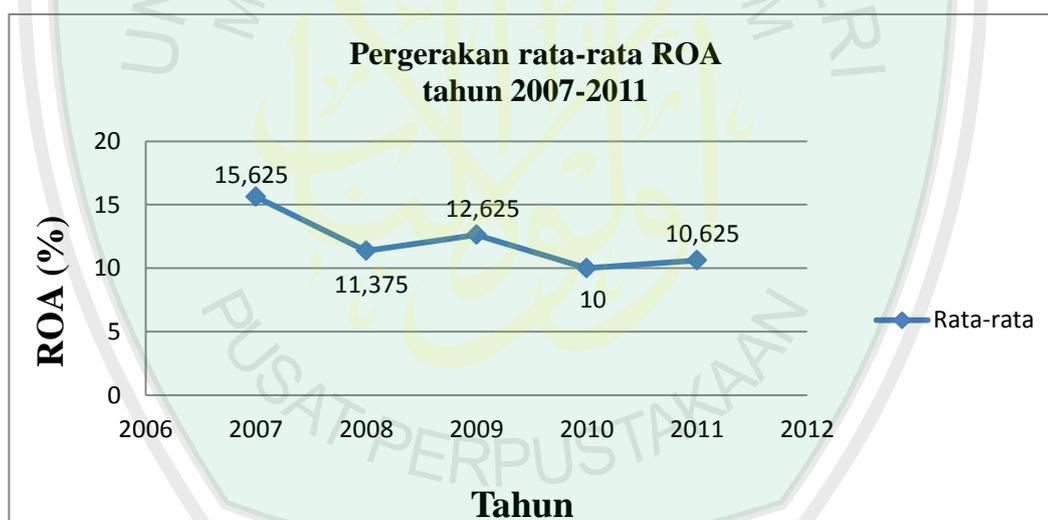
Visi perusahaan menjadi perusahaan energi berbasis batubara yang ramah lingkungan. Misi PTBA fokus kepada *core competency* dan pertumbuhan yang berkesinambungan yaitu, memberikan tingkat pengembalian yang optimal kepada pemegang saham, meningkatkan budaya korporasi yang mengutamakan kinerja, memberikan kontribusi pengembangan ekonomi nasional.

4.1.3. Gambaran umum kinerja perusahaan sampel CGPI tahun 2007-2011

4.1.3.1. Return on Asset (ROA)

Berdasarkan Lampiran 2, dapat diketahui bahwa rata-rata *Return on Asset* (ROA) perusahaan sampel yang masuk dalam pemeringkatan CGPI pada tahun 2007-2011 sebesar 12,05%. Rata-rata ROA tertinggi dimiliki oleh ANTM sebesar 17,60 %. Sedangkan ELSA dan ADHI memiliki nilai rata-rata ROA terendah yaitu sebesar 4,60 %. Adapun pergerakan rata-rata ROA perusahaan sampel tahun 2007-2011 seperti pada gambar di bawah ini:

Gambar 4.1
Pergerakan ROA Perusahaan Sampel Tahun 2007-2011

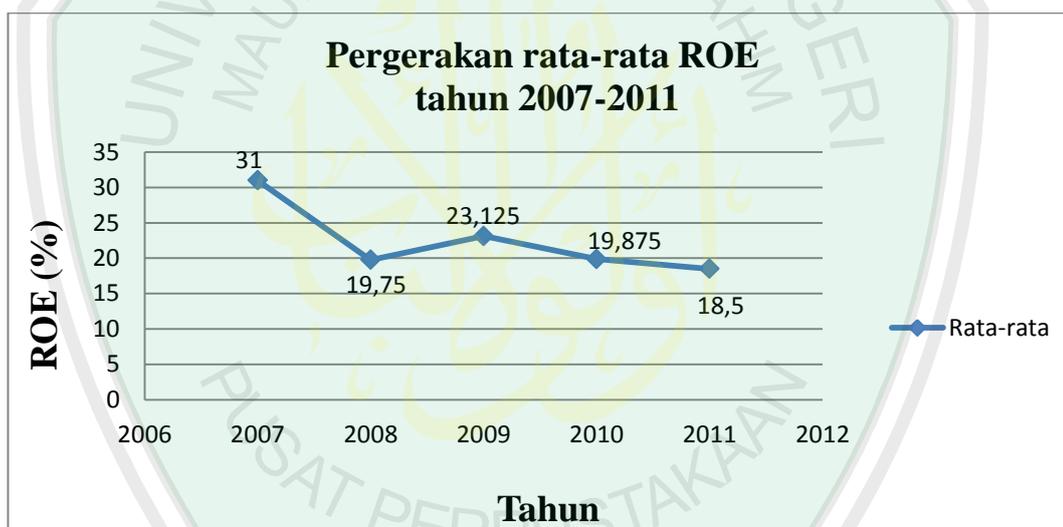


Berdasarkan gambar diatas rata-rata ROA tahun 2008 mengalami penurunan sebesar 27,2%, kemudian pada tahun 2009 meningkat sebesar 10,98%. Tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 20,79%. Pada tahun 2011 meningkat sebesar 6,25% dari tahun 2010.

4.1.3.2. Return on Equity (ROE)

Berdasarkan lampiran 3, dapat diketahui bahwa rata-rata ROE perusahaan sampel yang masuk dalam pemeringkatan CGPI pada tahun 2007-2011 sebesar 22,45%. Rata-rata ROE tertinggi dimiliki oleh BUMI sebesar 36,40 %. Sedangkan ELSA memiliki nilai rata-rata ROE terendah yaitu sebesar 8,20 %. Adapun pergerakan rata-rata ROE perusahaan sampel tahun 2007-2011 seperti pada gambar 4.2 di bawah ini:

Gambar 4.2
Pergerakan ROE Perusahaan Sampel Tahun 2007-2011



Berdasarkan gambar diatas rata-rata ROE tahun 2008 mengalami penurunan sebesar 36,29 %, kemudian pada tahun 2009 meningkat sebesar 17,08 %. Tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 14,05 %. Pada tahun 2011 menurun lagi sebesar 6,91 % dari tahun 2010 sebesar 19,875 % menjadi 18,50% di tahun 2011.

4.1.3.3. *Debt to Asset (DTA)*

Rata-rata *Debt to Asset (DTA)* perusahaan sampel yang masuk dalam pemeringkatan CGPI periode 2007-2011 sebesar 51,90 % hal ini seperti yang terlihat dalam lampiran 4, rata-rata DTA tertinggi diperoleh oleh perusahaan ADHI dengan nilai DTA sebesar 85,60% sedangkan rata-rata terendahnya dimiliki oleh ANTM dengan nilai rata-rata 23,2 %. Adapun pergerakan rata *Debt to Asset (DTA)* tahun 2007-2011 sebagai berikut:

Gambar 4.3
Pergerakan DTA Perusahaan Sampel Tahun 2007-2011



Berdasarkan gambar grafik di atas dapat diketahui bahwa peningkatan rata-rata *Debt to Asset (DTA)* sebesar 0,95% terjadi pada tahun 2008, sedangkan pada tahun 2009 menurun sebesar 2,84% dari rata-rata *Debt to Asset* sebesar 52,75% menjadi 51,25%. Tahun 2010 rata-rata *Debt to Asset (DTA)* kembali menurun sebesar 2,43% akan tetapi tahun 2011 meningkat sebesar 4,45%.

4.1.3.4. Debt to Equity Ratio (DER)

Berdasarkan lampiran 5, dapat diketahui bahwa rata-rata DER perusahaan sampel yang masuk dalam pemeringkatan CGPI pada tahun 2007-2011 sebesar 92,50%. Rata-rata DER tertinggi dimiliki oleh ADHI sebesar 127,20 %. Sedangkan ANTM memiliki nilai rata-rata DER terendah yaitu sebesar 30,8%. Adapun pergerakan rata-rata DER perusahaan sampel tahun 2007-2011 seperti pada gambar 4.4 di bawah ini:

Gambar 4.4
Pergerakan DER Perusahaan Sampel Tahun 2007-2011



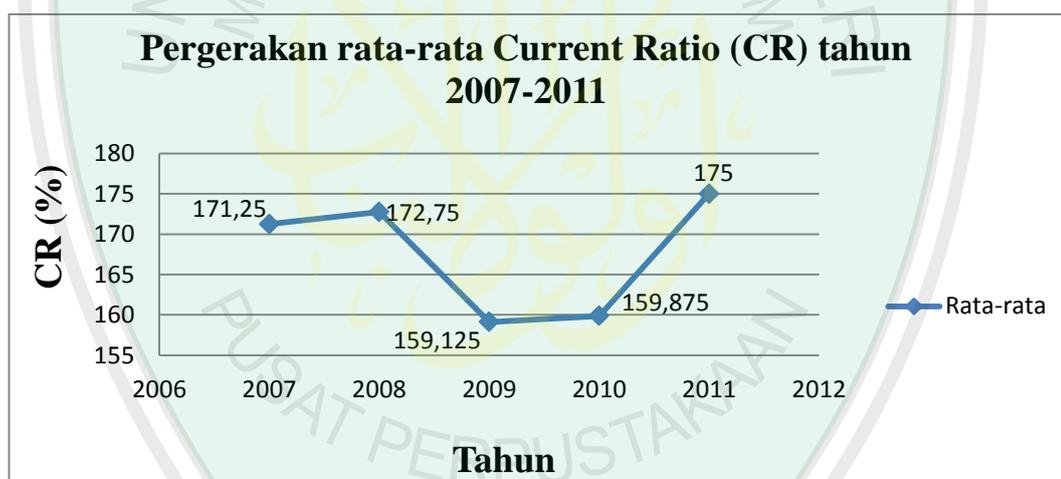
Berdasarkan gambar 4.4 diketahui bahwa tahun 2008 rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) mengalami penurunan sebesar 12,77% dari nilai rata-rata 111,625% menjadi 97,375%. Sedangkan rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) tahun 2009 mengalami penurunan sebesar 7,70% dan tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 20,17%. Berbeda dengan tahun 2011 yang mengalami peningkatan sebesar 28,04%, jadi dapat disimpulkan bahwa rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan CGPI yang menjadi sampel penelitian mengalami

penurunan selama tiga tahun berturut-turut mulai tahun 2008-2010 dan kembali meningkat pada tahun 2011.

4.1.3.5. *Current Ratio* (CR)

Berdasarkan lampiran 6, dapat diketahui bahwa rata-rata CR perusahaan sampel tahun 2007-2011 sebesar 167,6 %. Rata-rata CR tertinggi dimiliki oleh ANTM sebesar 299,2 %. Sedangkan TLKM memiliki nilai rata-rata CR terendah yaitu sebesar 75,4%. Adapun pergerakan rata-rata CR perusahaan sampel tahun 2007-2011 seperti pada gambar 4.5 di bawah

Gambar 4.5
Pergerakan *Current Ratio* Perusahaan Sampel Tahun 2007-2011

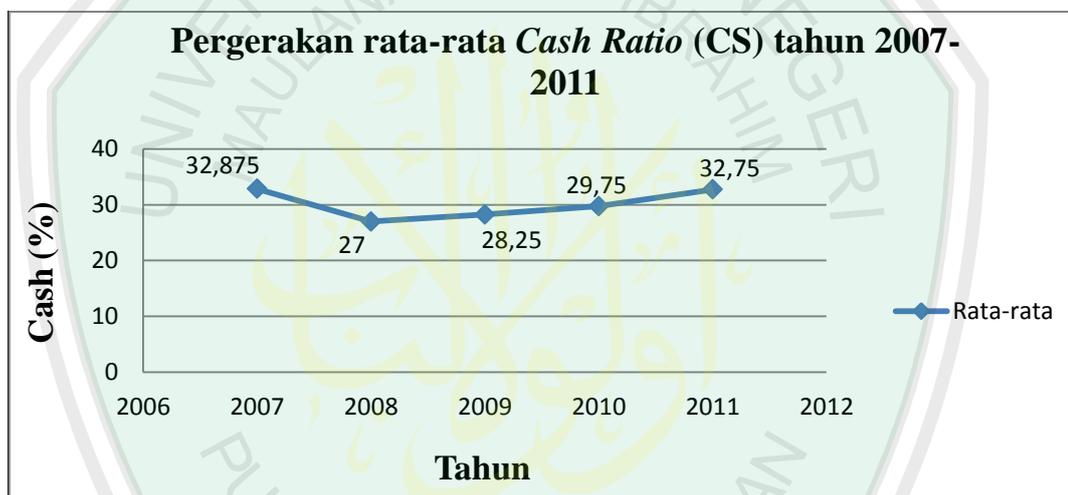


Berdasarkan grafik di atas dapat dijelaskan bahwa rata-rata *Current Ratio* (CR) tahun 2008 mengalami kenaikan sebesar 0,87 % akan tetapi peningkatan sebesar 0,87 % tidak sebanding dengan penurunan yang terjadi di tahun 2009 sebesar 7,88 % dari rata-rata *Current Ratio* 172,75% menjadi 159,125%. Tahun 2010 meningkat sebesar 0,47% dan tahun 2011 mengalami peningkatan sebesar 9,46 %.

4.1.3.6. *Cash Ratio (CS)*

Berdasarkan lampiran 7, dapat diketahui bahwa rata-rata *Cash Ratio (CS)* perusahaan sampel tahun 2007-2011 sebesar 30,125 %. Rata-rata CS tertinggi dimiliki oleh ELSA sebesar 44,4 %. Sedangkan PTBA memiliki nilai rata-rata CS terendah yaitu sebesar 3,2 %. Adapun pergerakan rata-rata CS perusahaan sampel tahun 2007-2011 seperti pada gambar 4.6 di bawah ini:

Gambar 4.6
Pergerakan *Cash Ratio* Perusahaan Sampel Tahun 2007-2011



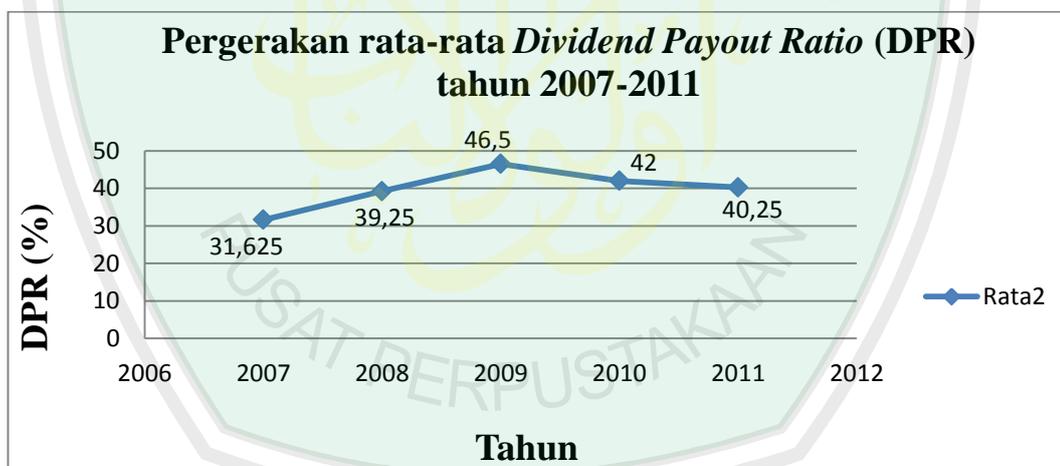
Gambar 4.6 di atas menunjukkan bahwa rata-rata *Cash Ratio (CS)* tahun 2008 mengalami penurunan sebesar 17,87%, sedangkan tahun 2009 mengalami kenaikan sebesar 4,62% dari rata-rata semula 27% di tahun 2008 menjadi 28,25% di tahun 2009. Kenaikan sebesar 5,31% terjadi pada tahun 2010 dan rata-rata *Cash Ratio* tahun 2011 menjadi 32,75 % yang artinya pada tahun 2011 mengalami kenaikan sebesar 10,08 % dari tahun sebelumnya.

4.1.3.7. *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Rata-rata *Dividend Payout Ratio (DPR)* perusahaan sampel tahun 2007-2011 sebesar 39,925 % hal ini sesuai dengan lampiran 8, sedangkan rata-rata

tertinggi *Dividend Payout Ratio* (DPR) didapat oleh perusahaan TLKM dengan nilai rata-rata sebesar 55,8 % , sementara itu rata-rata terendahnya dimiliki oleh BUMI dengan nilai rata-rata 22%, yang artinya perusahaan BUMI ini memberikan dividen kepada para investornya paling sedikit dibanding dengan perusahaan lain yang masuk dalam sampel penelitian, berkebalikan dengan TLKM yang memiliki rata-rata pembayaran dividen paling tinggi diantara perusahaan lainnya yang menjadi sampel penelitian. Adapun pergerakan rata-rata *Dividen Payout Ratio* (DPR) perusahaan sampel yang masuk dalam pemerinkatan CGPI tahun 2007-2011 adalah sebagai berikut:

Gambar 4.7
Pergerakan *Dividen* Perusahaan Sampel Tahun 2007-2011



Berdasarkan gambar 4.7 dapat terlihat bahwa kenaikan rata-rata pembayaran dividen terjadi selama dua tahun berturut-turut dengan prosentase kenaikan sebesar 24,11 % tahun 2008 dan 18,47 % pada tahun 2009, sedangkan tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 9,67 % dari tahun 2009 dengan rata-rata *Dividen Payout Ratio* (DPR) sebesar 46,50 % menjadi 42 % di tahun 2010.

Tahun 2011 rata-rata pembayaran dividen kembali menurun dari tahun sebelumnya, yaitu mengalami penurunan sebesar 4,17 %.

4.1.3.8. *Good Corporate Governance (GCG)*

Berdasarkan lampiran 9 dapat diketahui bahwa rata-rata perolehan skor CGPI tahun 2007-2011 sebesar 82,174 % dimana rata-rata tertingginya diraih oleh TLKM dengan rata-rata skor sebesar 87,42 % sedangkan nilai rata-rata terendahnya dimiliki oleh BUMI sebesar 71,706 %. Adapun pergerakan rata-rata skor CGPI perusahaan sampel tahun 2007-2011 adalah sebagai berikut:

Gambar 4.8
Pergerakan skor CGPI Perusahaan Sampel Tahun 2007-2011



Berdasarkan gambar 4.8 diketahui tahun 2008 rata-rata skor CGPI mengalami peningkatan sebesar 3,66 % dari tahun sebelumnya. Tahun 2009 mengalami peningkatan sebesar 0,51 % dari tahun 2008 sebesar 82,621 menjadi 83,044 di tahun 2009. Rata-rata skor CGPI mengalami penurunan selama dua tahun terakhir, yaitu tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 0,23 % sedangkan tahun 2011 mengalami penurunan sebesar 0,23 % dari tahun sebelumnya.

4.1.3. Hasil Analisis Data

4.1.3.1 Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Uji normalitas pada penelitian ini dilakukan dengan model uji *Kolmogorov-Smirnov* (KS). Adapun hasil uji normalitas dalam penelitian ini, seperti pada tabel 4.1 di bawah ini:

Tabel 4.1
Hasil Uji normalitas dengan *Kolmogorov-Smirnov* (KS)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ROA	ROE	DTA	DER	CR	Cash	DPR	GCG
N		40	40	40	40	40	40	40	40
Normal Parameters ^a	Mean	.1205	.2383	.5190	.9250	1.6760	.3012	.3993	82.1740
	Std. Deviation	.09503	.14180	.20354	.41109	.91606	.29307	.15083	4.89019
Most Extreme Differences	Absolute	.144	.132	.157	.153	.161	.209	.098	.205
	Positive	.144	.132	.157	.120	.161	.209	.098	.078
	Negative	-.122	-.069	-.116	-.153	-.107	-.169	-.077	-.205
Kolmogorov-Smirnov Z		.909	.836	.994	.969	1.020	1.321	.620	1.296
Asymp. Sig. (2-tailed)		.381	.487	.276	.305	.249	.061	.837	.070

a. Test distribution is Normal

(Sumber: lampiran 11)

Sampel hasil pada tabel 4.1. tersebut nampak bahwa variabel ROA, ROE, *Debt to Asset* (DTA), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Cash Ratio*, *Current Ratio* (CR), *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Good Corporate Governance* (GCG) berdistribusi normal, dapat ditunjukkan dari masing-masing signifikansi masing-masing variabel, yaitu ROA sebesar $0.381 > 0.05$ (di atas α), ROE $0.487 > 0.05$ (di atas α), DTA sebesar $0.276 > 0.05$ (di atas α), DER $0.305 > 0.05$ (di atas α), CR

0.249 > 0.05 (di atas α), Cash Ratio dengan nilai signifikansi 0.061 > 0.05 (di atas α), DPR 0.837 > 0.05 (di atas α) dan GCG sebesar 0.070 > 0.05 (di atas α). Hal ini menunjukkan hasil uji K-S pada tiap variabel tersebut memiliki nilai signifikansi di atas 0,05 (α), artinya bahwa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksi DPR perusahaan yang listing di BEI dan termasuk dalam pemeringkatan CGPI pada periode 2007-2011.

b. Uji *Multikolinearitas*

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala *multikolinearitas* antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Sampel hasil yang ditunjukkan dalam output SPSS maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.2. sebagai berikut:

Tabel 4.2.
Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-1.148	.560		-2.051	.049		
	ROA	-.684	.562	-.431	-1.217	.232	.115	8.663
	ROE	.706	.338	.663	2.088	.045	.143	6.974
	DTA	-.070	.200	-.094	-.349	.729	.198	5.055
	DER	-.115	.080	-.315	-1.439	.160	.303	3.302
	CR	-.009	.030	-.054	-.298	.768	.443	2.258
	Cash	.206	.077	.400	2.662	.012	.642	1.557
	GCG	.019	.006	.615	3.363	.002	.433	2.308

a. Dependent Variable: DPR

(Sumber: lampiran 11)

Dari hasil uji multikolinieritas dalam tabel 4.2 di atas, terlihat nilai VIF ROA sebesar 8.663, ROE 6.974, DTA sebesar 5.055, DER 3.302, CR 2.258, *Cash Ratio* 1.557 dan GCG dengan nilai VIF sebesar 2.308. Dari hasil uji multikolinieritas tersebut dapat terlihat nilai VIF dari masing-masing variabel disekitar angka 1 dan tidak melebihi 10 sehingga dapat dikatakan bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak mengalami *multikolinieritas*.

c. Uji Autokorelasi

Penelitian ini menggunakan uji *autokorelasi Durbin-Waston Test*. Adapun hasil pengujian autokorelasi dapat dilihat dalam Tabel 4.3 *model summary* sebagai berikut:

Tabel 4.3
Uji Autokorelasi

Model Summary^d

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.733 ^a	.537	.436	.11332	1.635

a. Predictors: (Constant), GCG, CR, Cash, ROE, DER, DTA, ROA

b. Dependent Variable: DPR

(Sumber: lampiran 11)

Dari Tabel 4.3 di atas terlihat nilai D-W sebesar 1,635. Berpegang pada pedoman pengambilan kesimpulan uji autokorelasi, yaitu apabila nilai D-W antara -2 sampai dengan +2 maka dapat disimpulkan bahwa variabel yang digunakan dalam analisis ini tidak terjadi autokorelasi.

d. Uji Heteroskedastisitas

Uji *heteroskedastisitas* dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji korelasi *Rank Spearman* yaitu mengkorelasikan antara *absolute residual* hasil

regresi dengan semua variable bebas. Adapun hasil uji *heteroskedastisitas* pada penelitian ini seperti pada tabel 4.4. dibawah ini :

Tabel 4.4
Uji Heterokedastisitas
Correlations

			Abs_Res
Spearman's rho	ROA	Correlation Coefficient	.097
		Sig. (2-tailed)	.553
		N	40
	ROE	Correlation Coefficient	.054
		Sig. (2-tailed)	.741
		N	40
	DTA	Correlation Coefficient	-.125
		Sig. (2-tailed)	.441
		N	40
	DER	Correlation Coefficient	.103
Sig. (2-tailed)		.526	
N		40	
CR	Correlation Coefficient	.067	
	Sig. (2-tailed)	.682	
	N	40	
Cash	Correlation Coefficient	.255	
	Sig. (2-tailed)	.112	
	N	40	
GCG	Correlation Coefficient	.032	
	Sig. (2-tailed)	.845	
	N	40	
Abs_Res	Correlation Coefficient	1.000	
	Sig. (2-tailed)	.	
	N	40	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

(Sumber: lampiran 11)

Dari Tabel 4.4. di atas dapat terlihat bahwa variabel yang diuji tidak mengandung *heteroskedastisitas* atau *homoskedastisitas* ini dapat ditunjukkan dari

nilai signifikansi masing-masing variabel yaitu ROA sebesar $0,553 > 0,050$ (di atas α), ROE $0,741 > 0,050$ (di atas α), DTA sebesar $0,441 > 0,050$ (di atas α), DER $0,526$ (di atas α), Cash $0,112$ (di atas α), CR sebesar $0,862$ (di atas α) dan GCG sebesar $0,845$ (di atas α). Sehingga dapat disimpulkan variabel dalam penelitian ini terlepas dari gangguan *heterokedastisitas* yang artinya tidak ada korelasi antara besarnya data dengan residual sehingga bila data diperbesar tidak menyebabkan *residual* (kesalahan) semakin besar pula.

4.1.4. Hasil Analisis Statistik

Analisis statistik dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *profitabilitas*, *leverage* dan *likuiditas* terhadap kebijakan dividen serta untuk mengetahui pengaruh tidak langsungnya melalui variabel intervening yaitu *Good Corporate Governance* (GCG). Analisis statistik dalam penelitian ini menggunakan bantuan *Software SPSS 16.0 for windows*. Adapun hasil dari analisis statistik ini menggunakan analisis jalur (*path analyst*) yang terbagi menjadi dua (2) tahap, sebagai berikut:

4.1.4.1 Analisis Tahap I

Hasil analisis tahap I dapat dilihat dalam tabel 4.5:

Tabel 4.5.
Hasil Analisis Regresi Tahap I
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	96.790	3.876		24.973	.000
	ROA	14.152	17.180	.275	.824	.416
	ROE	-18.816	9.909	-.546	-1.899	.066
	DTA	-21.428	4.939	-.892	-4.338	.000
	DER	3.363	2.407	.283	1.397	.172
	CR	-1.861	.860	-.349	-2.164	.038
	Cash	-2.349	2.351	-.141	-.999	.325

a. Dependent Variable: GCG

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.753 ^a	.567	.488	3.49942

a. Predictors: (Constant), Cash, DTA, ROE, CR, DER, ROA

(Sumber: lampiran 11)

Berdasarkan analisis regresi tahap I tersebut dapat menghasilkan model persamaan regresi sebagai berikut:

$$Z = 96,790 + 14,152 X_1 - 18,816 X_2 - 21,428 X_3 + 3,363 X_4 - 1,861 X_5 - 2,349 X_6$$

Keterangan :

Z : *Good Corporate Governance (GCG)*

X₁ : *Return on Assets (ROA)*

X_2 : *Return on Equity* (ROE)

X_3 : *Debt to Assets Ratio* (DTA)

X_4 : *Debt to Equity Ratio* (DER)

X_5 : *Current Ratio* (CR)

X_6 : *Cash Ratio* (Cash)

Model persamaan regresi tahap I ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

$\beta_0 = 96,790$, konstanta atau nilai parameter β_0 ini mempunyai arti bahwa pada saat nilai ROA, ROE, DTA, DER, CR dan *Cash Ratio* bernilai nol atau konstan, maka nilai GCG sebesar 96,790.

$\beta_1 = 14,152$, nilai parameter β_1 tidak dapat diinterpretasikan karena nilai signifikansi ROA (X_1) sebesar $0,416 > 0,05$ (di atas α), artinya ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap GCG. Dengan kata lain perubahan nilai ROA tidak berpengaruh pada perubahan nilai GCG.

$\beta_2 = -18,816$, nilai parameter β_2 memiliki nilai signifikansi sebesar $0,066 > 0,05$ (di atas α) yang berarti bahwa variabel ROE (X_2) tidak signifikan sehingga tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai GCG.

$\beta_3 = -21,428$, nilai parameter β_3 diperoleh nilai signifikan sebesar $0,000 < 0,05$ (di bawah α) yang berarti bahwa variabel *Debt to Asset* (X_3) memiliki pengaruh terhadap perubahan nilai GCG. Nilai koefisien regresi DTA sebesar -21,428, artinya pada saat DTA mengalami peningkatan sebesar 1% dan variabel lain dianggap konstan, maka nilai GCG turun sebesar 21,428 %.

$\beta_4 = 3,363$, nilai parameter β_4 memiliki nilai signifikansi sebesar $0,172 > 0,05$ (di atas α) sehingga tidak dapat diinterpretasikan yang berarti nilai dari

variabel DER (X_4) ini tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai GCG.

$\beta_5 = -1,861$, nilai parameter β_5 diperoleh nilai signifikan sebesar $0,038 < 0,05$ (di bawah α) yang berarti bahwa variabel *Curent Ratio* (X_5) memiliki pengaruh terhadap perubahan nilai GCG. Nilai koefisien regresi CR sebesar -1,861, nilai negatif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa antara variabel CR dan GCG memiliki pengaruh yang negatif (berkebalikan) yang artinya bahwa pada saat CR mengalami peningkatan sebesar 1% dan variabel lain dianggap konstan sebaliknya nilai GCG turun sebesar 1,861%.

$\beta_6 = 2,349$, nilai parameter β_6 menghasilkan nilai signifikansi sebesar $0,325 > 0,05$ (di atas α) artinya variabel *Cash Ratio* (X_5) tidak signifikan dan tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai GCG.

4.1.4.2 Analisis Tahap II

Berikut hasil analisis statistik tahap II, dapat dilihat pada Tabel 4.6 di bawah ini:

Tabel 4.6
Uji Regresi Tahap II
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.148	.560		-2.051	.049
	ROA	-.684	.562	-.431	-1.217	.232
	ROE	.706	.338	.663	2.088	.045
	DTA	-.070	.200	-.094	-.349	.729
	DER	-.115	.080	-.315	-1.439	.160
	CR	-.009	.030	-.054	-.298	.768
	Cash	.206	.077	.400	2.662	.012
	GCG	.019	.006	.615	3.363	.002

a. Dependent Variable: DPR

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.733 ^a	.537	.436	.11332

a. Predictors: (Constant), GCG, CR, Cash, ROE, DER, DTA, ROA

(Sumber: lampiran 11)

Berdasarkan analisis regresi tahap I tersebut dapat menghasilkan model persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = - 1,148 - 0,684X_1 + 0,706X_2 - 0,070X_3 - 0,115X_4 - 0,009X_5 + 0,206X_6 + 0,019Z$$

Keterangan :

Y : *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Z : *Good Corporate Governance* (GCG)

X_1 : *Return on Assets* (ROA)

X_2 : *Return on Equity* (ROE)

X_3 : *Debt to Assets Ratio* (DTA)

X_4 : *Debt to Equity Ratio* (DER)

X_5 : *Current Ratio* (CR)

X_6 : *Cash Ratio* (Cash)

Model persamaan regresi tahap II ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

$\beta_0 = -1,148$, konstanta atau nilai parameter β_0 ini mempunyai arti bahwa pada saat nilai ROA, ROE, DTA, DER, CR, Cash Ratio dan GCG bernilai nol atau konstan, maka nilai DPR sebesar -1,148.

$\beta_1 = -0,684$, nilai parameter β_1 memiliki nilai signifikansi sebesar $0,232 > 0,05$ (diatas α) artinya variabel ROA (X_1) tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap perubahan nilai DPR.

$\beta_2 = 0,706$, nilai parameter β_2 memiliki nilai signifikansi sebesar $0,45 < 0,05$ (dibawah α), dapat diinterpretasikan bahwa ROE (X_2) berpengaruh terhadap nilai DPR. Nilai koefisien regresi ROE sebesar 0,706 menunjukkan bahwa pada saat variabel ROE mengalami peningkatan sebesar 1% dan variabel lain dianggap konstan maka DPR meningkat sebesar 0,706%.

$\beta_3 = 0,070$, nilai parameter β_3 tidak dapat diinterpretasikan karena menghasilkan nilai signifikansi $0,729 > 0,05$ (diatas α), hal ini menunjukkan bahwa variabel

DTA (X_3) dalam penelitian tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai DPR.

$\beta_4 = 0,115$, nilai parameter β_4 tidak dapat diinterpretasikan karena menghasilkan nilai signifikansi $0,160 > 0,05$ (diatas α), hal ini menunjukkan bahwa variabel DER (X_4) dalam penelitian tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai DPR.

$\beta_5 = 0,009$, nilai parameter β_4 tidak dapat diinterpretasikan karena menghasilkan nilai signifikansi $0,768 > 0,05$ (diatas α), hal ini menunjukkan bahwa variabel CR (X_5) dalam penelitian tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai DPR.

$\beta_6 = 0,206$, nilai parameter β_6 memiliki nilai signifikansi sebesar $0,012 < 0,05$ (dibawah α), dapat diinterpretasikan bahwa *Cash Ratio* (X_6) berpengaruh terhadap nilai DPR. Nilai koefisien regresi *Cash Ratio* sebesar 0,206 menunjukkan bahwa pada saat variabel *Cash Ratio* mengalami peningkatan sebesar 1% dan variabel lain dianggap konstan maka DPR meningkat sebesar 0,206 %.

$\beta_7 = 0,019$, nilai parameter β_7 memiliki nilai signifikansi sebesar $0,002 < 0,05$ (dibawah α), dapat diinterpretasikan bahwa GCG (X_7) berpengaruh terhadap nilai DPR. Nilai koefisien regresi GCG sebesar 0,002 menunjukkan bahwa pada saat nilai variabel GCG mengalami peningkatan sebesar 1% dan variabel lain dianggap konstan maka DPR meningkat sebesar 0,019 %.

Berdasarkan keterangan di atas, secara ringkas hasil analisis statistik tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.7 di bawah ini:

Tabel 4.7
Ringkasan Hasil Analisis Statistik

Hubungan antar Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung	Pengaruh Total	Nilai Signifikansi	Keterangan
X1 - Z	-	-	-	0.416 > 0.05	Ho diterima
X2 - Z	-	-	-	0.066 > 0.05	Ho diterima
X3 - Z	-0.892	-	-0.892	0.000 < 0.05	Ho ditolak
X4 - Z	-	-	-	0.172 > 0.05	Ho diterima
X5 - Z	-0.349	-	0.349	0.038 < 0.05	Ho ditolak
X6 - Z	-	-	-	0.325 > 0.05	Ho diterima
Z - Y	0.615	-	0.615	0.002 < 0.05	Ho ditolak
X1 - Y	-	-	-	0.232 > 0.05	Ho diterima
X2 - Y	0.663	-	0.663	0.045 < 0.05	Ho ditolak
X3 - Y	-	-0.549	-0.549	0.729 > 0.05	Ho diterima
X4 - Y	-	-	-	0.160 > 0.05	Ho diterima
X5 - Y	-	-0.214	-0.214	0.768 > 0.05	Ho diterima
X6 - Y	0.400	-	0.400	0.012 < 0.05	Ho ditolak

(Sumber: lampiran 11)

4.1.5. Pengaruh Langsung antara *Profitabilitas*, *Leverage* dan *Likuiditas* terhadap *Good Corporate Governance* (GCG)

4.1.5.1. Pengaruh Langsung *Profitabilitas* terhadap *Good Corporate Governance* (GCG)

Berdasarkan hasil perhitungan signifikansi - t seperti pada yang telah ditunjukkan pada tabel 4.5 dapat diketahui bahwa *profitabilitas* yang diproksi dengan ROA menghasilkan nilai signifikan sebesar $0,416 > 0,05$ nilai tersebut mempunyai arti bahwa variabel ROA tidak dapat memberikan pengaruh terhadap GCG atau dengan kata lain Ho diterima.

Sama halnya dengan variabel *profitabilitas* yang diproksi dengan ROE tidak dapat memberikan pengaruh signifikan terhadap besar kecilnya perubahan nilai GCG, hal ini terlihat dari nilai signifikan yang diperoleh yaitu sebesar 0,066 > 0,05 sehingga dapat dinyatakan bahwa H_0 diterima.

4.1.5.2. Pengaruh Langsung *Leverage* terhadap *Good Corporate Governance* (GCG)

Berdasarkan hasil uji regresi tahap I *leverage* yang diproksi dengan DTA diperoleh nilai signifikan sebesar $0,000 < 0,05$ yang artinya DTA berpengaruh terhadap GCG atau dengan kata lain H_0 ditolak, adapun nilai *standardized coefficients* regresinya sebesar -0,892, angka negatif pada *standardized coefficients* menunjukkan bahwa DTA memiliki pengaruh yang tidak searah dengan DPR, dengan kata lain, perubahan nilai GCG tidak mengikuti kenaikan nilai DTA. Jika nilai variabel DTA mengalami kenaikan maka variabel GCG akan mengalami penurunan nilainya.

Lain halnya dengan *leverage* yang diproksi dengan DER, dimana berdasarkan uji regresi tahap I menunjukkan hasil bahwa DER tidak memiliki pengaruh terhadap GCG karena nilai signifikan yang diatas α , yaitu sebesar 0,172 > 0,05 atau dengan kata lain H_0 diterima.

4.1.5.3. Pengaruh Langsung *Likuiditas* terhadap *Good Corporate Governance* (GCG)

Berdasarkan tabel 4.5 dapat diketahui bahwa *likuiditas* yang diproksi dengan *current ratio* menghasilkan nilai signifikan sebesar $0,038 < 0,05$, yang berarti bahwa H_0 ditolak atau dengan artian bahwa variabel *current ratio* sebagai

proksi dari *likuiditas* dapat memberikan pengaruh terhadap GCG. Nilai *standardized coefficients* regresinya sebesar -0,349 , angka negatif pada *standardized coefficients* menunjukkan bahwa *current ratio* pada penelitian ini memiliki pengaruh yang berkebalikan dengan perubahan nilai GCG, dengan kata lain, perubahan nilai GCG tidak mengikuti kenaikan nilai *current ratio*. Apabila *current ratio* meningkat, maka GCG justru mengalami penurunan. Sedangkan nilai signifikan *likuiditas* yang diproksi dengan *cash ratio* menghasilkan nilai signifikansi sebesar -0,325 yang berarti bahwa H_0 diterima, atau dengan kata lain variabel *cash ratio* pada penelitian tidak memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai GCG.

4.1.6. Pengaruh Langsung antara *Profitabilitas, Leverage dan Likuiditas* terhadap Kebijakan Dividen

4.1.6.1. Pengaruh Langsung *Profitabilitas* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai signifikansi *profitabilitas* yang diproksi dengan ROA sebesar $0,232 > 0,05$, hal ini mempunyai arti bahwa ROA tidak dapat memberikan pengaruh yang signifikan terhadap besar kecilnya nilai DPR atau dengan kata lain H_0 diterima, sedangkan ROE yang juga sebagai proksi dari *profitabilitas* dapat memberikan pengaruh terhadap perubahan nilai DPR hal ini ditunjukkan dari nilai signifikansi ROE sebesar $0,045 < 0,05$ jadi dapat dikatakan bahwa H_0 ditolak. *Standardized coefficients* regresinya sebesar 0,663 angka yang positif pada *standardized coefficients* menunjukkan bahwa ROE memiliki pengaruh yang searah dengan DPR, dengan kata lain, jika nilai ROE mengalami kenaikan, maka nilai DPR juga akan meningkat.

4.1.6.2. Pengaruh Langsung *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Dari hasil perhitungan analisis regresi tahap II variabel *leverage* dalam penelitian baik yang diproksi dengan DTA maupun DER keduanya menghasilkan nilai signifikan diatas α masing- masing sebesar 0,729 dan 0,160 oleh karena itu dapat dinyatakan bahwa hipotesis dalam penelitian tidak terbukti atau dengan kata lain H_0 diterima, yang artinya nilai DTA dan DER dalam penelitian ini tidak dapat memberikan pengaruh signifikan terhadap perubahan nilai DPR.

4.1.6.3. Pengaruh Langsung *Likuiditas* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan perhitungan regresi tahap II diperoleh nilai signifikan sebesar 0,768 untuk *Current Ratio* (CR) sebagai proksi dari *likuiditas*, nilai signifikansi yang lebih dari 0,05 (diatas α) memiliki arti bahwa variabel *curren ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan DPR yang berarti bahwa H_0 diterima. Sedangkan *likuiditas* yang diproksi dengan *cash ratio* dapat memberikan pengaruh signifikan terhadap besar kecilnya nilai DPR, hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0,12 (dibawah α) dengan demikian H_0 ditolak. *Standardized coefficients* regresi *cash ratio* sebesar 0,400, angka yang positif pada *standardized coefficients* menunjukkan bahwa *cash ratio* memiliki pengaruh yang searah dengan DPR, dengan kata lain, jika nilai *cash ratio* mengalami kenaikan, maka nilai DPR juga akan meningkat.

4.1.7. Pengaruh Langsung *Good Corporate Governance* (GCG) terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan tabel 4.6. dapat terlihat nilai signifikan sebesar $0,002 < 0,05$ (dibawah nilai α) yang berarti bahwa H_0 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel GCG berpengaruh terhadap DPR sebagai proksi dari kebijakan

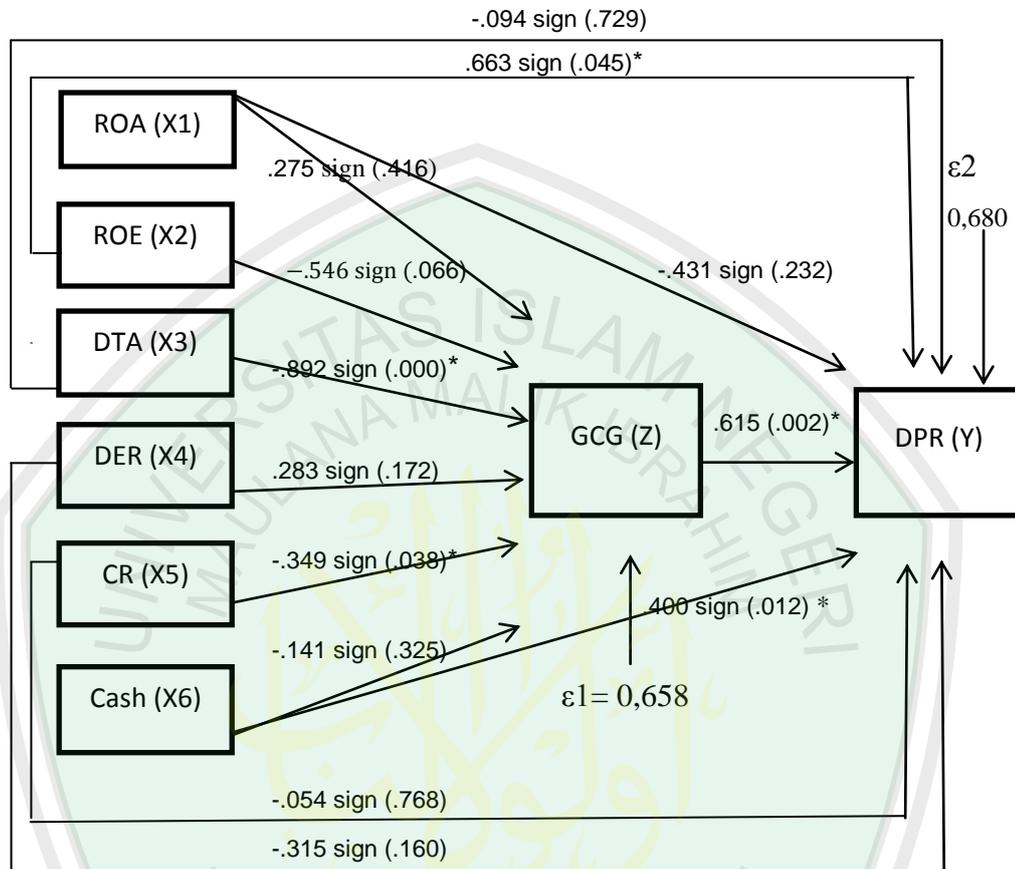
dividen. Untuk mengetahui adanya pengaruh *error* pada model di atas, dapat dilihat dengan menghitung nilai ρ_{ϵ_i} , sebagai berikut:

$\rho_{\epsilon_1} = 0,658$, besarnya pengaruh *error* pada analisis tahap I ini dapat dilihat dari besarnya nilai R Square, yaitu sebesar 0,567, perhitungan koefisien residu pada analisis tahap I, yaitu $\rho_{\epsilon_1} = \sqrt{1 - 0,567} = 0,658$ angka tersebut menunjukkan besarnya pengaruh *error* pada model tersebut. Dengan kata lain, besarnya pengaruh variabel bebas pada model sebesar 34,2% terhadap variabel terikat, sedangkan 65,8 % dipengaruhi oleh variabel lain selain variabel bebas dalam penelitian ini.

$\rho_{\epsilon_2} = 0,680$, besarnya pengaruh *error* pada analisis tahap II ini dapat dilihat dari besarnya nilai R Square, yaitu sebesar 0, 537 , perhitungan koefisien residu pada analisis tahap II, yaitu $\rho_{\epsilon_2} = \sqrt{1 - 0,537} = 0,680$ angka tersebut menunjukkan besarnya pengaruh *error* pada model tersebut. Dengan kata lain, besarnya pengaruh variabel bebas pada model sebesar 32% terhadap variabel terikat, sedangkan 68% dipengaruhi oleh variabel lain selain variabel bebas dalam penelitian ini.

Dari penjelasan di atas dapat dibuat bagan hasil analisis jalur, sebagai berikut:

Gambar 4.9.
Hasil Analisis Jalur Variabel X1-X6 terhadap Y melalui Z



4.1.8. Koefisien Determinan Total

Berdasarkan analisis jalur di atas maka langkah selanjutnya adalah menguji kebagusan model secara total (*goodness fit*), hal ini digunakan untuk mengetahui keragaman data yang dapat dijelaskan oleh data tersebut. Pengujian koefisien determinan secara total adalah sebagai berikut:

$$R_m^2 = 1 - (\rho_{e1}^2 \times \rho_{e2}^2)$$

$$R_m^2 = 1 - (0,658^2 \times 0,680^2)$$

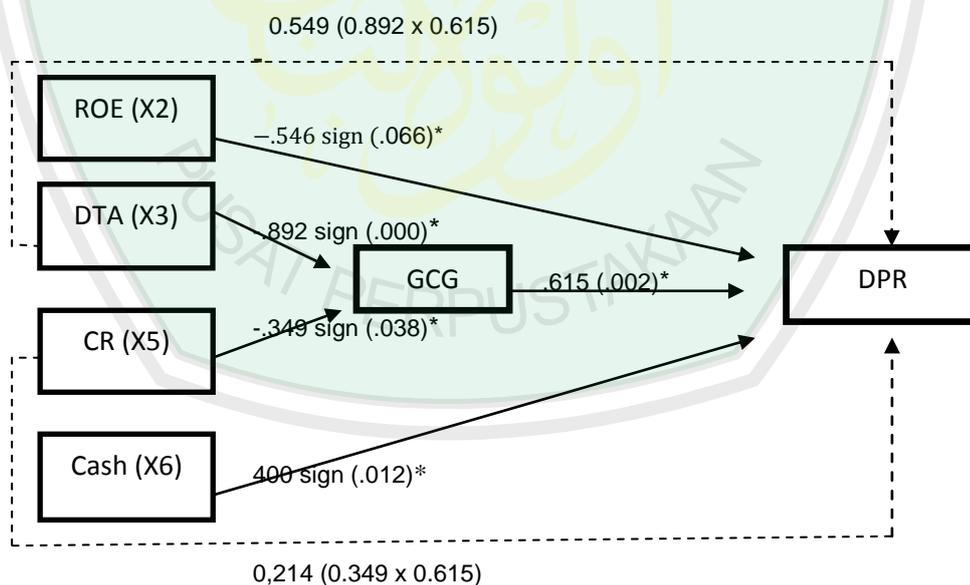
$$R_m^2 = 0,80 \text{ atau } 80\%$$

Artinya, keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model tersebut adalah sebesar 80% atau dengan kata lain informasi yang terkandung dalam data sebesar 80% dapat dijelaskan oleh model tersebut. Sedangkan yang 20% dijelaskan oleh variabel lain (yang belum terdapat di dalam model).

4.1.9. Analisis Jalur Model Trimming

Berdasarkan hasil analisis jalur di atas dapat diketahui bahwa penelitian ini masih ada variabel yang tidak signifikan, maka dari itu perlu adanya perbaikan model dengan menggunakan teori trimming yaitu dengan mengeluarkan variabel yang tidak signifikan dan melakukan memperbaiki model yang ada baik untuk uji keagenan konsep yang sudah ada ataupun uji pengembangan konsep baru.

Gambar 4.10
Hasil Analisis Jalur Model Trimming



Berdasarkan hasil analisis jalur diketahui bahwa *Debt to Asset* (DTA) dan *Current Ratio* tidak berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen tetapi berpengaruh secara tidak langsung melalui *Good Corporate Governance* (GCG)

dengan demikian dapat dikatakan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan variabel perantara dalam hubungan secara tidak langsung antara variabel *Debt to Asset* (DTA) dan *Current Ratio* terhadap kebijakan dividen.

4.2. Pembahasan Data Hasil Penelitian

4.2.1. Pengaruh langsung *Profitabilitas*, *Leverage* dan *Likuiditas* terhadap *Good Corporate Governance* (GCG)

4.2.1.1. Pengaruh langsung *profitabilitas* terhadap *Good Corporate Governance* (GCG)

Hasil dari analisis uji statistik tahap I dapat terlihat bahwa variabel ROA sebagai proksi dari *profitabilitas* tidak memiliki pengaruh terhadap penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) pada perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan CGPI periode 2007-2011, hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi sebesar $0,416 > 0,05$. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hormati (2009) dan Sulistyowati (2010) yang menyatakan bahwa *profitabilitas* yang diproksi dengan ROA tidak dapat memberikan pengaruh terhadap GCG. Pembahasan mengenai pengaruh *profitabilitas* yang diproksi dengan ROE terhadap GCG bisa dilihat dari hasil signifikansi sebesar 0,066 dan nilai *standardized coefficients beta* sebesar $-0,546$ yang berarti ada hubungan negatif antara nilai ROE terhadap perubahan nilai GCG, namun pengaruhnya tidak nyata (tidak signifikan), hal ini sejalan dengan hasil penelitian Kusumawati (2006) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memperoleh pendapatan yang lambat atau *profitabilitas* yang sedikit maka cenderung akan mengumumkan lebih banyak tentang pelaksanaan GCG guna

melepaskan tekanan dari pasar, demikian juga hasil yang sama diungkapkan Sumarta (2011) dan Pramono (2011).

Pentingnya GCG dalam suatu perusahaan menjadi suatu keharusan bagi setiap perusahaan untuk melaksanakan GCG sebaik-baiknya, akan tetapi dari aspek yuridis belum optimalnya pelaksanaan GCG pada perseroan ataupun perusahaan swasta lainnya disebabkan sistem GCG yang dalam hukum Indonesia diantaranya UU No.19 Tahun 2003 dan UU No. 40 Tahun 2007 bersifat *soft law* (lunak). Tidak ada sanksi pidana yang dijatuhkan pada perusahaan yang tidak melaksanakan GCG (Cahyaningrum, 2009: 465). Perusahaan yang memiliki laba yang tinggi belum tentu akan lebih baik dalam kualitas penerapan GCG nya hal ini disebabkan karena lemahnya hukum di Indonesia mengenai sistem GCG seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, sehingga *profitabilitas* yang tinggi maupun rendah tidak berpengaruh terhadap implementasi GCG pada perusahaan di Indonesia.

Selain teori yang mendukung bahwa tidak adanya pengaruh antara *profitabilitas* dengan GCG diduga karena adanya kevariasian data penelitian baik dari variabel ROA, ROE dan GCG, variasi data ini dapat terlihat pada tahun 2007 ANTM memiliki ROA sebesar 43% tetapi diikuti nilai GCG rendah yaitu sebesar 82,07 sedangkan pada tahun 2008 TLKM memiliki nilai GCG yang cukup tinggi yaitu sebesar 88,67 akan tetapi diikuti oleh ROA yang rendah yaitu sebesar 9%. Pada tahun 2009 ANTM memiliki ROA yang rendah yaitu sebesar 6% tetapi diikuti dengan nilai GCG yang tinggi yaitu sebesar 85,91. Variasi data juga ditunjukkan pada tahun 2010 yaitu perusahaan PTBA memiliki nilai ROA yang

lebih rendah dari tahun sebelumnya yaitu 23% akan tetapi diikuti oleh nilai GCG yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya yaitu sebesar 84,11. Tahun 2011 ELSA dengan nilai ROA yang sangat rendah yaitu 1% tetapi diikuti dengan nilai GCG cukup tinggi yaitu 82,77. Sedangkan adanya variasi data penelitian variabel ROE dan GCG ditunjukkan pada tahun 2007 BUMI memiliki ROE yang tinggi yaitu sebesar 70% akan tetapi diikuti oleh nilai GCG yang rendah yaitu sebesar 70,23, kemudian ditahun 2008 ANTM memiliki ROE sebesar 17% tetapi diikuti GCG yang tinggi yaitu sebesar 85,87. Pada tahun 2010 BUMI memiliki ROE yang paling tinggi diantara perusahaan sampel lainnya dengan nilai ROE sebesar 30% akan tetapi nilai GCG nya paling rendah jika dibandingkan dengan perusahaan sampel lainnya yaitu, sebesar 69,33. Tahun 2011, ELSA dengan nilai ROE yang rendah yaitu sebesar 2% akan tetapi diikuti dengan nilai GCG yang cukup tinggi yaitu sebesar 82,77.

Berdasarkan pemaparan di atas dan dari hasil penelitian yang telah ada sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa *profitabilitas* baik yang diproksi dengan ROA maupun ROE tidak berpengaruh terhadap *Good Corporate Governance* (GCG) pada perusahaan CGPI yang menjadi sampel penelitian pada tahun 2007-2011.

4.2.1.2. Pengaruh langsung *leverage* terhadap *Good Corporate Governance* (GCG)

Berdasarkan hasil analisis penelitian, menunjukkan bahwa variabel *leverage* yang diproksi dengan *Debt to Asset* (DTA) berpengaruh signifikan negatif terhadap *Good Corporate Governance* (GCG) hal ini terbukti dari signifikansi

sebesar 0,000 kurang dari 0,050 dan nilai koefisien regresi yang menunjukkan angka negatif, artinya apabila terjadi perubahan nilai *Debt to Asset* (DTA) maka akan berpengaruh juga terhadap perubahan nilai *Good Corporate Governance* (GCG), yang mana perubahannya berbanding terbalik artinya, jika nilai *Debt to Asset* (DTA) perusahaan tinggi maka implementasi GCG akan semakin rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hormati (2009) dan didukung dengan *teori a substitution story*, yaitu bahwa perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi dalam struktur modalnya akan cenderung menjadi subjek untuk dikenai pengawasan oleh kreditor yang lebih ketat yang biasanya dinyatakan dalam kontrak hutang yang dibuat, sehingga perusahaan kurang memperhatikan kualitas penerapan GCG dikarenakan sudah adanya pengawasan secara eksternal dan berdampak rendah terhadap implementasi GCG di perusahaan (Black, 2003) dalam (Darmawati, 2006: 8).

Perusahaan cenderung bergantung pada modal dari pihak eksternal untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Perusahaan perlu meyakinkan pihak penyandang dana eksternal bahwa investasi mereka digunakan secara tepat dan efisien. Manajemen juga memastikan bahwa manajemen bertindak terbaik untuk kepentingan perusahaan. Kepastian seperti itu diberikan oleh sistem tata kelola perusahaan (*corporate governance*). Sistem *corporate governance* yang baik memberikan perlindungan efektif kepada pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi (Nuswandari, 2009: 48). Hasil penelitian ini bertentangan dengan

Darmawati (2006) yang menyatakan bahwa *leverage* yang diproksi dengan *Debt to Asset* (DTA) tidak memberikan pengaruh terhadap kualitas penerapan GCG.

Sedangkan hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* yang diproksi dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *Good Corporate Governance* (GCG), hal ini dibuktikan dengan nilai signifikan sebesar 0,172 (di atas α). Jensen dan Meckling, 1976 dalam (Pramono, 2011: 35) mengungkapkan bahwa tingkat *leverage* dalam suatu perusahaan selalu menimbulkan biaya pengawasan (*monitoring costs*), maka perusahaan berusaha mengurangi biaya tersebut dengan mengungkapkan informasi yang lebih luas untuk memenuhi kebutuhan kreditur dan meningkatkan penerapan *corporate governancenya*, untuk itu tingkat *leverage* dalam perusahaan baik tinggi maupun rendah tidak berpengaruh terhadap kualitas penerapan GCG karena perusahaan tetap berusaha menerapkan GCG dengan baik dengan alasan mengurangi biaya pengawasan.

Berkaitan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa sumber pendanaan bagi perusahaan terdiri dari pendanaan internal dan eksternal, jika sumber dana internal yang digunakan maka dana tersebut digunakan dari *free cash flow* perusahaan yang bersangkutan oleh karena itu penggunaan dana eksternal terhadap modal perusahaan tidak dibutuhkan lagi sehingga tidak dibutuhkan penerapan kualitas praktik *corporate governance* (Hormati, 2009: 295). Selain itu, penyebab tidak adanya pengaruh antara *Debt to Equity Ratio* (DER) dengan GCG diduga karena adanya variasi data penelitian seperti yang tampak pada tahun 2007 ANTM memiliki nilai DER yang rendah yaitu sebesar 38%, akan tetapi diikuti nilai dari GCG yang tinggi yaitu sebesar 82,07, sedangkan BUMI tahun 2008 memiliki DER yang cukup tinggi tetapi diikuti

dengan nilai GCG yang rendah yaitu sebesar 73,82. Tahun 2009 ANTM memiliki DER yang rendah yaitu sebesar 21% tetapi diikuti nilai GCG yang tinggi yaitu sebesar 85,91, BUMI dengan DER yang tinggi yaitu sebesar 143% tetapi diikuti dengan GCG yang rendah yaitu sebesar 70,83.

Berdasarkan penjelasan di atas maka dapat disimpulkan bahwa *leverage* yang diproksi dengan *Debt to Asset* (DTA) berpengaruh signifikan negatif terhadap GCG, sedangkan leverage yang diproksi dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap GCG pada perusahaan CGPI tahun 2007-2011 yang masuk dalam sampel penelitian.

4.2.1.3. Pengaruh langsung *likuiditas* terhadap *Good Corporate Governance* (GCG)

Berdasarkan analisis statistik dapat terlihat bahwa variabel *likuiditas* yang diproksi dengan *current ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap implementasi GCG, nilai *coefisien regresi* menunjukkan angka negatif yang berarti apabila *current ratio* memiliki nilai yang rendah maka kualitas GCG perlu ditingkatkan, hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kusumawati (2006) yang menyatakan bahwa *likuiditas* perusahaan yang rendah akan mendorong perusahaan untuk mengungkapkan kualitas *corporate governance* dan mendorong perusahaan untuk memperbaiki kualitas implementasi *corporate governancenya* sehingga akan mengurangi biaya modal serta akan mendukung peningkatan *likuiditas* perusahaan.

Likuiditas yang diproksi dengan *cash ratio* berdasarkan hasil analisis statistik dapat diketahui bahwa tidak adanya pengaruh antara besarnya *cash ratio*

dengan penerapan GCG pada perusahaan CGPI tahun 2007-2011, hasil penelitian ini sesuai dengan fakta dalam penelitian ini yang menunjukkan adanya variasi data dalam penelitian yang diduga juga menjadi penyebab adanya ketidaksignifikanan kedua variabel tersebut, seperti yang terlihat pada tahun 2007 JSMR memiliki *cash ratio* yang tinggi yaitu sebesar 99% tetapi diikuti dengan nilai GCGnya yang rendah yaitu, sebesar 79,39. Tahun 2008 PTBA memiliki nilai *cash ratio* yang sangat rendah yaitu sebesar 2%, akan tetapi diikuti oleh nilai dari GCG yang cukup tinggi yaitu, sebesar 82,27 sedangkan pada tahun 2009 ANTM dengan *cash ratio* sebesar 4% diikuti oleh nilai GCG yang cukup tinggi yaitu sebesar 85,91, tahun 2010 perusahaan ANTM mengalami hal sama seperti tahun sebelumnya yaitu *cash ratio* yang rendah tetapi diikuti oleh nilai GCG yang tinggi yaitu sebesar 85,99 dan di tahun 2011 JSMR memiliki *cash ratio* yang tinggi yaitu sebesar 88% akan tetapi nilai GCGnya hanya sebesar 83,41.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa *likuiditas* yang diproksi dengan variabel *current ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap *Good Corporate Governance* (GCG), sedangkan *cash ratio* sebagai proksi dari *likuiditas* disimpulkan tidak berpengaruh terhadap GCG pada perusahaan sampel CGPI tahun 2007-2011.

4.2.2. Pengaruh Langsung *Profitabilitas*, *Leverage* dan *Likuiditas* terhadap Kebijakan Dividen

4.2.2.1. Pengaruh langsung *profitabilitas* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil uji statistik dapat diketahui bahwa variabel *profitabilitas* yang diproksi dengan ROA tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang

diproksi dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR), hasil penelitian ini sejalan dengan Sulistyowati (2010), Deitiana (2009) dan Prihantoro (2003). Hasil penelitian ini juga didukung oleh teori rasio pembayaran konstan, yang menyatakan bahwa hanya beberapa perusahaan yang melaksanakan kebijakan membayar dividen berdasarkan persentase tertentu dari laba, karena laba berfluktuasi menjalankan kebijakan ini akan berarti jumlah dividen dalam dollar akan berfluktuasi yang mana dalam kebijakan ini tidak akan memaksimumkan nilai saham perusahaan, karena pasar tidak dapat mengandalkan kebijakan ini untuk memberi informasi mengenai prospek perusahaan pada saat mendatang sehingga dividen yang dibagikan tidak bergantung pada laba yang diperoleh dari ekspansi usahanya (Weston dan Copeland, 1997: 105).

Menurut Alli et al, 1993 dalam (Prihantoro, 2003: 9) membedakan variabel yang mempengaruhi pembayaran dividen salah satunya adalah prediksi penerimaan, jika keuntungan yang diperoleh perusahaan berfluktuasi, maka dividen tidak dapat bergantung hanya dari keuntungan tersebut, sehingga diperlukan trend keuntungan yang stabil untuk menentukan porsi dividen yang direncanakan. Nilai ROA yang berfluktuasi diduga disebabkan karena perusahaan sampel dalam penelitian didominasi oleh perusahaan pertambangan yang mana memiliki karakteristik yang sangat rentan terhadap perubahan kurs yang diakibatkan dari kondisi perekonomian negara, bermula pada tahun 2007 kondisi ekonomi global yang melemah baik di Eropa, Amerika Serikat dan bahkan mulai merambah China membuat harga nikel sangat rendah sehingga dapat berpengaruh pada kinerja perusahaan di Indonesia. Di Indonesia, imbas krisis mulai terasa

terutama menjelang akhir 2008. Hal itu tercermin pada perlambatan ekonomi secara signifikan terutama karena anjloknya kinerja ekspor. Di sisi eksternal, neraca pembayaran Indonesia mengalami peningkatan defisit dan nilai tukar rupiah mengalami pelemahan signifikan (Kartika, 2010), sehingga pendapatan yang dihasilkan dipengaruhi adanya perubahan nilai kurs dan mengakibatkan *Return on Asset* (ROA) yang dihasilkan berfluktuasi.

Seperti yang ditunjukkan dalam penelitian bahwa TLKM tahun 2008 yang mempunyai nilai ROA rendah yaitu sebesar 9% akan tetapi diikuti oleh tingginya rasio pembayaran dividen yaitu, sebesar 75%, sedangkan PTBA tahun 2009 memiliki nilai ROA yang tinggi dibanding perusahaan sampel lainnya yaitu sebesar 34% tetapi tidak diikuti tingginya nilai *Dividen Payout Rationya* yang hanya 45%. Tahun 2010 JSMR memiliki ROA yang rendah yaitu sebesar 7% akan tetapi diikuti dengan tingginya rasio pembayaran dividen yaitu sebesar 60%, dan pada tahun 2011 TLKM memiliki nilai ROA sebesar 11% yang diikuti rasio pembayaran dividen yang tinggi yaitu sebesar 55%.

Sedangkan ROE sebagai proksi dari *profitabilitas* dapat memberikan pengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen, nilai coefisien regresi menunjukkan angka positif artinya apabila ROE perusahaan tinggi maka kemampuan perusahaan dalam membayar dividen juga semakin tinggi. Penelitian ini konsisten dengan Kusumawati (2006), Sudarsono (2010) dan Latiefasari (2011). *Return on Equity* (ROE) merupakan tingkat laba yang menekankan pada seberapa jauh laba yang dihasilkan perusahaan dari jumlah yang diinvestasikan oleh pemegang saham oleh karenanya perusahaan mementingkan pembagian

dividen kepada pemegang sahamnya, hal ini sekaligus memberikan sinyal kepada para investor. Variabel ROE yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen juga sejalan dengan *teory bird in the hand* yang digagas oleh Gordon-Lintner, yang menyatakan bahwa dividen harus dibayar setinggi-tingginya. Pendapat ini memandang bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen dari pada menahannya untuk diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menguntungkan. Selain itu, pembayaran dividen oleh perusahaan juga dapat menarik minat investor dan akan berpengaruh terhadap harga pasar saham perusahaan.

Berdasarkan pemaparan di atas dapat disimpulkan bahwa ROA sebagai proksi dari *profitabilitas* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan ROE yang sama-sama sebagai proksi dari *profitabilitas* diketahui berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan CGPI yang dijadikan sampel penelitian selama tahun 2007-2011.

4.2.2.2. Pengaruh langsung *leverage* terhadap kebijakan dividen

Hasil perhitungan uji statistik dapat diketahui bahwa *leverage* yang diproksi dengan *Debt to Asset* (DTA) maupun *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh secara langsung terhadap kebijakan dividen, hal ini terbukti dari nilai signifikannya yang lebih dari 0,05 (di atas α). Penelitian ini relevan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Puspita (2009) dan Sunarto (2003) yang menyatakan bahwa *Debt to Asset* (DTA) tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang tidak signifikan terhadap dividen payout ratio didukung oleh penelitian Puspita (2009),

Sulistyowati dkk (2010) dan Warman (2008). Hasil penelitian ini didukung oleh dengan teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, yang berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal, hal tersebut menyebabkan kebijakan dividen apapun yang diambil oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan maupun biaya modal yang disebabkan oleh penggunaan dana eksternal (hutang).

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan teori yang menyebutkan bahwa ketika perusahaan memiliki hutang untuk membiayai ekspansi atau untuk mengganti jenis pembiayaan lainnya, perusahaan tersebut dihadapkan oleh dua pilihan yaitu, perusahaan dapat membayar hutang itu pada saat jatuh tempo atau menggantikannya dengan jenis surat berharga lainnya (Weston dan Copeland, 1997: 99) sehingga tidak bergantung atas modal yang tersedia ataupun aktiva dari prosentase hutang yang dimilikinya oleh karena itu rasio *leverage* tidak bisa dijadikan pertimbangan tunggal dalam hal pembagian dividen.

Teori di atas sesuai dengan pandangan yang menyatakan bahwa struktur permodalan perusahaan yaitu membandingkan antara permodalan dari kreditur dengan pemegang saham. Struktur modal yang didominasi oleh hutang menyebabkan pihak manajemen perusahaan lebih memprioritaskan pelunasan kewajibannya dari pada pembagian dividen (Kadir, 2010: 19). Perusahaan dengan tingkat hutang yang besar belum tentu membayar dividen dalam jumlah yang kecil karena perusahaan tersebut memiliki fundamental keuangan yang kuat (*well established*), sehingga tetap membayar dividen dalam jumlah besar untuk

memberikan sinyal kepada para investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Sedangkan perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang rendah belum tentu membagikan dividen dalam jumlah besar, hal ini berkaitan dengan keputusan perusahaan menggunakan laba ditahan (*retained earning*) untuk membiayai keperluan investasi perusahaan yang berdampak terhadap penurunan pembayaran dividen (Riyanto, 2008: 268).

Penyebab tidak signifikannya variabel *Debt to Asset* (DTA) dan *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap kebijakan dividen perusahaan sampel CGPI tahun 2007-2011 diduga karena adanya data yang bervariasi, hal ini ditunjukkan pada tahun 2007 ADHI memiliki *Debt to Asset* (DTA) yang tinggi yaitu sebesar 87% tetapi diikuti rendahnya nilai *Dividen Payout Ratio* (DPR) yaitu sebesar 21%, tahun 2008 ADHI *Debt to Asset* (DTA) sebesar 88% tetapi diikuti rendahnya nilai *Dividen Payout Ratio* (DPR) yaitu sebesar 21%, Pada tahun 2010 PTBA memiliki nilai *Debt to Asset* (DTA) yang rendah yaitu sebesar 26% tetapi diikuti dengan tingginya *Dividen Payout Ratio* (DPR) sebesar 60% sedangkan tahun 2011 PTBA mengalami kenaikan nilai *Debt to Asset* (DTA) yaitu menjadi 29% akan tetapi rasio pembayaran dividennya 60% sama seperti tahun sebelumnya.

Sedangkan kevariasian data pada *Debt to Equity Ratio* (DER) terlihat pada tahun 2007 ADHI dengan prosentase *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 181% tetapi diikuti oleh rasio pembagian dividen yang rendah yaitu sebesar 21%, tahun 2008 TLKM dengan rasio pembagian dividen yang tinggi yaitu sebesar 75% dan diikuti dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang tinggi pula yaitu sebesar 141%, PTBA 2010 memiliki *Debt to Equity Ratio* (DER) yang rendah yaitu 36% tetapi

diikuti *Dividen Payout Ratio* (DPR) yang tinggi dibanding perusahaan lainnya pada tahun 2010. Tahun 2011 BUMI memiliki nilai *Dividen Payout Ratio* (DPR) yang rendah yaitu sebesar 15% tetapi *debt to equity rasionya* tinggi, sebesar 143%.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa *leverage* yang diproksi dengan *Debt to Asset Ratio* (DTA) dan *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian.

4.2.2.3. Pengaruh langsung *likuiditas* terhadap kebijakan dividen

Hasil analisis statistik dalam penelitian ini terlihat bahwa nilai signifikansi variabel *Current Ratio* (CR) di atas nilai α , artinya variabel CR sebagai proksi dari *likuiditas* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, pernyataan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Deitiana (2009) yang menyatakan bahwa CR tidak berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen, penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Warman (2008) dan Kadir (2010). Apabila perusahaan memiliki kelebihan aktiva lancar, maka perusahaan dapat membayarkan dalam bentuk dividen, akan tetapi penelitian menunjukkan hasil yang kontradiktif tersebut mengindikasikan kelebihan aktiva lancarnya untuk digunakan sebagai modal kerja (*re-investasi*), kebijakan tersebut menyebabkan kenaikan ataupun penurunan nilai aktiva lancar perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang diambil oleh manajemen, karena skala prioritas yang hanya fokus pada kebijakan pendanaan jangka pendek untuk kelangsungan kegiatan operasional perusahaan.

Tidak berpengaruhnya *Current Ratio* (CR) terhadap kebijakan dividen diduga dikarenakan adanya variasi data penelitian, seperti yang terlihat pada tahun 2007 JSMR memiliki nilai *current ratio* tertinggi dibandingkan perusahaan sampel lainnya yaitu sebesar 308%, sedangkan *Dividen Payout Ratio* (DPR) sebesar 26%, nilai yang rendah dibandingkan dengan proporsi dividen perusahaan lainnya pada tahun 2007. Begitu juga dengan TLKM tahun 2008 yang memiliki nilai DPR yang tinggi yaitu sebesar 75% tetapi tidak diimbangi dengan kenaikan *current ratio* yang hanya memiliki nilai 54%. Sedangkan ANTM tahun 2009 memiliki *current ratio* yang tinggi sebesar 331% tetapi nilai DPR nya rendah yaitu 40%. Tahun 2010 BUMI memiliki *current ratio* tinggi 189% tetapi nilai DPR nya rendah yaitu, sebesar 31%. Sedangkan ANTM tahun 2011 pembagian dividennya tetap sebesar 40% dari tahun sebelumnya tetapi memiliki nilai *current ratio* yang tinggi sebesar 388%.

Likuiditas yang diproksi dengan *cash ratio* menunjukkan hasil yang berbeda dengan *current ratio* yang sama-sama sebagai proksi dari *likuiditas*, hasil dari analisis uji statistik terlihat bahwa *cash ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen artinya semakin tingginya *cash* yang tersedia oleh perusahaan maka diikuti oleh tingginya kemampuan perusahaan dalam membayar dividennya. Perusahaan yang memiliki *cash ekuivalent* yang tinggi berarti perusahaan ini mampu untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga tidak memerlukan dana eksternal terlalu tinggi dan perusahaan tidak perlu mengeluarkan banyak dana untuk ekspansi hutangnya dengan demikian kas yang tersedia dalam perusahaan akan lebih stabil sehingga lebih mampu dalam

membagikan keuntungan berupa dividen kepada para pemegang sahamnya. Selain itu ketersediaan kas diperlukam untuk pembayaran dividen tunai, karena dividen tunai hanya dapat dibayarkan dengan kas jadi kas pada perusahaan dapat membatasi pembayaran dividen (Brigham & Houston, 2011: 232).

Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Puspita (2009), hasil penelitian menunjukkan bahwa ketersediaan uang kas menunjukkan tingkat dividen yang dibagikan, apabila jumlah kas yang diperoleh perusahaan mencukupi maka artinya perusahaan tersebut mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga perusahaan tersebut dapat melakukan pembayaran dividennya setiap periodenya (Puspita, 2009: 100-101). Hasil penelitian lain yang menyatakan bahwa variabel *cash ratio* berpengaruh terhadap kebijakan dividen juga dibuktikan oleh Adhiputra (2010) dan Megawati (2011) yang menyatakan bahwa *cash ratio* berpengaruh terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR).

Beberapa perusahaan yang menghasilkan kas dengan jumlah yang cukup besar tetapi memiliki peluang investasi yang terbatas, perusahaan seperti ini umumnya mendistribusikan sebagian besar persentase kasnya kepada pemegang saham, sehingga akan menarik klien investor yang menyukai dividen tinggi, perusahaan lain yang tidak atau menghasilkan kas dalam jumlah kecil tetapi memiliki banyak peluang investasi yang baik maka cenderung untuk tidak mendistribusikan kas akan tetapi menikmati kenaikan laba dan harga saham, sehingga menarik investor yang menyukai keuntungan modal (Brigham & Houston, 2011: 217).

Tingginya nilai *cash ratio* perusahaan membuat perusahaan lebih tinggi membayar dividen kepada pemegang sahamnya, pendapat ini dikenal dengan *teory bird in the hand* yang digagas oleh Gordon-Lintner, yang menyatakan bahwa dividen harus dibayar setinggi-tingginya. Pendapat ini memandang bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen dari pada menahannya untuk diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menguntungkan. Selain itu, pembayaran dividen oleh perusahaan juga dapat menarik minat investor dan akan berpengaruh terhadap harga pasar saham perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa *likuiditas* yang diproksi dengan *current ratio* tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen perusahaan CGPI tahun 2007-2011, akan tetapi *likuiditas* yang diproksi dengan *cash ratio* memiliki pengaruh terhadap pembagian dividen perusahaan CGPI yang menjadi sampel penelitian pada periode 2007-2011.

4.2.3. Pengaruh Tidak Langsung *Profitabilitas, Leverage* dan *Likuiditas* terhadap Kebijakan Dividen melalui *Good Corporate Governance* (GCG)

Hasil penelitian menyatakan bahwa GCG berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sampel yang masuk dalam pemeringkatan CGPI tahun 2007-2011, hal ini terbukti dari hasil signifikansi yang nilainya di bawah α . Pernyataan dalam penelitian ini sesuai dengan pendapat yang menyatakan bahwa GCG harus dianggap sebagai aset yang tidak berwujud yang akan memberikan hasil balik yang memadai dalam hal memberikan nilai tambah perusahaan dan GCG juga sebagai *way of life* atau kultur perusahaan yang dapat dimanfaatkan

dalam proses pengambilan keputusan serta pedoman perilaku manajemen. Oleh karena itu, ke depan setiap bidang atau sektor akan menerbitkan pedoman GCG yang bersifat *voluntary* dan harus memuat hal pokok tentang kewajiban pemenuhannya bersifat *mandatory* dan juga dimasukan *system* (Emirzon, 2006: 18).

Tujuan dari GCG seperti yang disebutkan dalam pedoman pelaksanaan GCG tahun 2010, bahwa salah satu tujuannya adalah mengoptimalkan nilai perusahaan bagi pemegang saham dengan tetap memperhatikan pemangku kepentingan lainnya, yang mana dalam pembagian dividen GCG juga menjadi faktor penentu hal ini sejalan dengan penelitian Jiraporn (2006), dalam penelitiannya menyebutkan bahwa perusahaan yang menerapkan kualitas *corporate governance* dengan baik maka akan menunjukkan kecenderungan kuat untuk membayar dividen dengan jumlah yang lebih besar karena perusahaan lebih kuat dalam mengendalikan karakteristik perusahaannya, penerapan *corporate governance* yang baik dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya dalam perusahaan terutama bagi investor yang menyukai adanya pembagian dividen yang tinggi (Jiraporn 2006: 23). Penelitian ini juga konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Shabibi (2011), perusahaan yang telah menerapkan *corporate governance* secara baik akan memiliki kinerja operasional yang baik dan akan diikuti oleh kinerja pasar yang tampak pada nilai saham perusahaan sehingga dapat diprediksi bahwa perusahaan yang menerapkan prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) yang lebih baik akan cenderung

mempunyai kinerja perusahaan yang lebih baik pula, juga berdampak pada kenaikan dividen perusahaan.

Sedangkan pembahasan mengenai pengaruh tidak langsung *profitabilitas*, *leverage* dan *likuiditas* terhadap kebijakan dividen dapat dilihat pada pembahasan sebelumnya. Pada analisis statistik tahap II dapat diketahui bahwa *Debt to Asset Ratio* (DTA) dan *Current Ratio* (CR) tidak berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen tetapi berpengaruh secara tidak langsung terhadap kebijakan dividen melalui *Good Corporate Governance* (GCG), dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan variabel mediasi bagi hubungan pengaruh tidak langsung *Debt to Asset Ratio* (DTA) dan *Current Ratio* (CR) terhadap kebijakan dividen. Artinya *Good Corporate Governance* (GCG) bisa memediasi pengaruh *Debt to Asset Ratio* (DTA) dan *Current Ratio* (CR) terhadap kebijakan dividen.

Debt to Asset Ratio (DTA) dan *Current Ratio* (CR) berpengaruh terhadap kebijakan dividen secara tidak langsung melalui GCG, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki kualitas penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) dengan baik maka akan lebih kuat dalam mengendalikan karakteristik perusahaannya selain itu pengelolaan sumber daya perusahaan akan lebih efisien, efektif, ekonomis dan produktif dengan selalu berorientasi pada tujuan perusahaan dan tetap memperhatikan kepentingan para pemegang saham. Sedangkan ke empat (4) variabel lainnya yaitu *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE), *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *cash ratio* tidak berpengaruh secara tidak langsung terhadap kebijakan dividen, dengan demikian dapat terlihat

bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) bukan merupakan variabel mediasi bagi hubungan pengaruh tidak langsung terhadap kebijakan dividen sehingga tidak dapat memediasi pengaruh keempat variabel tersebut dengan kebijakan dividen.

4.2.4. Pembahasan dalam Islam

Investasi dianjurkan oleh Islam, karena dengan berinvestasi berarti seorang muslim mempersiapkan diri untuk pelaksanaan perencanaan masa depan. Dalam Al-Qur'an terdapat ayat-ayat yang secara tidak langsung telah memerintahkan kaum muslimin untuk mempersiapkan hari esok secara lebih baik (Antonio, 2001: 153).

Qur'an Surah an-Nisa': 9

وَلْيَخْشَ الَّذِينَ لَوْ تَرَكَوْا مِنْ خَلْفِهِمْ ذُرِّيَّةً ضِعَفًا خَافُوا عَلَيْهِمْ
فَلْيَتَّقُوا اللَّهَ وَلْيَقُولُوا قَوْلًا سَدِيدًا ﴿٩﴾

Artinya: dan hendaklah takut kepada Allah orang-orang yang seandainya meninggalkan dibelakang mereka anak-anak yang lemah, yang mereka khawatir terhadap (kesejahteraan) mereka, oleh sebab itu hendaklah mereka bertakwa kepada Allah dan hendaklah mereka mengucapkan perkataan yang benar.

Investasi tidak diperbolehkan kedalam hal-hal yang dilarang (haram).

Orang-orang yang tidak menggunakan hartanya secara benar maka akan mendapat siksa, hal ini dijelaskan dalam H.R. Darimi 536 (Munir, 2007: 32) :

أَخْبَرَنَا أَسْوَدُ بْنُ عَامِرٍ حَدَّثَنَا أَبُو بَكْرِ عَنْ الْأَعْمَشِ عَنْ سَعِيدِ بْنِ عَبْدِ اللَّهِ بْنِ جُرَيْجٍ عَنْ أَبِي بَرْزَةَ الْأَسْلَمِيِّ قَالَ قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ لَا تَزُولُ قَدَمَا عَبْدٍ يَوْمَ

الْقِيَامَةِ حَتَّى يُسْأَلَ عَنْ عُمْرِهِ فِيمَا أَفْتَاهُ وَعَنْ عِلْمِهِ مَا فَعَلَ بِهِ وَعَنْ مَالِهِ مِنْ أَيْنَ اكْتَسَبَهُ
وَفِيمَا أَنْفَقَهُ وَعَنْ جِسْمِهِ فِيمَا أَبْلَاهُ

Artinya: Telah mengabarkan kepada kami Aswad bin Amir telah menceritakan kepada kamu Abu Bakar dari Sa'id bin Abdullah bin Juraij dari Abu Barzah al-Aslami ia berkata: Rasulullah salallahu 'alaihi wa sallam bersabda: "Dua kaki manusia tidak bergeser (dari tempat berdirinya) di hari kiamat hingga ia ditanya tentang umurnya untuk apa dihabiskan, tentang ilmunya apa yang telah dilakukannya, tentang hartanya dari mana ia dapatkan serta untuk apa ia belanjakan, dan tentang badannya untuk apa ia pergunakan.

Dalam Islam dijelaskan bahwa dalam berinvestasi harus jelas dan tidak mengandung *gharar*, selain itu juga harus mempertimbangkan aspek lain dengan cara mencari informasi yang jelas supaya tidak terjadi kesalahan dalam pengambilan keputusan, hal ini sesuai dengan penjelasan surat Al-Hujuraat ayat 6:

يَأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِن جَاءَكُمْ فَاسِقٌ بِنَبَأٍ فَتَبَيَّنُوا أَن تُصِيبُوا قَوْمًا
بِجَهْلَةٍ فَتُصْبِحُوا عَلَىٰ مَا فَعَلْتُمْ نَادِمِينَ ﴿٦﴾

Artinya: Hai orang-orang yang beriman, jika datang kepadamu orang Fasik membawa suatu berita, Maka periksalah dengan teliti agar kamu tidak menimpakan suatu musibah kepada suatu kaum tanpa mengetahui keadaannya yang menyebabkan kamu menyesal atas perbuatanmu itu.

Hubungannya dengan investasi ialah, ketika seorang investor hendak menginvestasikan dananya maka investor harus terlebih dahulu mengetahui karakteristik dari perusahaannya yang mencakup segi financial maupun non financial termasuk penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) dalam perusahaan, sehingga investor dikemudian hari tidak mengalami kerugian atau penyesalan karena kesalahan dalam menginvestasikan dana yang dimilikinya.

4.3. Implikasi Penelitian

Berdasarkan hasil uji hipotesis, maka implikasi kebijakan yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini baik kepada investor maupun pihak manajemen perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian yang ada secara teoritis mengimplikasikan bahwa, ternyata tidak semua variabel yang secara teori mempengaruhi kebijakan dividen ketika dilakukan penelitian berpengaruh secara nyata terhadap kebijakan dividen, hal ini dimungkinkan terjadi karena adanya perbedaan objek penelitian, periode penelitian dan kondisi yang berbeda.
2. Khususnya bagi investor yang tertarik berinvestasi pada sekuritas saham sebaiknya selalu memperhatikan faktor financial dan non financial perusahaan salah satunya dengan memperhatikan *profitabilitas, leverage, likuiditas* dan *Good Corporate Governance (GCG)*, mengingat banyaknya faktor yang mempengaruhi pengembalian investasi. Investor yang mengharap return berupa dividen perlu memperhatikan *Return on Equity (ROE)* perusahaan, karena ROE berpengaruh paling besar dan signifikan terhadap *Dividen Payout Ratio (DPR)* yang ditunjukkan dengan besarnya nilai *beta standardized coefficients* sebesar 0.663, kemudian *cash ratio* dengan nilai *beta standardized coefficients* sebesar 0.400 dan *Good Corporate Governance (GCG)* dengan nilai *beta standardized coefficients* sebesar 0.615.
3. Bagi perusahaan yang ingin meningkatkan nilai perusahaan dan tetap menjaga stabilitas pembagian dividennya untuk kesejahteraan pemegang saham maka perusahaan hendaknya memperhatikan praktik kualitas *Good Corporate Governance (GCG)* pada perusahaannya, karena dengan kualitas GCG yang

baik pada suatu perusahaan maka akan lebih kuat dalam hal kebijakan dividen sehingga saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor.

4. Manajer perusahaan juga perlu memperhatikan kinerja perusahaan, karena kinerja perusahaan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan kepada investor yaitu, dengan melakukan peramalan terhadap kondisi perekonomian dan peraturan perundang-undangan serta kemampuan perusahaan dalam menanggapi perubahan dimasa yang akan datang sehingga kebijakan-kebijakan termasuk kebijakan dividen yang diterapkan perusahaan dapat menjaga kinerja keuangan perusahaan.