

**PENGARUH *LEVERAGE*, LIKUIDITAS, DIVIDEN MASA LALU TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* (GCG)
SEBAGAI VARIABEL MODERASI**



SKRIPSI

Oleh :

Nama : Fitria Afifah Muthmainnah

No. Mahasiswa : 17312219

FAKULTAS BISNIS & EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2022

**PENGARUH *LEVERAGE*, LIKUIDITAS, DIVIDEN MASA LALU TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* (GCG)
SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi salah satu syarat untuk mencapai derajat Sarjana
Sastra-1 Program Studi Akuntansi pada Fakultas Bisnis Ekonomika UII

Oleh :

Nama : Fitria Afifah Muthmainnah

No. Mahasiswa : 17312219

FAKULTAS BISNIS & EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2022

PERSYARATAN BEBAS PLAGIARISME

"Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku. "

Yogyakarta, 06 September 2022

Penulis,



(Fitria Afifah Muthmainnah)

**PENGARUH *LEVERAGE*, LIKUIDITAS, DIVIDEN MASA LALU TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* (GCG)
SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

SKRIPSI

Diajukan Oleh :

Nama : Fitria Afifah Muthmainnah

No. Mahasiswa : 17312219

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada Tanggal 06 September 2022

Dosen Pembimbing

Hadri Kusuma Prof. Dr., MBA.

BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR/SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

Pengaruh Leverage, Likuiditas, Dividen Masalalu Terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governanve (GCG) Sebagai Variabel Moderasi

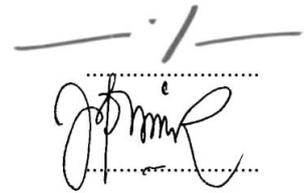
Disusun oleh : FITRIA AFIFAH MUTHMAINNAH

Nomor Mahasiswa : 17312219

Telah dipertahankan didepan Tim Penguji dan dinyatakan Lulus
pada hari, tanggal: Senin, 10 Oktober 2022

Penguji/Pembimbing Skripsi : Hadri Kusuma, Prof., MBA., Ph.D

Penguji : Johan Arifin, M.Si., Ph.D., CFra.



Mengetahui
Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika
Universitas Islam Indonesia



Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D., CFra, CertIPSAS.

الجامعة الإسلامية
الاستاذة الأندو

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum wr.wb.

Alhamdulillah hamdan thoyyiban mubaraakan fihi, mubaarokan 'alaihi, kamaa yuhibbu robbuna wa yardho. Asyhadu an laa ilaha illallah wahdahu laa syarikalahu wa asyhadu anna muhammadar rasulullah. Segala puji bagi Allah SWT atas setiap kekuatan dan kesabaran yang diberikan sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Shalawat dan taslim semoga selalu tercurah limpahkan kepada qiyadah tertinggi, pemimpin sejati, manusia termulia sepanjang abad dan zaman. Sang murabbi terhebat yang telah mengkader pemimpin-pemimpin islam untuk dunia. Semoga kita tetap termasuk umat beliau, mujahid beliau yang senantiasa istiqomah, teguh hati dan jiwa terhadap manhajnya, terhadap perjuangannya hingga akhir zaman nanti. Aamiin.

Penyusunan skripsi yang berjudul "Pengaruh *Leverage*, Likuiditas, Dividen Masa Lalu Terhadap Kebijakan Dividen dengan *Good Corporate Governance* (GCG) sebagai Variabel Moderasi" disusun guna memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan Pendidikan Program Sarjana (S1) pada program studi Akuntansi di Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia. Proses penyusunan skripsi ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak, oleh karena itu pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan terima kasih kepada:

1. Allah SWT yang selalu memudahkan segala urusan penulis selama menyelesaikan skripsi ini. Sungguh tiada kemudahan kecuali yang Allah Jadikan mudah, terima kasih atas berkah dan rahmat yang Engkau berikan kepada penulis.
2. Nabi Muhammad SAW yang telah menginspirasi penulis dan mengajarkan arti dari sebuah perjuangan yang hakiki mesti tidak secara langsung namun buah dari perjuangannya dapat dirasakan oleh penulis.
3. Bapak Yusuf Sufiyanto dan Ibu Sri Utami sebagai orang tua penulis. Terima kasih atas semua dukungan moral dan finansial serta nasihat-nasihat yang diberikan kepada penulis selama ini. Terima kasih untuk setiap lantunan doa

yang Ayah Ibu persembahkan untuk penulis. Terima kasih telah menjadi orang tua yang mengajarkan penulis untuk tetap kuat dan sabar dalam menjalani kehidupan ini. Terima kasih Ayah Ibu, dari kalianlah penulis belajar sebuah perjuangan dan pengorbanan. Semoga penulis bisa menjadi bintang yang kalian impikan dan layak untuk dibanggakan.

4. Fitri Nurhayati, Abdullah Faruqi, dan Muhammad Ridwan Hawari selaku kakak penulis terima kasih telah menemani, mewarnai hidup penulis, memberi semangat, serta memberikan dukungan secara finansial kepada penulis serta dukungan untuk berusaha, belajar, dan segera menyelesaikan tugas akhir. Semoga kita semua menjadi anak yang sholeh dan sholeha serta berbakti kepada orangtua. Aamiin.
5. Annisa Wasistiana selaku saudara sepupu penulis yang telah membantu, memberi support, dan waktunya selama penulisan tugas akhir. Terima kasih telah mau direpotkan selama ini, semoga Allah SWT senantiasa membalas semua kebaikanmu dan memberi kelancaran dalam segala urusanmu. Aamiin.
6. Bapak Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA selaku dosen pembimbing skripsi penulis. Terima kasih banyak atas semua bimbingan dan nasihatnya selama ini. Terima kasih banyak untuk setiap waktu yang Bapak luangkan serta untuk kesabaran Bapak selama membimbing penulis. Banyak sekali nilai-nilai kehidupan dan kata-kata bijak Bapak yang penulis dapatkan mulai dari kelas metodologi penelitian akuntansi hingga bimbingan skripsi ini. Terima kasih pula Bapak telah mengajarkan kedisiplinan kepada penulis. Sungguh, penulis bangga bisa menjadi mahasiswa Prof. Hadri. Semoga Allah selalu memberikan yang terbaik untuk bapak. Aamiin.
7. Prof. Fathul Wahid, S.T., M.Sc. Ph.D., selaku Rektor Universitas Islam Indonesia, beserta seluruh jajaran universitas.
8. Johan Arifin S.E., M.Si., Ph.D., selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.
9. Rifqi Muhammad, S.E., S.H., M.Sc., Ph.D., selaku Ketua Program Studi Akuntansi Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia beserta

seluruh jajaran pengajar program studi Akuntansi. Penulis ucapkan banyak terimakasih atas segala ilmu yang telah diberikan selama ini.

10. Aulia Hanifah Muthma'inah dan Hielnanda Yasmin Azzahra selaku sahabat penulis yang telah menemani masa-masa kuliah sejak semester 1 hingga akhir perjuangan. Terima kasih atas semua support, semangat dan waktunya selama masa kuliah ini maupun semoga kita selalu dapat menjadi sahabat seterusnya. Semoga kita tetap dapat menjaga tali silaturahmi dan dapat mencapai cita-cita yang diharapkan. Aamiin.
11. Olivina Mustika Aji selaku sahabat penulis yang dipertemukan pada organisasi KOPMA FBE UII. Terima kasih telah mau mendengarkan keluh kesah penulis, susah senang, dan nasihat-nasihatnya. Semoga kita tetap dapat menjaga tali silaturahmi dan dapat mencapai cita-cita yang diharapkan. Aamiin.
12. Rizky Marisa sebagai teman seperjuangan penulis selama masa penulisan tugas akhir. Terima kasih telah memberikan support dan waktunya, semoga kita dipermudah segala urusannya kedepan. Serta kita tetap dapat menjaga tali silaturahmi dan dapat mencapai cita-cita yang diharapkan Aamiin.
13. Annisa Mita Nabila, Arsyi Kania Rahma, dan Kayla Azalia selaku sahabat penulis sejak SMP,SMA hingga saat ini. Terima kasih telah menemani, membantu, dan mau direpotkan selama ini. Semoga Allah SWT senantiasa membalas semua kebaikanmu dan memberi kelancaran dalam segala urusanmu. Serta kita tetap dapat menjaga tali silaturahmi dan dapat mencapai cita-cita yang diharapkan Aamiin.
14. KOPMA FBE UII selaku organisasi serasa keluarga di Kampus tercinta. Terima kasih telah mengizinkan penulis bergabung menjadi peserta magang dan kepengurusan selama 1 Tahun periode. Penulis belajar banyak selama masa tersebut dari KOPMA, susah senang penulis alami disini dan penulis ucapkan banyak terimakasih. Semoga kita semua dapat menjaga tali silaturahmi dan dapat mencapai cita-cita yang diharapkan.
15. EC FBE UII selaku organisasi yang telah mengizinkan penulis ikut serta di dalamnya. Meskipun hanya sebentar karena pandemi namun banyak yang

dipelajari penulis selama masa kepengurusan. Semoga kita semua dapat menjaga tali silaturahmi dan dapat mencapai cita-cita yang diharapkan.

16. Semua pihak yang telah membantu penulis dalam proses penulisan skripsi ini dan tidak dapat disebutkan satu per satu.

Semoga Allah selalu melimpahkan berkah, rahmat, dan hidayah-Nya bagi Bapak, Ibu dan Saudara yang telah mendukung dan membantu penulis dalam segala hal. Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari sempurna dan masih banyak sekali kekurangannya. Tak ada gading yang tak retak, oleh karena itu kritik dan saran yang mendukung masih sangat diperlukan dalam penyempurnaan skripsi ini.

Wassalamu'alaikum wr.wb.

Penulis,

(Fitria Afifah Muthmainnah)

DAFTAR ISI

Halaman Sampul	i
Halaman Judul	ii
Halaman Bebas Plagiarisme	iii
Halaman Pengesahan	iv
Halaman Berita Acara	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Isi.....	x
Daftar Tabel.....	xiv
Daftar Gambar.....	xv
Abstrak	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian.....	5
1.4 Manfaat Penelitian.....	6
1.5 Sistematika Penulisan.....	6
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	8
2.1 Landasan Teori.....	8
2.1.1 <i>Agency Theory</i>	8
2.1.2 <i>Signaling Theory</i>	9

2.1.3	<i>Bird In Hand Theory</i>	9
2.1.4	Kebijakan Dividen	10
2.1.5	<i>Leverage</i>	10
2.1.6	Likuiditas	11
2.1.7	Dividen Masa Lalu	11
2.1.8	<i>Good Corporate Governance</i>	12
2.2	Penelitian Terdahulu	13
2.3	Hipotesis Penelitian	16
2.3.1	Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Kebijakan Dividen	16
2.3.2	Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen	17
2.3.3	Pengaruh Dividen Masa Lalu terhadap Kebijakan Dividen	18
2.3.4	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> dalam Memoderasi Hubungan Antara <i>Leverage</i> dan Kebijakan Dividen	19
2.3.5	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> dalam Memoderasi Hubungan Antara Likuiditas dan Kebijakan Dividen	20
2.3.6	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> dalam Memoderasi Hubungan Antara Dividen Masa Lalu dan Kebijakan Dividen	21
2.4	Kerangka Konsep	23
BAB III METODE PENELITIAN.....		24
3.1	Populasi dan Sampel Penelitian	24
3.2	Sumber Data dan Teknik Pengambilan Sampel	24
3.3	Definisi dan Pengukuran Variabel	24
3.3.1	Variabel Dependen	24
3.3.1.1	Kebijakan Dividen	24
3.3.2	Variabel Independen	25
3.3.2.1	<i>Leverage</i>	25
3.3.2.2	Likuiditas	25
3.3.2.3	Dividen Masa Lalu	25
3.3.3	Variabel Moderasi	26

3.3.3.1	<i>Good Corporate Governance</i>	26
3.4	Teknik Analisis Data	28
3.4.1	Analisis Statistik Deskriptif	28
3.4.2	Identifikasi Model Regresi	29
3.4.3	Identifikasi Model ARCH-GARCH	30
3.5	Hipotesis Operasional.....	33
3.5.1	Pengaruh Leverage terhadap Kebijakan Dividen	33
3.5.2	Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen	33
3.5.3	Pengaruh Dividen Masa Lalu terhadap Kebijakan Dividen	33
3.5.4	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> dalam Memoderasi Hubungan Antara Leverage dan Kebijakan Dividen.....	33
3.5.5	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> dalam Memoderasi Hubungan Antara Likuiditas dan Kebijakan Dividen	33
3.5.6	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> dalam Memoderasi Hubungan Antara Dividen Masa Lalu dan Kebijakan Dividen.....	34
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN		35
4.1	Deskripsi Objek Penelitian	35
4.2	Statistik Deskriptif.....	36
4.3	Identifikasi Model Regresi	39
4.4	Identifikasi Model ARCH-GARCH.....	42
4.4.1	Pengujian Keheterogenan Ragam Bersyarat.....	42
4.4.2	Pendugaan Parameter Model ARCH-GARCH.....	43
4.4.3	Pemilihan Model Terbaik	44
4.4.4	Diagnostik Model.....	45
4.4.5	Interpretasi Model ARCH-GARCH	45
4.5	Uji Hipotesis.....	47
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN		55

5.1 Kesimpulan.....	55
5.2 Implikasi Penelitian.....	56
5.3 Keterbatasan dan Saran	57
DAFTAR PUSTAKA.....	59
LAMPIRAN	64



DAFTAR TABEL

Tabel 4.1	Hasil Sampel.....	35
Tabel 4.2	Hasil Statistik Deskriptif.....	36
Tabel 4.3	Hasil Model Regresi OLS.....	39
Tabel 4.4	Uji Normalitas	40
Tabel 4.5	Uji Multikolinearitas.....	41
Tabel 4.6	<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test</i>	41
Tabel 4.7	<i>Glejser Heteroskedasticity Test</i>	42
Tabel 4.8	Hasil Uji ARCH LM.....	42
Tabel 4.9	Hasil Ringkasan Pendugaan Parameter ARCH-GARCH.....	43
Tabel 4.10	Hasil AIC dan BIC.....	44
Tabel 4.11	Hasil Model GARCH (1,1).....	45
Tabel 4.12	Hasil Pengujian Hipotesis.....	47

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Model Penelitian	23
Gambar 3.1 Langkah-langkah Model ARCH/GARCH.....	32
Gambar 4.1 Hasil <i>Normality Test</i>	44



ABSTRACT

The purposes of this research are to analyze the effect of leverage, liquidity, past dividends on dividend policy with good corporate governance (GCG) as a moderating variable. The population in this study are food and beverage sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2016–2021. The sampling technique used is a purposive sampling method which produces a sample of 14 companies. The type of data collected is secondary data from food and beverage sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The data analysis method used descriptive statistical analysis and the ARCH/GARCH model. The results of this study indicate that the variables of leverage, liquidity and past dividends have a significant positive effect on dividend policy. The variable of good corporate governance (GCG) moderates the relationship between leverage and liquidity on dividend policy with a negative direction, but has a positive direction on the relationship between past dividends and dividend policy.

Keywords: leverage, liquidity, past dividends, good corporate governance.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh leverage, likuiditas, dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen dengan good corporate governance (GCG) sebagai variabel moderasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016–2021. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah metode purposive sampling yang menghasilkan sampel sebanyak 14 perusahaan. Jenis data yang dikumpulkan adalah data sekunder dari perusahaan sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Metode analisis data menggunakan analisis statistik deskriptif dan model ARCH/GARCH. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel leverage, likuiditas dan dividen masa lalu berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel good corporate governance (GCG) memoderasi hubungan leverage dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dengan arah hubungan negatif, namun memiliki arah positif terhadap hubungan antara dividen masa lalu dan kebijakan dividen.

Kata kunci: leverage, likuiditas, dividen masa lalu, good corporate governance.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pademi COVID-19 menyerang hampir seluruh penjuru dunia menyebabkan perubahan aktivitas sehari-hari dalam kehidupan bermasyarakat. Perubahan tersebut menyebabkan melambatnya pergerakan perekonomian global. Salah satunya disebabkan oleh sempitnya pergerakan untuk kegiatan ekspor impor antar negara. Di Indonesia lambatnya kegiatan ekspor Indonesia ke China berdampak signifikan sebesar minus 0,09% terhadap pertumbuhan ekonomian Indonesia (Aditia et al., 2020).

Pada berita resmi yang diterbitkan Badan Pusat Statistik (BPS) pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2020 tercatat mencapai minus 2,07%, dengan penurunan Produk Domestik Bruto (PDB) terendah mencapai minus 75,03% pada jumlah kunjungan wisatawan mancanegara (*Badan Pusat Statistik, 2021*). Seiring dengan penurunan pertumbuhan perekonomian, perusahaan di beberapa sektor mengalami kesulitan beroperasi yang menyebabkan penurunan pendapatan yang cukup signifikan. Penurunan tersebut membuat beberapa perusahaan memilih merumahkan atau memberhentikan pekerja mereka (PHK) guna mengurangi pengeluaran yang besar. Oleh karena itu, angka pengangguran pada tahun 2020 meningkat sebanyak 2,67 juta orang, seiring dengan peningkatan tersebut jumlah penduduk miskin turut mengalami peningkatan sebesar 2,76 juta jika dibandingkan dengan posisi September 2019 (Fauzia & Sukmana, 2021).

Ditengah berbagai kesulitan dan krisis yang melanda saat ini, Bursa Efek Indonesia (BEI) menyatakan aktivitas perdagangan BEI mengalami peningkatan sebesar 32% (PT Bursa Efek Indonesia, 2020). Seiring dengan kenaikan aktivitas perdagangan di tengah Pandemi COVID-19 regulator pasar modal mampu beradaptasi secara dinamis dan terus berupaya menjawab kebutuhan pasar. Tercatat jumlah investor sepanjang tahun 2020 meningkat sebesar 56% atau mencapai 3,87 juta *Single Investor Identification* (SID) yang terdiri atas investor saham, obligasi, maupun reksadana sampai dengan 29 Desember 2020. Berdasarkan data Kustodian Sentral Efek Indonesia

(KSEI) jumlah investor didominasi oleh milenial atau investor dengan usia di bawah 30 tahun (Nurhaliza, 2021).

Meningkatnya minat akan berinvestasi yang didominasi oleh milenial menyebabkan perlunya pengetahuan yang berkaitan dengan investasi untuk mengurangi risiko kegagalan dalam berinvestasi. Menurut Lubis (2016) tujuan investasi yaitu untuk meningkatkan pendapatan saat ini untuk kehidupan masa depan yang lebih baik, serta menghindari risiko penurunan nilai kekayaan akibat inflasi, dengan kata lain mengharapkan keuntungan dari *return* atau tingkat pengembalian investasi. Bentuk tingkat pengembalian dalam investasi di saham terbagi menjadi dua yaitu dividen dan *capital gain*. Dalam *bird in hand theory* yang dikembangkan oleh Myron Gordon dan John Lintner menyatakan bahwa para investor lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain*. Investor lebih memilih dividen dikarenakan kecilnya resiko dan keuntungan yang lebih mudah diprediksi. Pembagian dividen juga digunakan oleh investor sebagai tanda akan kesehatan keuangan suatu perusahaan.

Keputusan besaran jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham dilakukan melalui kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah perusahaan akan menjadikan seluruh laba pada periode tertentu sebagai laba ditahan, untuk pembiayaan investasi di masa mendatang atau membagi sebagian laba kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Sartono, 2010). Terdapat berbagai faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Penelitian mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen telah dilakukan sebelumnya. Beberapa peneliti yang telah melakukan penelitian ini yaitu Azhariyah et al. (2018); Ingrit et al. (2018); Puspaningsih & Pratiwi (2017); Jabbouri (2016); Ali et al. (2018); John & Muthusamy (2010); Lopolusi (2013); Gusni (2017); Sampurna & Widyarti (2015); Ginting (2018); Krisardiyansah & Amanah (2020); Roy (2015); Sumiadji (2011); Arilaha (2009); Gunawan & Tobing (2018); Sari & Sudjarni (2015); Wijayanto & Putri (2018); Baker et al. (2002); Lintner (1956); Pourheydari (2009); Baker & Powell (2012); Jabbouri (2016); Pradana & Sanjaya (2017); Gusni (2017). Penelitian-penelitian tersebut menunjukkan bahwa leverage, likuiditas, dividen masa lalu, profitabilitas, struktur

kepemilikan, *free cash flow*, ukuran perusahaan, nilai perusahaan, pertumbuhan, dan kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan dividen.

Hasil dari beberapa penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat variabel yang tidak konsisten yaitu leverage (Ginting, 2018; Krisardiyansah & Amanah, 2020; Roy, 2015; Sumiadji, 2011; Arilaha, 2009; Puspaningsih & Pratiwi, 2017; Jabbouri, 2016; Ali et al., 2018; John & Muthusamy, 2010; Lopolusi, 2013; Sampurna & Widyarti, 2015; Gusni, 2017; Sari & Sudjarni, 2015; Azhariyah et al., 2018; Ingrit et al., 2018), likuiditas (Gunawan & Tobing, 2018; Krisardiyansah & Amanah, 2020; Roy, 2015; Ingrit et al., 2018; Sumiadji, 2011; Sari & Sudjarni, 2015; John & Muthusamy, 2010; Azhariyah et al., 2018; Lopolusi, 2013; Puspaningsih & Pratiwi, 2017; Wijayanto & Putri, 2018; Arilaha, 2009; Ginting 2018), dividen masa lalu (Jabbouri, 2016; Baker et al., 2002; Lintner, 1956; Pourheydari, 2009; Baker & Powell, 2012).

Setiap variabel memiliki kelemahan di dalamnya yang mempengaruhi kebijakan dividen. Seperti variabel leverage ketika suatu perusahaan memiliki *debt to equity ratio* (DER) yang besar maka semakin kecil perusahaan memprioritaskan pembagian dividen atau kebijakan dividen (Puspaningsih & Pratiwi, 2017). Besarnya utang yang harus dibayarkan mengharuskan perusahaan menyediakan dana dalam jumlah yang sama. Mengakibatkan perusahaan memilih untuk mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Kelemahan variabel likuiditas ditunjukkan dari besaran nilainya. Jika suatu perusahaan memiliki nilai likuiditas yang tinggi, maka hal tersebut menunjukkan ketidakefektifan perusahaan dalam menggunakan modal kerja (Puspaningsih & Pratiwi, 2017). Hal tersebut dapat disebabkan oleh proporsi dari aktiva lancar yang tidak menguntungkan, sehingga berdampak pada pembayaran dividen kepada investor semakin kecil. Variabel dividen masalah juga nyatanya tidak mempengaruhi terjaminnya pembagian maupun jumlah dividen yang akan dibagikan di masa depan pada kasus negara berkembang (Jabbouri, 2016). Penyebabnya karena negara berkembang memiliki kebijakan dividen yang mudah berubah dan tidak kaku. Tidak hanya itu perusahaan pada pasar tersebut beranggapan bahwa stabilitas dividen tidak sama pentingnya dengan variabel lainnya.

Oleh sebab itu, dalam menentukan kebijakan dividen terdapat perbedaan kepentingan antara manajerial perusahaan bertindak sebagai “*agent*” dan para pemegang saham sebagai “*principal*” yang menyebabkan masalah keagenan. *Agency theory* adalah hubungan kontrak antara seseorang atau lebih (*principal*) meminta pihak lain (*agent*) untuk melakukan pekerjaan sesuai dengan kepentingan *principal*, dengan mendelegasikan beberapa wewenang untuk pengambilan keputusan (Jensen & Meckling, 1976). Manajerial mengutamakan penahanan laba agar dapat meningkatkan nilai kinerja mereka, sedangkan pemegang saham menginginkan adanya pembagian dividen. Penelitian Duygun et al. (2018) menemukan bahwa dengan adanya konflik kepentingan di antara keduanya, dimana manajerial lebih unggul mengakibatkan jumlah dividen yang dibayarkan lebih kecil.

Seiring dengan perkembangan *agency theory*, muncul berbagai pemikiran mengenai *corporate governance* yang bertumpu pada *agency theory*. Dalam pemikirannya pengelolaan *corporate governance* dilakukan dengan penuh kepatuhan kepada berbagai peraturan dan ketentuan yang berlaku. *Good Corporate Governance* (GCG) adalah suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan suatu perusahaan agar dapat menciptakan nilai bagi seluruh pemangku kepentingannya (Monks & Minow, 2003). Dua hal yang ditekankan dari konsep GCG yang pertama yaitu pentingnya hak pemegang saham untuk mendapatkan informasi yang sesuai dengan keadaan dan tepat waktu. Kedua, kewajiban perusahaan untuk mengungkapkan secara akurat, tepat waktu dan transparan pada semua informasi yang berkaitan dengan kinerja perusahaan, kepemilikan dan pemangku kepentingan.

Penerapan GCG yang kuat nyatanya dapat meminimalisir dampak buruk dari krisis ekonomi sehingga perusahaan tidak mengalami kerugian yang besar. Peni & Vähämaa, (2012) menyatakan bahwa perusahaan dengan penerapan GCG yang kuat, terbukti dapat memoderasi pengaruh buruk selama krisis keuangan tahun 2008 di *United States* terhadap kinerja keuangan bank. Penyebab krisis ekonomi yang muncul di kawasan Asia dan Amerika Latin diyakini karena gagalnya penerapan GCG (Daniri, 2005).

Berdasarkan pemaparan diatas peneliti melihat adanya *research gap* dari penelitian-penelitian sebelumnya mengenai *leverage*, likuiditas dan dividen masa lalu. Oleh karena itu, peneliti melakukan penelitian kembali dengan menambahkan GCG sebagai variabel moderasi. Tidak hanya itu penelitian ini juga menggunakan objek yang berbeda yaitu perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016-2020. Industri makanan dan minuman dipilih karena termasuk investasi yang paling diminati pada sektor manufaktur selama 5 tahun terakhir dan menjadi salah satu tulang punggung Making Indonesia 4.0 (BKPM, 2020).

Oleh karena itu, penelitian ini mengambil judul **“Pengaruh Leverage, Likuiditas, Dividen Masa Lalu Terhadap Kebijakan Dividen dengan *Good Corporate Governance* (GCG) Sebagai Variabel Moderasi”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah variabel *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah variabel likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah variabel dividen masa lalu berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
4. Apakah variabel *good corporate governance* memoderasi hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen?
5. Apakah variabel *good corporate governance* memoderasi hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen?
6. Apakah variabel *good corporate governance* memoderasi hubungan antara dividen masa lalu dan kebijakan dividen?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka penelitian ini bertujuan untuk :

1. Untuk menganalisa pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.
2. Untuk menganalisa pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen.
3. Untuk menganalisa pengaruh dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen.

4. Untuk menganalisa pengaruh *good corporate governance* dalam memoderasi hubungan antara leverage dan kebijakan dividen.
5. Untuk menganalisa pengaruh *good corporate governance* dalam memoderasi hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen.
6. Untuk menganalisa pengaruh *good corporate governance* dalam memoderasi hubungan antara dividen masa lalu dan kebijakan dividen.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Bagi Akademis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan baru bagi akademis khususnya bidang akuntansi dan teori mengenai faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Selain itu, menambah wawasan bagaimana *good corporate governance* (GCG) memoderasi kebijakan dividen.

2. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi tolak ukur bagi perusahaan untuk pengambilan keputusan kebijakan dividen.

3. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam membuat keputusan investasi dengan menimbang variabel yang terdapat pada penelitian kali ini.

1.5 Sistematika Penulisan

Penelitian ini memiliki sistematik penulisan sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Bab I menguraikan latar belakang penelitian, rumusan masalah yang diangkat, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan yang terakhir sistematik penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab II berisikan landasan teori yang digunakan peneliti, penelitian pernah dilakukan sebelumnya yang mendukung dalam pengembangan penelitian ini, hipotesis penelitian serta kerangka pemikiran yang digunakan pada penelitian ini.

BAB III METODE PENELITIAN

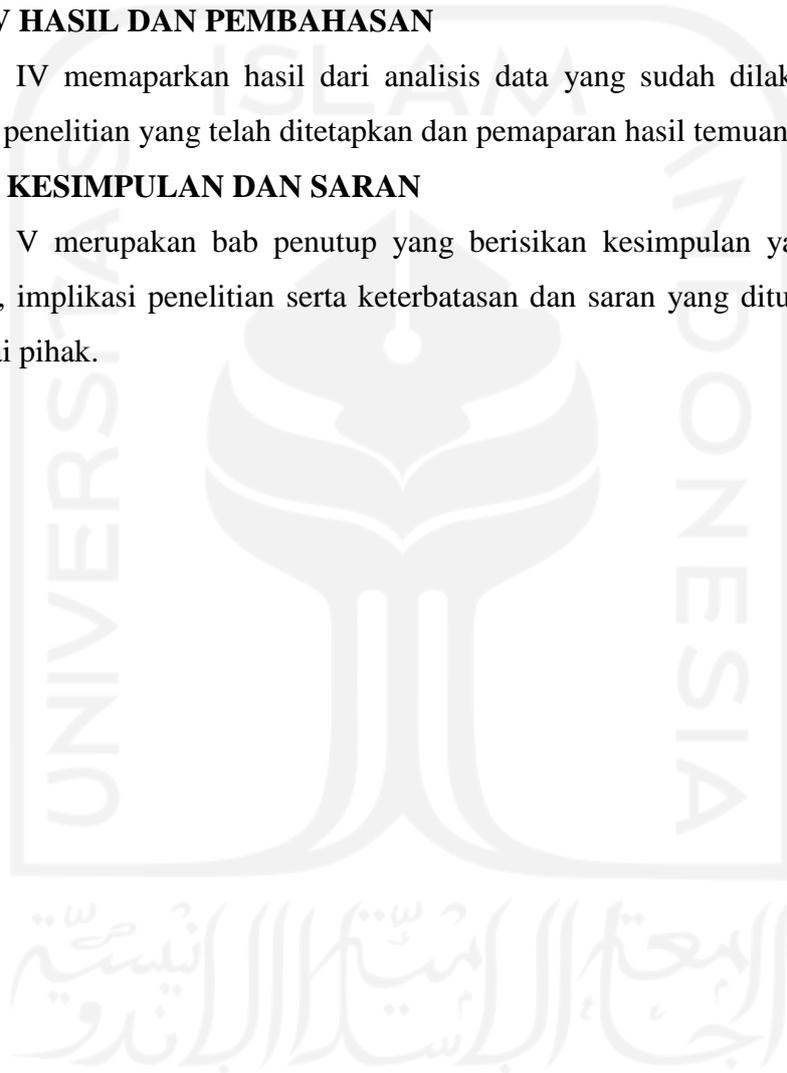
Bab III menguraikan populasi dan sampel yang digunakan diikuti sumber pengambilan data dan metode pengumpulan yang digunakan. Bab ini juga mendefinisikan variabel beserta pengukurannya, hipotesis operasional dan teknik analisis data untuk pengujian hipotesis.

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab IV memaparkan hasil dari analisis data yang sudah dilakukan dengan metode penelitian yang telah ditetapkan dan pemaparan hasil temuan yang ada.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Bab V merupakan bab penutup yang berisikan kesimpulan yang diperoleh peneliti, implikasi penelitian serta keterbatasan dan saran yang ditujukan kepada berbagai pihak.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Agency Theory*

Agency theory merupakan teori yang dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976, dalam teori tersebut menggunakan dasar hubungan antara *principal* dan *agent*. Definisi teori keagenan adalah hubungan kontraktual antara satu orang atau lebih (*principal*) yang meminta pihak lain (*agent*) untuk melakukan suatu tindakan sesuai dengan kepentingan prinsipal, dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan (Jensen & Meckling, 1976). Selain itu *agency theory* juga memandang bahwa manajemen perusahaan yang bertindak sebagai “*agent*” bagi para pemegang saham tidak bertindak sebagai pihak yang arif dan bijaksana serta adil bagi pemegang saham, karena manajemen perusahaan akan bertindak dengan penuh kesadaran bagi kepentingannya sendiri. Dikarenakan perbedaan tujuan antara *agent* dan *principal* mengakibatkan masalah keagenan, selain itu *agent* jauh lebih mengetahui bagaimana kondisi perusahaan dibandingkan dengan *principal* sehingga menyebabkan ketidak seimbangan informasi.

Teori ini relevan dengan variabel kebijakan dividen, di mana dalam memutuskan kebijakan dividen sering kali mengalami masalah keagenan. *Agency theory* juga sejalan dengan variabel *Good Corporate Governance* (GCG), karena pemikiran dari *corporate governance* bertumpu pada perkembangan *agency theory*. Pada pemikirannya penerapan *corporate governance* dengan patuh sesuai peraturan dan ketentuan yang berlaku dapat mengatasi masalah keagenan. Terlebih pada ketidak seimbangan informasi kondisi perusahaan yang sebenarnya antara pihak manajemen dan pemegang saham.

2.1.2 Signaling Theory

Signaling theory yang ditemukan oleh Bhattacharya (1979) menyatakan bahwa investor menilai adanya pengumuman pembayaran dividen oleh manajemen perusahaan sebagai sinyal. Sinyal bahwa perusahaan mampu untuk menghasilkan laba yang diinginkan sehingga dapat memenuhi pembayaran dividen kepada pemegang saham. Kemampuan pembayaran dividen menandakan keuangan perusahaan yang sehat dan kuat, sehingga memiliki prospek masa depan yang cerah.

Dalam teori ini juga menyatakan bahwa dividen merupakan salah satu cara mengurangi ketidak seimbangan informasi antara manajemen dan pemegang saham. Dikarenakan para pemegang saham tidak mengetahui secara detail kondisi perusahaan, maka dividen dijadikan sebagai tolak ukur untuk menilai kinerja perusahaan dan prospek dimasa mendatang. Maka secara tidak langsung *signaling theory* menunjukkan bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain*. Oleh, karena itu *signaling theory* relevan dengan variabel kebijakan dividen.

Variabel dividen masa lalu juga relevan dengan *signaling theory*, karena dividen masa lalu dapat dijadikan tolak ukur kesehatan keuangan perusahaan selama beberapa tahun kebelakang. Selain itu, riwayat pembagian dividen ini juga dapat memperlihatkan seberapa bagus perusahaan dalam mengelola keuangannya. Terlebih bagi para calon investor yang lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain*.

2.1.3 Bird In Hand Theory

Teori ini ditemukan oleh Gordon dan Lintner, dalam teori ini menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain* yang sulit diprediksi keuntungannya. Dividen juga memiliki resiko yang lebih kecil dibandingkan *capital gain*, karena manajemen dapat mengontrol dividen namun tidak dengan harga saham di pasar. Penganut teori ini kebanyakan investor jangka panjang yang menjadikan dividen sebagai jaminan keyakinan mereka.

Bird in hand theory relevan dengan variabel kebijakan dividen, jika perusahaan memperhatikan pemegang saham mereka maka teori ini menjadi salah satu tolak ukur dalam kebijakan dividen. Selain itu, teori ini juga relevan dengan variabel dividen masa lalu karena kemungkinan besar investor jangka panjang akan melihat riwayat pembagian dividen suatu perusahaan. Perusahaan dengan riwayat pembagian dividen yang bagus akan lebih meyakinkan para investor jangka panjang terhadap perusahaan tersebut.

2.1.4 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menurut Sartono (2010) merupakan suatu keputusan yang dibuat oleh perusahaan mengenai laba mereka. Terdapat dua kemungkinan keputusan yang akan diambil oleh perusahaan. Pertama keputusan untuk menahan laba atau dijadikan laba ditahan, yang nantinya digunakan untuk pembiayaan investasi di masa datang. Kedua laba tersebut dibagikan kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen.

2.1.5 Leverage

Menurut Sartono (2010), definisi dari *financial leverage* adalah penggunaan sumber dana perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan harapan mendapatkan keuntungan yang lebih besar, agar dapat meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham. Leverage juga merupakan rasio untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban secara menyeluruh, yaitu kewajiban jangka pendek dan juga jangka panjang. Menurut Fahmi (2012) rasio leverage merupakan alat ukur untuk menentukan seberapa besar perusahaan dibiayai oleh hutang.

Leverage juga dapat membantu bagi perusahaan, kreditur, maupun investor dalam menganalisis kondisi keuangan perusahaan. Sebab, rasio leverage menggambarkan komposisi struktur modal yang digunakan untuk membiayai operasional pada suatu perusahaan. Nilai leverage yang tinggi memiliki resiko gagal bayar yang jauh lebih besar dibandingkan perusahaan dengan nilai leverage rendah. Kegagalan tersebut terjadi

ketika perusahaan tidak dapat menghasilkan laba yang sebanding dengan hutangnya. Jika perusahaan tidak mampu menghasilkan laba yang sebanding, maka mereka akan mengutamakan melunasi hutang mereka. Akibatnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham akan kecil atau bahkan tidak ada.

Debt to equity ratio (DER) digunakan oleh peneliti sebagai alat pengukur leverage. DER merupakan rasio dengan menggunakan ekuitas untuk menilai utang. Cara untuk mencari nilai DER adalah menggunakan perbandingan antara seluruh utang termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas.

2.1.6 Likuiditas

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Besar atau kecilnya likuiditas perusahaan tercermin dalam aktiva lancar yang mudah diubah menjadi kas, surat berharga, piutang dan persediaan (Sartono, 2010). Menurut Sutrisno (2012) dalam bukunya menjelaskan bahwa rasio likuiditas merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan untuk membayarkan kewajiban mereka yang harus segera dipenuhi. Jika nilai dari rasio likuiditas suatu perusahaan tinggi, maka hal tersebut mencerminkan kinerja keuangan perusahaan yang semakin baik. Likuiditas juga memperlihatkan bagaimana suatu perusahaan mengendalikan risiko yang mereka miliki.

2.1.7 Dividen Masa Lalu

Dividen merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham di mana besarnya sesuai dengan persentase jumlah kepemilikan lembar saham (Sutrisno, 2012). Besaran jumlah atau persentase dividen yang akan dibagikan ditetapkan melalui kebijakan dividen. Setiap perusahaan memiliki rekam jejak pembayaran dividen selama berdirinya perusahaan yang membentuk pola dividen masa lalu.

Menurut Lintner (1956) dividen masa lalu merupakan faktor kunci yang mampu mempengaruhi kebijakan dividen dalam penelitian yang dilakukan pada 28 manajer di *United States* (U.S). Penelitian tersebut menjelaskan bahwa perusahaan lebih memilih

untuk mencoba mempertahankan rekor pembayaran dividen yang stabil dibandingkan menaikkan tingkat dividen ke tingkat yang mungkin sulit untuk dipertahankan. Sehingga dapat dikatakan bahwa dividen masa lalu berpengaruh dalam meningkatkan jumlah dividen secara perlahan dan bertahap. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Baker & Powell (2012) menunjukkan hampir setengah persen manajer yang menjadi responden setuju, bahwa dividen masa lalu menjadi faktor penting kebijakan dividen.

2.1.8 Good Corporate Governance

Pemikiran *corporate governance* muncul seiring dengan perkembangan *agency theory*. Oleh karena itu kemunculan krisis keuangan yang terjadi di Asia dan Amerika diyakini disebabkan oleh kurangnya penerapan GCG (Daniri, 2005). *Good Corporate Governance* (GCG) adalah sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan sehingga menciptakan nilai tambah bagi seluruh *stakeholder* (Monks & Minow, 2003).

Konsep GCG menekankan dua hal di dalamnya yaitu yang pertama pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat pada waktunya. Kedua kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan secara akurat, tepat waktu, dan transparan terhadap semua informasi mengenai kinerja perusahaan, kepemilikan dan *stakeholder*. Selain itu menurut Daniri (2005) GCG memiliki lima prinsip dasar yaitu :

1. Keterbukaan Informasi, adalah prinsip dimana perusahaan perlu terbuka dalam pelaksanaan proses pengambilan keputusan serta mengutarakan informasi data materiil yang jelas dan akurat. Informasi tersebut juga harus dapat diakses dengan mudah dan dipahami oleh pihak-pihak yang berkepentingan. Untuk menjaga objektivitas perusahaan dalam menjalankan bisnisnya.
2. Akuntabilitas, adalah prinsip yang diperlukan untuk melihat kejelasan peranan, struktur, kinerja, sistem, serta pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan dapat terlaksana secara efektif dan efisien.
3. Pertanggungjawaban, adalah prinsip yang memperlihatkan kesesuaian (kepatuhan) perusahaan dalam pengelolaan terhadap prinsip korporasi yang

sehat dan peraturan perundangan yang berlaku. Selain itu juga melihat sejauh mana pertanggungjawaban perusahaan terhadap masyarakat dan lingkungannya. Agar perusahaan memiliki keberlangsungan kegiatan bisnis.

4. Kemandirian, adalah prinsip yang menurutnya perusahaan harus dijalankan dengan andal tanpa benturan kepentingan atau pengaruh atau tekanan dari manajemen yang tidak sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip perusahaan yang sehat.
5. Kesetaraan dan Kewajaran, adalah asas dalam memenuhi hak-hak pemangku kepentingan yang timbul berdasarkan kesepakatan atau perjanjian, peraturan perundang-undangan yang berlaku, karena perusahaan harus mengelolanya secara adil dan setara.

2.2 Penelitian Terdahulu

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan yang dibuat oleh suatu perusahaan untuk menentukan berapa besaran persentase pembagian laba mereka (Sartono, 2010). Penetapan kebijakan dividen dilakukan pada saat Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Ross (1977) menyatakan bahwa kebijakan merupakan pertimbangan keputusan *financial* yang sulit bagi manajemen, karena mereka perlu menentukan jumlah pembagian dividen dengan tepat. Banyak faktor yang menjadi pertimbangan manajemen dalam pembuatan keputusan tersebut.

Penelitian telah dilakukan sebelumnya untuk melihat faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Peneliti yang melakukannya diantara lain seperti Azhariyah et al. (2018); Ingrit et al. (2018); Puspaningsih & Pratiwi (2017); Jabbouri (2016); Ali et al. (2018); John & Muthusam (2010); Lopolusi (2013); Gusni (2017); Sampurna & Widyarti (2015); Ginting (2018); Krisardiyansah & Amanah (2020); Roy (2015); Sumiadji (2011); Arilaha (2009); Gunawan & Tobing (2018); Sari & Sudjarni (2015); Wijayanto & Putri (2018); Baker et al. (2002); Lintner (1956); Pourheydari (2009); Baker & Powell (2012); Jabbouri (2016); Pourheydari (2009); Pradana & Sanjaya (2017); Gusni (2017). Dari penelitian-penelitian tersebut

memberikan hasil bahwa kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh leverage, likuiditas, dividen masa lalu, profitabilitas, struktur kepemilikan, *free cash flow*, ukuran perusahaan, nilai perusahaan, pertumbuhan, dan kesempatan investasi.

Leverage merupakan salah satu faktor yang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, karena leverage mencerminkan struktur modal suatu perusahaan. Sejalan dengan penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Puspaningsih & Pratiwi (2017); Jabbouri (2016); Ali et al. (2018); John & Muthusamy (2010); Lopolusi (2013); Gusni (2017); Sari & Sudjarni (2015); Sampurna & Widyarti (2015) menyatakan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Lebih lanjut dijelaskan bahwa leverage berpengaruh negatif karena tingginya utang yang dimiliki membuat perusahaan cenderung kurang memprioritaskan kebijakan dividen (Puspaningsih & Pratiwi, 2017). Terlebih jika perusahaan tidak menghasilkan laba tambahan yang cukup untuk membayarkan kewajiban mereka.

Akan tetapi Azhariyah et al. (2018) dan Ingrit et al. (2018) menyatakan bahwa leverage berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Azhariyah et al. (2018) menjelaskan bahwa tingginya nilai utang tidak menutup kemungkinan perusahaan dalam membagikan dividen, karena perusahaan juga memprioritaskan para pemegang saham. Hasil lain juga ditemukan oleh Ginting (2018); Krisardiyansah & Amanah (2020); Roy (2015); Sumiadji (2011); Arilaha (2009) dimana leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Faktor lainnya yang mempengaruhi yaitu likuiditas, dimana likuiditas merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Gunawan & Tobing (2018); Krisardiyansah & Amanah (2020); Ingrit et al. (2018); Roy (2015); Sumiadji (2011); Sari & Sudjarni (2015) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Roy (2015) menjelaskan bahwa perusahaan perlu memiliki posisi likuiditas yang kuat agar dapat membayar dividen. Hasil lain ditemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (John & Muthusamy, 2010; Azhariyah et al., 2018; Lopolusi, 2013). Lebih lanjut

dijelaskan bahwa pembayaran dividen yang baik tidak terjamin oleh baiknya likuiditas yang dimiliki perusahaan (Azharayah et al., 2018; Lopolusi, 2013). Berbeda dengan dua temuan diatas, Puspaningsih & Pratiwi (2017); Wijayanto & Putri (2018); Arilaha (2009); Ginting (2018) menemukan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Lintner (1956) dalam penelitiannya yang dilakukan pada 28 manager di *United States*, menyatakan bahwa dividen masa lalu merupakan salah satu faktor kunci stabilnya jumlah pembayaran dividen. Hal ini karena perusahaan lebih memprioritaskan memiliki rekor pembagian dividen yang stabil dibandingkan menaikkan dividen ke tingkat yang sulit mereka pertahankan. Penelitian lagi juga dilakukan pada manajer perusahaan di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang membayar dividen. Hasil menunjukkan bahwa hampir setengah responden memilih pola dividen masa lalu merupakan faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen (Baker & Powell, 2012). Baker et al. (2002) dan Pourheydari (2009) juga menyatakan bahwa dividen masa lalu berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi Jabbouri (2016) dalam penelitiannya yang dilakukan *Middle East and North Africa (MENA) stock markets*, menyatakan bahwa dividen masa lalu tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini karena negara berkembang tidak memiliki kebijakan dividen yang kaku dan tidak menganggap kestabilan dividen hal yang penting.

Baik leverage, likuiditas, maupun kebijakan dividen memiliki kelemahan masing-masing. Seperti perusahaan yang memiliki nilai leverage tinggi cenderung tidak memprioritaskan dividen (Puspaningsih & Pratiwi, 2017). Selain itu utang yang tinggi memungkinkan semakin besarnya laba ditahan, hutang juga memiliki peran penting untuk masalah keagenan dan ketidak seimbangan informasi (Jabbouri, 2016). Nilai likuiditas suatu perusahaan juga mencerminkan kesehatan keuangannya. Ketidakefektifan perusahaan dalam penggunaan modal kerja ditunjukkan melalui tingginya nilai likuiditas karena proporsi dari aktiva lancar yang tidak menguntungkan (Puspaningsih & Pratiwi, 2017). Selain itu walaupun perusahaan memiliki nilai likuiditas yang baik tidak menjadi jaminan akan pembayaran dividen yang baik juga

(Azhariyah et al., 2018). Dividen masa lalu juga tidak menjadi jaminan akan kebijakan dividen di masa mendatang terutama pada negara berkembang (Jabbouri, 2016).

Selain itu Jabbouri (2016) berharap pada penelitian selanjutnya dapat menambahkan karakteristik *non fundamental* atau pasar yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen seperti kualitas *corporate governance*. Oleh karena itu peneliti menambahkan *good corporate governance* (GCG) sebagai variabel moderasi. Perusahaan yang menerapkan GCG yang ketat dapat memoderasi dampak dari krisis keuangan pada kinerja keuangan perusahaan (Peni & Vähämaa 2012). Salah satunya yaitu perusahaan mendapatkan profitabilitas yang tinggi pada tahun terjadinya krisis keuangan.

2.3 Hipotesis Penelitian

2.3.1 Pengaruh leverage terhadap kebijakan dividen

Rasio leverage merupakan alat ukur untuk menentukan seberapa besar perusahaan dibiayai oleh utang (Fahmi, 2012). Selain itu, rasio leverage juga digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban secara menyeluruh, yaitu kewajiban jangka pendek dan juga jangka panjang.

Penggunaan utang yang terlalu banyak memiliki resiko tinggi, karena dapat menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban tersebut bahkan dapat sampai mengalami gagal bayar. Ketika perusahaan mengalami gagal bayar karena tingginya nilai rasio leverage, maka hal tersebut dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Hal ini disebabkan karena perusahaan cenderung mengutamakan pembayaran utang mereka. Selaras dengan *signaling theory* dimana pembagian dividen dapat menjadikan tanda akan kondisi kesehatan suatu perusahaan.

Puspaningsih & Pratiwi (2017) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa leverage memiliki hubungan negatif signifikan dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian lain yang dilakukan Ginting (2018) menyatakan bahwa secara parsial leverage tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen, dan menurut Krisardiyansah & Amanah (2020) leverage tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H1 : Leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2.3.2 Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen

Tujuan utama investor melakukan investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan besar baik berupa *capital gain* maupun dividen. Selaras dengan *bird in hand theory* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain*, karena rendahnya resiko yang dimiliki.

Untuk mengurangi resiko kegagalan investasi, para investor menggunakan pembagian dividen sebagai “sinyal” bahwa perusahaan memiliki kondisi keuangan yang baik sesuai dengan *signaling theory*. Hal ini mereka gunakan karena adanya ketidak seimbangan informasi antara investor dan manajemen perusahaan. Penentuan seberapa besar jumlah dividen yang dibagikan terdapat pada kebijakan dividen yang memiliki berbagai faktor yang mempengaruhi. Pembayaran dividen juga menggunakan kas bukan dengan laba ditahan, sehingga posisi likuiditas mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Likuiditas merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek mereka yang tertuang dalam nilai rasio likuiditas (Sutrisno, 2012). Tidak hanya itu likuiditas juga memperlihatkan seberapa baik perusahaan dalam mengendalikan risiko yang mereka miliki. Tingginya rasio likuiditas suatu perusahaan menandakan mereka memiliki kinerja yang baik.

Dalam penelitian yang dilakukan Gunawan & Tobing (2018); Krisardiyansah & Amanah (2020); Roy (2015); Ingrit et al. (2018); Sumiadji (2011); Sari & Sudjarni (2015) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sementara John & Muthusam (2010); Lopolusi (2013); Azharyah et al. (2018) menyatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil lainnya juga ditemukan oleh Puspaningsih & Pratiwi (2017); Wijayanto & Putri (2018); Arilaha (2009); Ginting (2018) dimana likuiditas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Lopolusi (2013) menjelaskan bahwa tingginya likuiditas mencerminkan ketidakefektifan perusahaan dalam menggunakan modal kerja

karena proporsi dari aktiva lancar yang tidak menguntungkan. Sehingga berdampak pada pembayaran dividen yang semakin kecil. Namun menurut Gunawan & Tobing (2018) perusahaan yang memiliki likuiditas baik akan mudah untuk membayar dividen, karena mereka memiliki jumlah arus kas yang tinggi.

H2 : Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

2.3.3 Pengaruh dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen

Sutrisno (2012) menjelaskan bahwa dividen merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham, dengan besarnya pembagian sesuai dengan persentase jumlah kepemilikan lembar saham. Sehubungan dengan *signaling theory* dimana investor menjadikan pembagian dividen sebagai sinyal kesehatan keuangan perusahaan, yang menandakan investor lebih menyukai dividen. Begitu juga dalam *bird in hand theory* yang menyatakan investor lebih menyukai dividen, karena rendahnya risiko dividen. Penentuan jumlah pembayaran dividen yang dibagikan kepada investor tertuang dalam kebijakan dividen, dengan beberapa faktor yang mempengaruhi.

Penelitian terdahulu menemukan bahwa pola dividen masa lalu merupakan salah satu hal yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan. Lintner (1956) dalam penelitiannya yang dilakukan pada 28 manager di *United States*, menyimpulkan bahwa dividen masa lalu merupakan faktor kunci yang mampu mempengaruhi kebijakan dividen. Dalam penelitian lain yang dilakukan Baker et al. (2002) pada 318 perusahaan yang terdaftar di NASDAQ, menyatakan bahwa dividen masa lalu dan laporan manajer membantu pertumbuhan dividen secara perlahan. Manajer perusahaan yang membayarkan dividen dan terdaftar pada *Indonesia Stock Exchange (IDX)* setuju bahwa dividen masa lalu berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Baker & Powell, 2012). Hasil yang berbeda ditemukan oleh Jabbouri (2016) dalam penelitiannya pada pasar negara berkembang MENA, dimana hasil menunjukkan bahwa dividen masa lalu tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Lebih lanjut peneliti menyimpulkan bahwa kebijakan dividen di negara berkembang tidak kaku dan

menganggap stabilitas dividen tidak penting, hal ini jauh berbeda dengan keadaan negara maju.

H3 : Dividen masa lalu berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2.3.4 Pengaruh *good corporate governance* dalam memoderasi hubungan antara leverage dan kebijakan dividen

Leverage merupakan gambaran perusahaan dalam memenuhi tanggung jawabnya. Perusahaan menggunakan rasio leverage untuk menggambarkan kondisi utang yang mereka miliki seluruhnya (Fahmi, 2012). Para pemegang saham menggunakan nilai dari rasio leverage sebagai salah satu tolak ukur keberhasilan manajemen dan gambaran dividen dimasa yang akan datang. Dikarena permasalahan *agency theory* di mana manajemen lebih mengetahui kondisi keuangan perusahaan sebenarnya dibandingkan para pemegang saham. Menyebabkan nilai rasio leverage digunakan sebagai tolak ukur kesehatan keuangan suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan tingginya rasio leverage dapat menyebabkan rendahnya jumlah pembayaran dividen. Jika rasio leverage yang dimiliki perusahaan tinggi, maka dapat disimpulkan manajemen perusahaan telah gagal dalam mengembalikan modal utang yang mereka punya. Sehingga manajemen perusahaan harus mengurangi bagian untuk pembayaran dividen dari hasil laba yang mereka miliki.

Kegagalan manajemen tersebut dapat mengindikasikan adanya kekurangan dari *good corporate governance* (GCG) yang mereka miliki. Hal tersebut selaras dengan penelitian yang dilakukan Peni & Vähämaa (2012) perusahaan dengan pengendalian *corporate governance* yang kuat, terbukti dapat memoderasi dampak buruk dari krisis keuangan tahun 2008. Tidak hanya itu perusahaan tersebut juga menadapatkan profitabilitas yang tinggi selama krisis keuangan kinerja keuangan yang bagus. Menurut Hermuningsih et al. (2020) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin besar *leverage* dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, dan GCG memiliki hubungan positif signifikan terhadap kinerja keuangan suatu perusahaan. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Puspaningsih & Pratiwi (2017) menunjukkan bahwa

leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel *intervening*. Lalu dalam penelitian yang dilakukan Andriyanti & Wirakusuma (2014) menunjukkan GCG sebagai variabel pemoderasi tidak terbukti berpengaruh terhadap *leverage* dengan kebijakan dividen.

H4 : *Good corporate governance* menguatkan hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen.

2.3.5 Pengaruh *good corporate governance* dalam memoderasi hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen

Sesuai dengan *signaling theory* yang menyebutkan bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain*, begitu juga dalam *bird in hand theory*. Untuk mendapatkan keuntungan dividen yang tinggi dan terhindar dari resiko investasi, para pemegang saham menggunakan laporan keuangan sebagai salah satu patokan penentu apakah akan melakukan investasi pada perusahaan tersebut atau tidak.

Menurut Sartono (2010) besar atau kecilnya likuiditas perusahaan tercermin dalam aktiva lancar yang mudah diubah menjadi kas, surat berharga, piutang dan persediaan. Likuiditas yang tinggi dapat menyebabkan kecilnya jumlah pembayaran dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, dan mencerminkan modal kerja yang digunakan perusahaan tidak efektif dan efisien (Puspaningsih & Pratiwi, 2017). Terjadinya perubahan jumlah pembagian dividen menjadi lebih rendah karena dividen dibayarkan menggunakan kas bukan laba ditahan. Oleh karena itu perusahaan perlu menerapkan *good corporate governance* (GCG) agar dapat meningkatkan kemampuan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

Penelitian yang dilakukan oleh (Puspaningsih & Pratiwi, 2017) dengan menggunakan GCG sebagai variabel *intervening*, menemukan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan GCG sebagai variabel *intervening*. Hal ini karena tingginya likuiditas menunjukkan ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola aktiva lancar secara efektif dan efisien. Sehingga

menyebabkan penurunan kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa GCG yang dimiliki perusahaan tidak berjalan dengan baik. Akan tetapi Peni & Vähämaa (2012) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki GCG yang ketat dapat memoderasi pengaruh buruk dari krisis keuangan. Buktinya terdapat pada kinerja keuangan perusahaan pada tahun terjadinya krisis, dimana perusahaan mendapatkan profitabilitas yang tinggi. Selain itu ditemukan juga bahwa perusahaan dengan GCG yang ketat memiliki pengembalian harga yang jauh lebih tinggi untuk tahun berikutnya.

H5 : *Good corporate governance* menguatkan hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen.

2.3.6 Pengaruh *good corporate governance* dalam memoderasi hubungan antara dividen masa lalu dan kebijakan dividen

Seperti yang kita ketahui Tahun 2020 merupakan tahun yang sulit bagi Indonesia dan dunia karena adanya Pandemi COVID-19. Pandemi tersebut membuat Indonesia mengalami krisis keuangan. Dampak dari krisis keuangan tersebut membuat masyarakat maupun perusahaan mengalami kesulitan terutama secara finansial. Salah satu dampak yang paling terlihat yaitu kondisi keuangan perusahaan yang buruk. Hal itu menyebabkan sebagian besar perusahaan memilih untuk tidak membagikan dividen mereka atau mengurangi jumlahnya. Jika kita melihat jauh ke belakang sebenarnya krisis keuangan tidak hanya terjadi kali ini. Pada Tahun 2007 *United States* mengalami krisis keuangan, hingga menyebabkan menurunnya pembayaran dividen pada tahun tersebut (Bildik et al., 2015).

Pembagian dividen merupakan salah satu indikasi bagaimana perusahaan mensejahterakan para pemegang saham mereka. Sesuai dengan *signaling theory*, para investor menjadikan pembagian dividen sebagai tanda kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Sejalan dengan *agency theory* yang hadir dikarenakan perbedaan tujuan serta ketidak seimbangan informasi antara *agent* dan *principal*.

Perubahan kebijakan dividen yang diakibatkan oleh perubahan keadaan tidak hanya disebabkan dari pandemi maupun krisis keuangan. Perubahan tarif pajak juga dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Nam et al. (2010) dalam penelitiannya yang

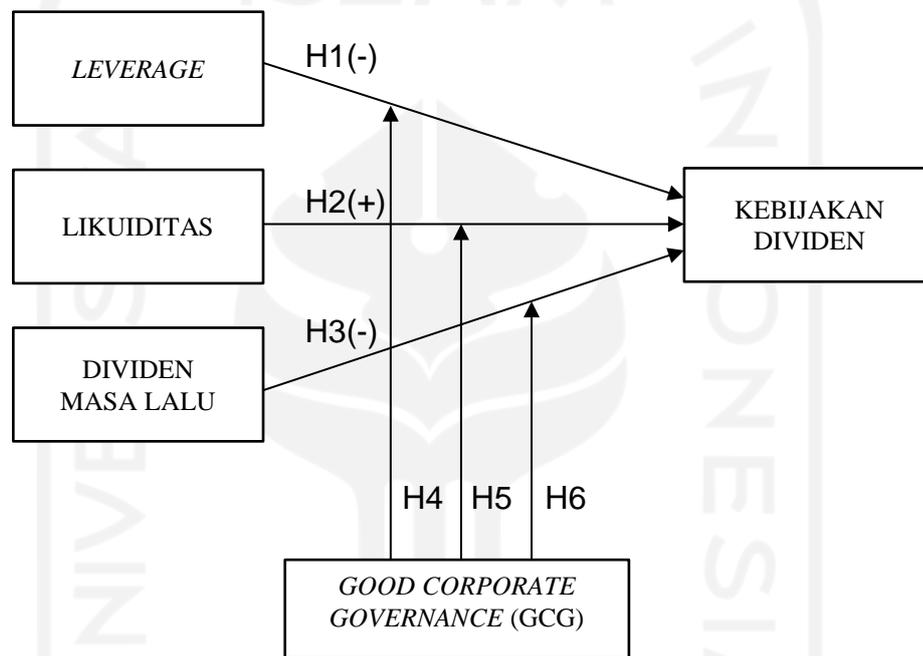
dilakukan di *United States* pada Bulan Mei 2003, menemukan bahwa pemotongan tarif pajak dividen mempengaruhi kebijakan dividen. Dapat dilihat setelah adanya pemotongan tarif pajak dividen perusahaan mulai menghargai pemegang saham mereka.

Oleh karena itu, perusahaan perlu mengontrol resiko ada saat terjadinya adanya fenomena besar yang berdampak cukup serius. *Good corporate governance* merupakan salah satu alat yang dapat mengontrol atau meminimalisir dampak buruk. Seperti dalam penelitian yang dilakukan Peni & Vähämaa (2012) menunjukkan bahwa *good corporate governance* dapat memoderasi pengaruh buruk, yang disebabkan oleh krisis keuangan Tahun 2008 di *United States* terhadap kinerja keuangan bank. Lebih lanjut peneliti menyatakan penerapan *good corporate governance* yang kuat dapat memberikan pengembalian saham yang jauh lebih besar segera setelah gejolak pasar dari Maret 2009 dan seterusnya.

H6 : *Good corporate governance* menguatkan hubungan antara dividen masa lalu dan kebijakan dividen.

2.4 Kerangka Konseptual

Berlandaskan pemaparan diatas, dapat dibangun suatu kerangka pemikiran yang menggambarkan variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen. Faktor-faktor tersebut merupakan leverage, likuiditas, serta dividen masa lalu serta good corporate governance (GCG) selaku variabel moderasi. Oleh sebab itu penelitian ini mempunyai kerangka pemikiran seperti pada Gambar 2. 4



Gambar 2.1 Model Penelitian

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian kali ini yaitu perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016-2021. Metode *purposive sampling* dipilih untuk menentukan sampel penelitian. Metode ini mengambil sampel dari suatu populasi dengan menetapkan beberapa kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan untuk penelitian sebagai berikut:

1. Seluruh perusahaan yang membagikan dividen maupun tidak membagikan dividen selama periode 2016-2021.
2. Merupakan perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016-2021.
3. Perusahaan menyajikan laporan keuangan yang telah diaudit oleh akuntan publik selama periode 2016-2021.
4. Perusahaan memiliki seluruh data variabel yang diperlukan untuk penelitian secara lengkap.

3.2 Sumber Data dan Teknik Pengambilan Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari website BEI atau *Indonesia Stock Exchange* yaitu www.idx.co.id. Data sekunder yang dibutuhkan yaitu informasi keuangan yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan selama periode 2013-2021.

3.3 Definisi dan Pengukuran Variabel

3.3.1 Variabel Dependen

3.3.1.1 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan berapa besaran laba yang akan dibagikan sebagai pembayaran dividen kepada pemegang saham. Kebijakan dividen diukur dengan menggunakan Dividen Ratio (DPR). DPR adalah persentase pendapatan

yang harus dibayarkan kepada pemegang saham yang diperoleh dari rasio antara dividen per saham (DPS) dan laba per saham (EPS). Rumus perhitungan DPR sebagai berikut :

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \times 100\%$$

3.3.2 Variabel Independen

3.3.2.1 Leverage

Leverage adalah perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan tujuan untuk meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham dengan menggunakan aset dan sumber dana (Sartono, 2010). Leverage menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER) sebagai alat ukurnya. Rasio tersebut untuk melihat sejauh mana kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Untuk menghitung DER yaitu membandingkan antara total kewajiban dengan total ekuitas. Rumus DER yaitu :

$$DER = \frac{Total\ Utang}{Total\ Modal\ Sendiri} \times 100\%$$

3.3.2.2 Likuiditas

Menurut Sartono (2010), likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya, likuiditas perusahaan tercermin dalam aktiva lancar yang mudah diubah menjadi kas, surat berharga, piutang dan persediaan. *Current Ratio* (CR) akan digunakan untuk mengukur likuiditas. Rasio tersebut merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rumus CR sebagai berikut :

$$CR = \frac{Current\ asset}{Current\ liabilities} \times 100\%$$

3.3.2.3 Dividen Masa Lalu

Dividen adalah bagian keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham yang besarnya sesuai dengan persentase jumlah kepemilikan saham (Sutrisno, 2012).

Jabbouri (2016) dalam penelitiannya menggunakan rata-rata *dividend payout ratio* (DPR) selama 3 tahun terakhir.

$$PASTDIV = AVERAGE \text{ of the last three periods of DPR}$$

3.3.3 Variabel Moderasi

3.3.3.1 Good Corporate Governance

Good corporate governance (GCG) adalah sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan sehingga menciptakan nilai tambah bagi seluruh *stakeholder* (Monks & Minow, 2003). Beberapa peneliti juga menyatakan bahwa dengan menerapkan GCG dapat membantu perusahaan dalam mengatasi masalah keagenan. Penelitian menggunakan CGEff sebagai alat ukur dalam menentukan tingkat efisiensi *corporate governance* yang dimiliki oleh perusahaan. Seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Hermuningsih et al. (2020), dimana CGEff digunakan sebagai alat ukur untuk variabel GCG. Rumus CGEff sebagai berikut :

$$CGEff = \frac{\sum_{i=1}^m uy}{\sum_{j=1}^n vx}$$

Keterangan :

$CGEff$ = *Corporate governance efficiency*

u = *output variabel (jumlah sales, asset, dan equity)*

y = *jumlah output manufaktur i*

v = *input variabel (board of commissioners, board of directors, independent commissioners, audit committee, dan institutional ownership)*

x = *jumlah input manufaktur i*

a. *Board of commissioners*

Dalam Pasal 108 Ayat 1 UUPT, Dewan Komisaris bertugas mengawasi kebijakan perusahaan, jalannya perusahaan secara umum, baik mengenai perseroan maupun usaha perseroan, dan memberikan nasihat kepada direksi.

Rumus *board of commissioners* atau dewan komisaris berdasarkan Hendratni et al. (2018) sebagai berikut :

BOC = Jumlah Anggota Dewan Komisaris yang Dimiliki Suatu Perusahaan

b. *Board of directors*

Dalam Pasal 1 Nomor 5 Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT), anggota direksi atau direksi adalah badan yang berwenang dalam perseroan yang bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan perusahaan serta perwakilannya baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan. Rumus *board of directors* atau dewan direksi berdasarkan Hendratni et al. (2018) sebagai berikut :

BOD = Jumlah Anggota Direksi yang Ada Di Dalam Perusahaan

c. *Independent commissioners*

Independent commissioners atau komisaris independen berdasarkan Pasal 120 ayat 2 Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (UUPT) merupakan komisaris dari pihak luar, atau tidak terafiliasi dengan pemegang saham utama, anggota Direksi dan/atau anggota Dewan Komisaris lainnya. Tugas dan wewenang komisaris independen akan ditetapkan dalam anggaran dasar Perseroan. Penugasan dan wewenang memiliki ketentuan yaitu tidak bertentangan dengan tugas dan wewenang Dewan Komisaris dan tidak mengurangi tugas pengurusan yang dilakukan Direksi sebagaimana yang tertuang pada Pasal 120 ayat 4 UUPT. Rumus *Independent commissioners* atau komisaris independen berdasarkan Hendratni et al. (2018) sebagai berikut :

$$\text{INDCOM} = \frac{\text{Jumlah Komisaris Independen}}{\text{Jumlah Dewan Direksi}} \times 100\%$$

d. *Audit committee*

Audit committee atau komite audit merupakan salah satu komite yang dibentuk oleh dewan komisaris dan bertanggungjawab kepada dewan komisaris

sesuai dengan Pasal 121 Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (UUPT). Rumus *Audit committee* atau komite audit berdasarkan Hartono & Nugrahanti (2014) sebagai berikut :

$$\text{AUCOM} = \text{Jumlah Komite Audit yang Dimiliki Perusahaan}$$

e. *Institutional ownership*

Menurut Susanti & Mildawati dalam penelitian Hermuningsih et al. (2020) *institutional ownership* atau kepemilikan institusional adalah saham yang dimiliki oleh institusi lain seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan lain sebagainya. Rumus *institutional ownership* atau kepemilikan institusional berdasarkan Hendratni et al. (2018) sebagai berikut :

$$\text{INST} = \frac{\text{Total Kepemilikan Saham oleh Pihak Institusi}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}} \times 100\%$$

3.4 Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan sampel data *time series* yang terdapat dalam laporan keuangan. Data *time series* seringkali memiliki tingkat volatilitas yang tingkat fluktuasi yang berubah-ubah (Widarjono, 2005). Volatilitas yang dimiliki suatu data *time series* dapat mengindikasikan adanya gejala heteroskedastisitas, karena memiliki ragam sisaan yang bergantung dengan ragam sisaan masa lalu. Oleh karena itu, untuk mengatasi permasalahan tersebut peneliti menggunakan model ARCH-GARCH yang dikembangkan oleh Engle dan Bollerslev. Aplikasi Eviews 10 sebagai alat bantu dalam melakukan pengujian hipotesis. Sebelum menggunakan model ARCH-GARCH, model *Ordinary Least Square* (OLS) digunakan terlebih dahulu untuk melihat apakah benar terjadi masalah heteroskedastisitas dalam sampel data yang digunakan.

3.4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif ialah statistik yang digunakan guna menganalisa data dengan tata cara pendeskripsian ataupun penggambaran yang sudah terkumpul sesuai dengan kondisi tanpa bermaksud menciptakan kesimpulan yang berlaku untuk universal ataupun generalisasi (Sugiyono, 2017). Penggunaan analisis statistik deskriptif

membantu peneliti dalam meringkas dan merapikan data agar dapat lebih mudah dipahami untuk analisis kedepannya. Penyajian data hasil dari statistik deskriptif dapat berupa grafik dan diagram.

3.4.2 Identifikasi Model Regresi

Model OLS digunakan terlebih dahulu sebelum melakukan berbagai model ARCH-GARCH. Untuk teknik model OLS diperlukan pengujian asumsi klasik sebagai syarat pengujian. Hal ini bertujuan untuk memperoleh hasil persamaan regresi yang konsisten serta memiliki sifat tidak bias dan memiliki ketepatan waktu. Uji asumsi klasik memiliki beberapa model yaitu :

1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas dilakukan untuk menilai suatu data pada suatu kelompok data ataupun variabel apakah memiliki sebaran terdistribusi dengan normal atau tidak. Uji histogram, uji normal P plot, uji chi square, dan uji *Jarque-Bera* (JB) dapat digunakan untuk menguji normalitas. Untuk mendeteksi apakah data normal atau tidak, dapat dilihat melalui nilai signifikansi. Pada penelitian ini menggunakan uji *Jarque-Bera* (JB), jika *probability* JB > 0.05 maka data dapat dikatakan normal.

2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk melihat apakah di antara variabel-variabel independen memiliki korelasi yang tinggi pada suatu regresi linear berganda. Pengujian ini perlu dilakukan karena ketika variabel bebas memiliki korelasi yang tinggi akan menyebabkan terganggunya hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Untuk menentukan bebas atau tidaknya dari multikorelasi dapat dilihat melalui nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika nilai VIF < 10, maka hasilnya dapat dikatakan bebas dari multikorelasi.

3. Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah ada kesalahan pada periode t serta kesalahan periode t-1 (sebelumnya) pada analisis regresi. Uji *Run Test* dapat digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya korelasi.

4. Uji Heteroskedastisitas

Syarat untuk memenuhi model regresi adalah kesamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Oleh karena itu uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah terdapat ketidaksamaan varian dari residual satu ke pengamatan ke pengamatan yang lain. Ada atau tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat dari nilai signifikansi. Apabila nilai signifikansi $> 0,05$ maka data yang diuji tidak terjadi heteroskedastisitas. Begitupun sebaliknya, ketika nilai signifikansi $< 0,05$ maka data yang di uji terjadi heteroskedastisitas.

3.4.3 Identifikasi Model ARCH-GARCH

Model ARCH-GARCH merupakan model pendekatan yang digunakan untuk data yang mengandung volatilitas. Menurut Engle (2001) model ARCH yang dibentuk sebagai berikut :

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \beta_4 X_{4t} + \beta_5 X_{5t} + \beta_6 X_{6t} + \varepsilon_t$$

Keterangan :

Y_t = Peubah bebas ke- t

X_{1t} = pengamatan ke- t dari peubah bebas ke-1

X_{2t} = pengamatan ke- t dari peubah bebas ke-2

X_{3t} = pengamatan ke- t dari peubah bebas ke-3

X_{4t} = pengamatan ke- t dari peubah bebas ke-4

X_{5t} = pengamatan ke- t dari peubah bebas ke-5

X_{6t} = pengamatan ke- t dari peubah bebas ke-6

β_0 = konstanta

β_1 = koefisien regresi peubah X_{1t}

β_2 = koefisien regresi peubah X_{2t}

β_3 = koefisien regresi peubah X_{3t}

β_4 = koefisien regresi peubah X_{4t}

β_5 = koefisien regresi peubah X_{5t}

β_6 = koefisien regresi peubah X_{6t}

ε_t = sisaan model ke- t

Sementara itu persamaan *varians* atau ragam sisaan dalam model ARCH (1) dinyatakan sebagai berikut :

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2$$

Keterangan :

σ_t^2 = ragam sisaan ke- t

α_0 = konstanta ragam sisaan

α_1 = koefisien sisaan periode lalu

ε_{t-1}^2 = sisaan periode t-1

Untuk model ARCH (p) secara umum memiliki persamaan sebagai berikut :

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 \varepsilon_{t-2}^2 + \alpha_3 \varepsilon_{t-3}^2 + \dots + \alpha_p \varepsilon_{t-p}^2$$

Keterangan :

σ_t^2 = ragam sisaan ke- t

α_0 = konstanta ragam sisaan

α_1 = koefisien sisaan periode 1 dan p

α_p = koefisien sisaan periode p

ε_{t-1}^2 = sisaan periode t-1

ε_{t-2}^2 = sisaan periode t-2

ε_{t-p}^2 = sisaan periode t- p

Model estimasi diatas adalah dengan menggunakan metode *maximum likelihood Estimation* (MLE). Pada tahun 1986 model ARCH dari Engle mengalami perkembangan yang disempurnakan oleh Bollerslev. Dalam perkembangannya Bollerslev menyatakan bahwa ragam sisaan juga bergantung pada ragam sisaan periode lalu, sehingga tidak hanya bergantung pada sisaan periode lalu saja. Perkembangan

model ARCH ini dikenal sebagai GARCH. Persamaan ragam sisaan model GARCH (1,1) ini ditulis sebagai berikut :

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \lambda_1 \sigma_{t-1}^2$$

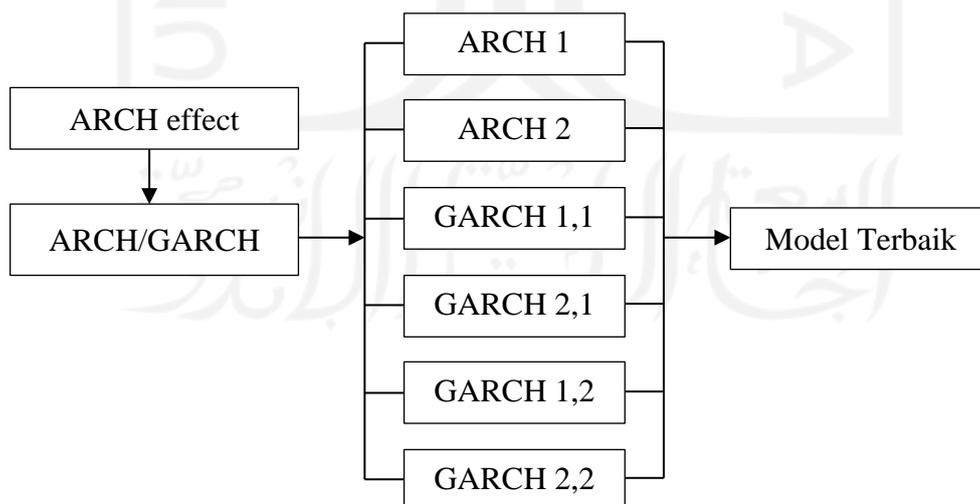
Pada umumnya bentuk persamaan model GARCH (p, q) adalah sebagai berikut :

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \dots + \alpha_p \varepsilon_{t-p}^2 + \lambda_1 \sigma_{t-1}^2 + \dots + \lambda_p \sigma_{t-p}^2$$

Keterangan :

- p = ordo ARCH
- q = ordo GARCH
- σ_t^2 = ragam model GARCH (p, q)
- α_0 = konstanta ragam sisaan
- α_p = koefisien sisaan ke- p
- λ_1 = konstanta ragam sisaan ke-1
- λ_p = konstanta ragam sisaan ke- p
- ε_{t-p}^2 = sisaan model periode $t-p$
- σ_{t-q}^2 = ragam sisaan periode $t-q$

Diagram pada Gambar 3.1 dapat menjadi gambaran mengenai langkah-langkah yang digunakan dalam pemodelan ini.



Gambar 3.1 Langkah-langkah Model ARCH/GARCH

3.5 Hipotesis Operasional

3.5.1 Pengaruh Leverage Terhadap Kebijakan Dividen

$H_{01} : \beta_1 \geq 0.05$ Leverage tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

$H_{a1} : \beta_1 < 0.05$ Leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

3.5.2 Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

$H_{02} : \beta_2 \geq 0.05$ Likuiditas tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

$H_{a2} : \beta_2 < 0.05$ Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

3.5.3 Pengaruh Dividen Masa Lalu Terhadap Kebijakan Dividen

$H_{03} : \beta_3 \geq 0.05$ Dividen masa lalu tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

$H_{a3} : \beta_3 < 0.05$ Dividen masa lalu berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

3.5.4 Pengaruh *Good Corporate Governance* dalam Memoderasi Hubungan Antara Leverage dan Kebijakan Dividen

$H_{04} : \beta_4 \geq 0.05$ *Good corporate governance* menguatkan pengaruh leverage terhadap kebijakan dividen.

$H_{a4} : \beta_4 < 0.05$ *Good corporate governance* melemahkan pengaruh leverage terhadap kebijakan dividen.

3.5.5 Pengaruh *Good Corporate Governance* dalam Memoderasi Hubungan Antara Likuiditas dan Kebijakan Dividen

$H_{05} : \beta_5 \geq 0.05$ *Good corporate governance* menguatkan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen.

$H_{a5} : \beta_5 < 0.05$ *Good corporate governance* melemahkan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen.

3.5.6 Pengaruh *Good Corporate Governance* dalam Memoderasi Hubungan Antara Dividen Masa Lalu dan Kebijakan Dividen

$H_{06} : \beta_6 \geq 0.05$ *Good corporate governance* menguatkan pengaruh dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen.

$H_{a6} : \beta_6 < 0.05$ *Good corporate governance* melemahkan pengaruh dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen.



BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Objek penelitian ini menggunakan perusahaan manufaktur pada sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2016 hingga 2021. Pemilihan sampel menggunakan metode *purpose sampling*, sehingga menghasilkan 14 sampel perusahaan manufaktur pada sektor makanan dan minuman dari total 25 perusahaan. Kriteria pemilihan sampel terdapat pada Tabel 4.1.

Tabel 4.1 Hasil Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang terdaftar di BEI pada tahun 2016 – 2021	26
2.	Perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang baru IPO di BEI pada tahun 2016 – 2021	(12)
3.	Perusahaan yang tidak menyajikan laporan keuangan yang telah diaudit oleh akuntan publik pada tahun 2016 – 2021 dan memiliki laporan keuangan yang lengkap	0
4.	Perusahaan yang tidak memiliki seluruh data variabel yang diperlukan untuk penelitian secara lengkap	0
Jumlah Sampel		14
Jumlah Pengamatan		70

Sumber : *Hasil Penelitian, 2022*

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran data sampel secara deskriptif. Pada penelitian ini penulis akan menjabarkan hasil dari statistik deskriptif meliputi rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai tertinggi (*maximum*), nilai terendah (*minimum*) dan standar deviasi (*std.Dev*) dari setiap variabel dalam penelitian. Berikut ini hasil dari statistik deskriptif yang terdiri dari variabel kebijakan dividen (DPR), *leverage* (DER), likuiditas (CR), dividen masa lalu (PASTDIV), *leverage* dan *good corporate governance* (DERGCG), likuiditas dan *good corporate governance* (CRGCG), dividen masa lalu dan *good corporate governance* (PASTDIVGCG) seperti pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif

	DPR	DER	CR	PASTDIV	DERGCG	CRGCG	PASTDIV GCG
Mean	0.299543	0.844371	2.387443	0.221229	0.408843	1.309914	0.075086
Median	0.205000	0.835000	1.670000	0.149000	0.360500	0.717500	0.002000
Maximum	1.613000	5.370000	8.640000	0.953000	1.966000	5.110000	0.496000
Minimum	0.000000	-2.127000	0.150000	0.000000	-2.127000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	0.352990	0.960140	1.941858	0.234386	0.684999	1.480237	0.126721

Sumber : *Eviews10*, 2022

Berdasarkan analisis statistik pada Tabel 4.2, maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Rata-rata atau *mean* variabel kebijakan dividen (DPR) pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang dijadikan sampel adalah 0.299543, dengan nilai tengah atau *median* sebesar 0.205000. Untuk standar deviasi variabel DPR memiliki nilai sebesar 0.352990 yang menunjukkan bahwa data tersebar atau heterogen. Nilai tertinggi yang dimiliki oleh variabel DPR terdapat pada PT Delta

Djakarta TBK yaitu sebesar 1.613000, sedangkan nilai terendah adalah sebesar 0.000000.

2. Rata-rata atau *mean* variabel *leverage* (DER) pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang dijadikan sampel adalah 0.844353, dengan nilai tengah atau *median* sebesar 0.834650. Variabel DER memiliki nilai standar deviasi sebesar 0.960140 yang menunjukkan bahwa data tersebar atau heterogen. Nilai tertinggi yang dimiliki oleh variabel DER terdapat pada PT Prasadha Aneka Niaga TBK yaitu sebesar 5.370100, sedangkan nilai terendah terdapat pada PT FKS Food Sejahtera TBK sebesar -2.127300.
3. Rata-rata atau *mean* variabel likuiditas (CR) pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang dijadikan sampel adalah 2.387443, dengan nilai tengah atau *median* sebesar 1.670000. Variabel CR memiliki nilai standar deviasi sebesar 1.941858 yang menunjukkan bahwa data tidak tersebar atau homogen. Nilai tertinggi yang dimiliki oleh variabel CR terdapat pada PT Delta Djakarta TBK yaitu sebesar 8.640000, sedangkan nilai terendah terdapat pada PT FKS Food Sejahtera TBK sebesar 0.150000.
4. Rata-rata atau *mean* variabel dividen masa lalu (PASTDIV) pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang dijadikan sampel adalah 0.221229, dengan nilai tengah atau *median* sebesar 0.149000. Variabel PASTDIV memiliki nilai standar deviasi sebesar 0.234386 yang menunjukkan bahwa data tersebar atau heterogen. Nilai tertinggi yang dimiliki oleh variabel PASTDIV terdapat pada PT Delta Djakarta TBK yaitu sebesar 0.953000, sedangkan nilai terendah adalah sebesar 0.000000.
5. Rata-rata atau *mean* variabel *leverage* dan *good corporate governance* (DERGCG) pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang dijadikan sampel adalah 0.408843, dengan nilai tengah atau *median* sebesar 0.360500. Untuk variabel *good corporate governance* diukur menggunakan indikator *board of commissioners*, *board of directors*, *independent commissioners*, *audit committee*, dan *institutional ownership*. Variabel DERGCG memiliki nilai standar deviasi sebesar 0.684999 yang menunjukkan bahwa data tersebar atau heterogen. Nilai

tertinggi yang dimiliki oleh variabel DERGCG terdapat pada PT TRI Banyan Tirta TBK yaitu sebesar 1.966000, sedangkan nilai terendah terdapat pada PT FKS Food Sejahtera TBK sebesar -2.127000.

6. Rata-rata atau *mean* variabel likuiditas dan *good corporate governance* (CRGCG) pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang dijadikan sampel adalah 1.309914, dengan nilai tengah atau *median* sebesar 0.717500. Variabel CRGCG memiliki nilai standar deviasi sebesar 1.480237 yang menunjukkan bahwa data tersebar atau heterogen. Nilai tertinggi yang dimiliki oleh variabel CRGCG terdapat pada PT Wilmar Cahaya Indonesia TBK yaitu sebesar 5.110000, sedangkan nilai terendah adalah sebesar 0.00000.
7. Rata-rata atau *mean* variabel dividen masa lalu dan *good corporate governance* (PASTDIVGCG) pada perusahaan manufaktur sektor makanan dan minuman yang dijadikan sampel adalah 0.075086, dengan nilai tengah atau *median* sebesar 0.002000. Variabel PASTDIVGCG memiliki nilai standar deviasi sebesar 0.126721 yang menunjukkan bahwa data tidak tersebar atau homogen. Nilai tertinggi yang dimiliki oleh variabel PASTDIVGCG terdapat pada PT Indofood Sukses Makmur TBK yaitu sebesar 0.496000, sedangkan nilai terendah adalah sebesar 0.000000.

4.3 Identifikasi Model Regresi

Pada penelitian ini estimasi model regresi yang digunakan adalah *Ordinary Least Square* (OLS). Hasil dari estimasi tersebut terdapat pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Hasil Model Regresi OLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.073063	0.095873	0.762083	0.4489
DER	-0.001818	0.069402	-0.026194	0.9792
CR	0.063793	0.031334	2.035898	0.0460
PASTDIV	0.469359	0.281099	1.669730	0.0999
DERGCG	-0.038756	0.097470	-0.397618	0.6923
CRGCG	-0.041677	0.048794	-0.854139	0.3963
PASTDIVGCG	0.668185	0.500716	1.334459	0.1869
<i>F-Statistic</i>	5.806798			

Sumber : *Eviews10,2022*

Berdasarkan nilai statistik F , model regresi cukup terestimasi dengan baik karena nilai F_{hitung} lebih besar dibandingkan F_{tabel} ($5.807 > 2.24$). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa variabel bebas atau independen mempengaruhi variabel terikat atau dependen secara signifikan. Untuk masing-masing variabel independen berdasarkan nilai profitabilitas, hanya variabel CR atau likuiditas saja yang memiliki nilai dibawah tingkat signifikansi sebesar 5% (0.05). Dapat disimpulkan bahwa hanya variabel likuiditas saja yang memiliki pengaruh terhadap variabel dependen atau kebijakan dividen. Agar dapat memastikan bahwa OLS adalah model yang tepat untuk penelitian ini, maka perlu dilakukan pengujian asumsi klasik.

Pengujian asumsi klasik memiliki beberapa model yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Hasil dari model – model tersebut adalah sebagai berikut :

1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas digunakan untuk melihat persebaran data penelitian, apakah kelompok data ataupun variabel memiliki sebaran terdistribusi dengan normal atau tidak. Hasil dari pengujian normalitas terdapat pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Uji Normalitas

Series : Residual	
Sample : 1 70	
Observations : 70	
Jarque-Bera	72.93621
Probability	0.000000

Sumber : *Eviews10,2022*

Dapat dilihat dari Tabel 4.4 bahwa nilai *probability Jarque-Bera* lebih kecil dari nilai tingkat signifikansi sebesar 0.05 ($0.00 < 0.05$). Maka data pada penelitian ini menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal.

2. Uji Multikolinearitas

Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah terdapat korelasi yang tinggi di antara variabel-variabel independen pada suatu regresi linear berganda. Nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) digunakan sebagai tolak ukur apakah terjadi multikolinearitas atau tidak. Hasil pengujian ini terdapat dalam Tabel 4.5.

Tabel 4.5 Uji Multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.009192	5.893356	NA
DER	0.004817	5.008143	2.806314
CR	0.000982	5.928072	2.339887
PASTDIV	0.079017	5.223010	2.743484
DERGCG	0.009500	3.835491	2.817325
CRGCG	0.002381	5.916362	3.297014
PASTDIVGCG	0.250716	3.450755	2.544468

Sumber : *Eviews10,2022*

Pada Tabel 4.5 menunjukkan hasil nilai VIF untuk semua variabel independen tidak ada yang lebih dari 10. Maka dapat disimpulkan bahwa data penelitian bebas dari masalah multikolinearitas.

3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk melihat apakah ada kesalahan pada periode t serta kesalahan periode $t-1$ (sebelumnya) pada analisis regresi. Selain itu, pengujian ini diwajibkan untuk penelitian yang menggunakan data *time series*. Hasil dari uji autokorelasi terdapat pada Tabel 4.6.

Tabel 4.6 Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	0.411023	Prob. F(2,61)	0.6648
Obs*R-squared	0.930787	Prob. Chi-Square(2)	0.6279

Sumber : *Eviews10,2022*

Dapat dilihat pada Tabel 4.6 nilai prob. Chi-Square sebesar 0.6279, artinya jauh lebih besar dari nilai tingkat signifikansi 0.05 ($0.6279 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa data penelitian tidak ada masalah autokorelasi.

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk memenuhi syarat model regresi yaitu kesamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Oleh karena itu uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah data penelitian homoskedastisitas atau heteroskedastisitas. Hasil pengujian ini terdapat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7 Glejser Heteroskedasticity Test

F-statistic	2.732116	Prob. F(6,63)	0.0201
Obs*R-squared	14.45333	Prob. Chi-Square(6)	0.0250

Sumber : *Eviews10,2022*

Hasil uji heteroskedastisitas pada Tabel 4.7 menunjukkan bahwa nilai *probability* sisaan sebesar 0.02. Nilai tersebut jauh lebih kecil dari nilai tingkat signifikansi 5% ($0.02 < 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa data penelitian mengandung gejala heteroskedastisitas.

4.4 Identifikasi Model ARCH-GARCH

4.4.1 Pengujian Keheterogenan Ragam Bersyarat

Untuk mengetahui adanya proses ARCH peneliti menggunakan sisaan data yang diperoleh dengan menguji keheterogenan ragam sisaannya dengan menggunakan uji *Lagrange Multiplier*. Hasil dari pengujian ini terdapat dalam Tabel 4.8.

Tabel 4.8 Hasil Uji ARCH LM

F-statistic	17.25005	Prob. F(1,65)	0.0001
Obs*R-squared	14.05170	Prob. Chi-Square(1)	0.0002

Sumber : *Eviews10,2022*

ARCH *effect* dapat dilihat pada nilai probabilitas (*p-value*) di *F-statistic* yang terdapat di dalam Tabel 4.8. Jika probabilitas (*p-value*) pada *F-statistic* memiliki nilai lebih kecil dari tingkat signifikansi alfa 0.05 ($\alpha = 5\%$), maka data penelitian mengandung ARCH *effect*, begitupun sebaliknya. Nilai probabilitas (*p-value*) pada *F-statistic* menurut Tabel 4.8 memiliki nilai sebesar 0.0001 yang berarti lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 0.05 ($0.05 > 0.0001$). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa ragam sisaan tidak homogen dan terdapat proses ARCH di dalamnya.

4.4.2 Pendugaan Parameter Model ARCH-GARCH

Mengurangi atau menambahkan ordo p dan q secara iteratif dengan Algoritma Marquardt dilakukan untuk pendugaan parameter pada model ARCH-GARCH pada penelitian ini. Pemilihan ordo hanya sampai ordo 1 karena parameter yang digunakan sudah kurang signifikan ketika ordo yang digunakan lebih dari 1. Pada Tabel 4.9 menunjukkan ringkasan dari hasil pendugaan parameter ARCH-GARCH

Tabel 4.9 Hasil Ringkasan Pendugaan Parameter ARCH-GARCH

Koefisien	ARCH 1	GARCH (1,1)
C	-3.36	9.78
α_1	4.98	5.57
λ_1		-0.0039

Sumber : *Eviews10,2022*

Berdasarkan percobaan model yang telah dilakukan, pemilihan model akan dipilih berdasarkan dugaan parameter yang signifikan dan memiliki nilai *Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Bayesian Schwartz Information Criteria* (BIC) yang minimum.

Tidak hanya itu, pemilihan model juga dilihat berdasarkan koefisien yang positif pada model ragamnya.

4.4.1 Pemilihan Model Terbaik

Pemilihan model ragam terbaik dilakukan dengan melihat nilai AIC dan BIC yang paling rendah dan memiliki koefisien yang signifikan. Hasil dari nilai AIC dan BIC terdapat pada Tabel 4.10.

Tabel 4.10 Hasil AIC dan BIC

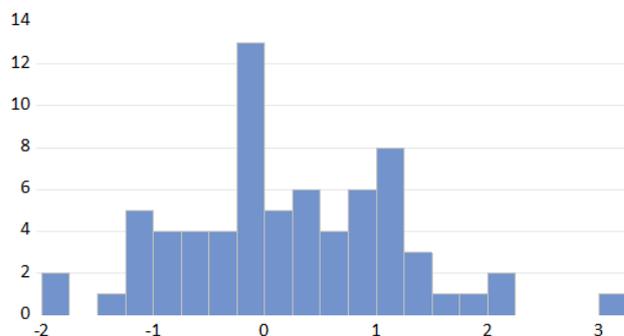
Nilai	ARCH 1	GARCH (1,1)
AIC	-0.539808	-0.656101
BIC	-0.250716	-0.334888

Sumber : *Eviews10,2022*

Berdasarkan Tabel 4.10 nilai AIC dan BIC paling rendah dimiliki oleh GARCH (1,1), dengan nilai AIC sebesar -0.656101 dan BIC sebesar -0.334888. Oleh karena itu, model ragam terbaik yang dipilih adalah GARCH (1,1) untuk penelitian ini.

4.4.3 Diagnostik Model

Pengujian kelayakan model dilakukan dengan mendiagnostik model terhadap sisaan. Pada Gambar 4.1 menunjukkan secara eksploratif data sisaan menyebar secara normal, maka model GARCH (1,1) dapat dikatakan layak.



Gambar 4.1 Hasil Normality Test

Series : Standardized Residual	
Sample : 1 70	
Observations : 70	
Jarque-Bera	0.521457
Probability	0.770490

Berdasarkan hasil uji normalitas menunjukkan bahwa data sudah menyebar secara normal. Dilihat dari nilai *probability Jarque-Bera* sebesar 0.770490 lebih besar dibandingkan tingkat signifikansi 5% ($0.770490 > 0.05$).

4.4.4 Interpretasi Model ARCH-GARCH

Model GARCH (1,1) dinyatakan layak berdasarkan uji kelayakan model. Pada Tabel 4.11 menunjukkan hasil dari persamaan ARCH-GARCH.

Tabel 4.11 Hasil Model GARCH (1,1)

Variable	Coefficient	Prob.
C	-0.040424	0.0000
DER	0.011012	0.0000
CR	0.051680	0.0000
PASTDIV	0.916295	0.0000
DERGCG	-0.032363	0.0000
CRGCG	-0.022649	0.0001
PASTDIVGCG	0.244712	0.0169

Sumber : *Eviews10,2022*

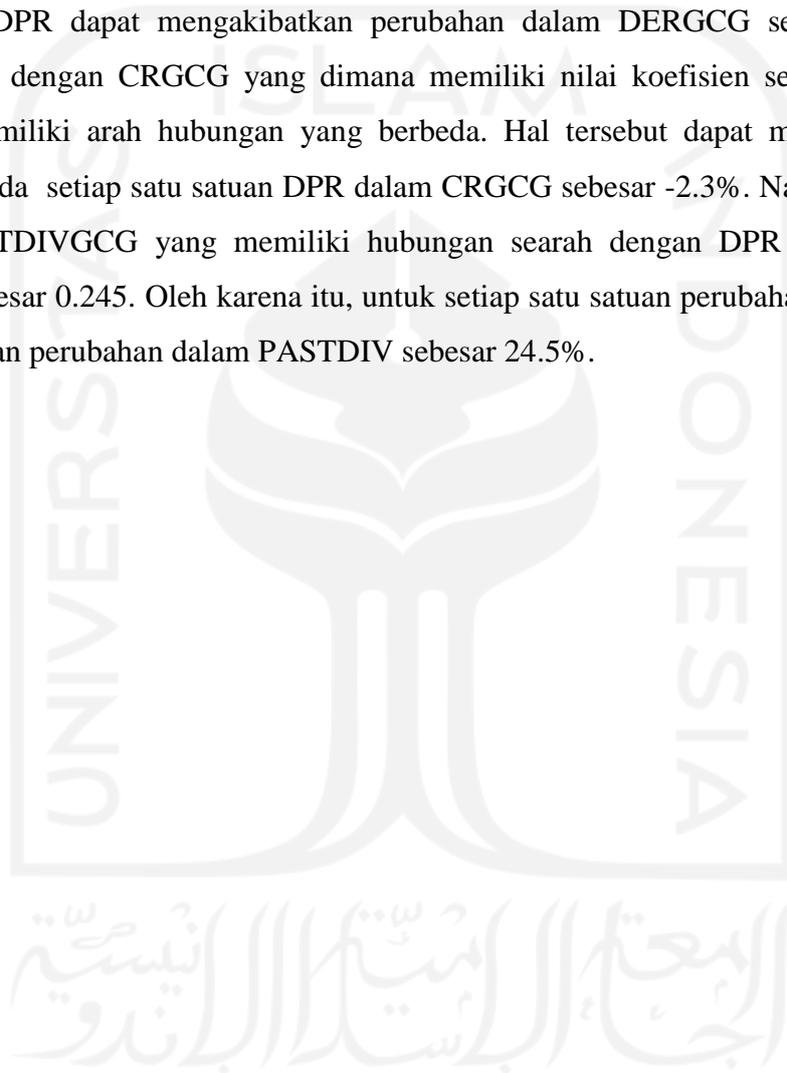
Persamaan regresi adalah sebagai berikut :

$$DPR_t = -0.040 + 0.011 DER_t + 0.052 CR_t + 0.916 PASTDIV_t - 0.032 DERGCG_t - 0.023 CRGCG_t + 0.245 PASTDIVGCG_t.$$

Berdasarkan persamaan regresi dapat dilihat jika DER memiliki nilai koefisien yang positif, sehingga DER dengan DPR memiliki hubungan yang searah. Besaran nilai koefisien DER adalah 0.011, maka dapat diartikan bahwa setiap satu satuan perubahan DPR dapat mengakibatkan perubahan dalam DER sebesar 1.1%. Hubungan searah juga terlihat antara CR dengan DPR, dimana nilai koefisien CR adalah sebesar 0.052. Dapat diartikan bahwa setiap satu satuan perubahan DPR dapat mengakibatkan perubahan

dalam CR sebesar 5.1%. Begitu juga dengan PASTDIV dan DPR yang memiliki nilai koefisien sebesar 0.916, yang berarti setiap satu satuan perubahan DPR dapat mengakibatkan perubahan dalam PASTDIV sebesar 91.6%.

Sementara itu, DERGCG memiliki arah hubungan yang berbeda karena memiliki nilai koefisiennya yang negatif yaitu sebesar -0.032. Maka untuk setiap satu satuan perubahan DPR dapat mengakibatkan perubahan dalam DERGCG sebesar -3.2%. Sama halnya dengan CRGCG yang dimana memiliki nilai koefisien sebesar -0.023, sehingga memiliki arah hubungan yang berbeda. Hal tersebut dapat mengakibatkan perubahan pada setiap satu satuan DPR dalam CRGCG sebesar -2.3%. Namun berbeda dengan PASTDIVGCG yang memiliki hubungan searah dengan DPR dengan nilai koefisien sebesar 0.245. Oleh karena itu, untuk setiap satu satuan perubahan DPR dapat mengakibatkan perubahan dalam PASTDIV sebesar 24.5%.



4.5 Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menguji pengaruh dari *leverage*, likuiditas, dan dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* sebagai variabel moderasi. Hasil yang diperoleh dari pengujian ini terdapat pada Tabel 4.12.

Tabel 4.12 Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Hubungan	Coefficient	Prob.	Hasil
H1	DER -> DPR	0.011012	0.0000	Tidak Didukung
H2	CR -> DPR	0.051680	0.0000	Didukung
H3	PASTDIV -> DPR	0.916295	0.0000	Tidak Didukung
H4	DERGCG -> DPR	-0.032363	0.0000	Tidak Didukung
H5	CRGCG -> DPR	-0.022649	0.0001	Tidak Didukung
H6	PASTDIV GCG -> DPR	0.244712	0.0169	Didukung

Sumber : *Eviews10,2022*

1. *Leverage* Berpengaruh Negatif Terhadap Kebijakan Dividen

Pada Tabel 4.12 dapat dilihat bahwa *leverage* (DER) memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.011012. Maka terdapat hubungan searah antara *leverage* (DER) dengan kebijakan dividen (DPR). Pada Tabel 4.12 juga menunjukkan bahwa nilai *p-value* variabel *leverage* (DER) adalah sebesar 0.0000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05 ($0.00 < 0.05$). Dapat diartikan bahwa *leverage* yang diprosikan oleh DER berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu, dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa hipotesis H1 yang diajukan

penulis yaitu *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tidak didukung.

Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Puspaningsih & Pratiwi (2017) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Serta tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ginting (2018); Krisardiyansah & Amanah (2020); Roy (2015); Sumiadji (2011); Arilaha (2009) dimana *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Namun sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Azhariyah et al. (2018) dan Ingrit et al. (2018) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan nilai utang yang tinggi tidak menutup kemungkinan akan pembagian dividen, karena tetap memprioritaskan para pemegang saham. Sesuai dengan hasil pengujian dalam penelitian, kemungkinan perusahaan dalam data penelitian ini juga lebih mementingkan pembagian dividen untuk para pemegang saham dibandingkan nilai utang mereka. Kemungkinan lainnya karena perusahaan pada sektor makanan dan minuman memiliki riwayat perusahaan yang baik dan sangat diminati serta menjadi salah satu tulang punggung Making Indonesia 4.0. Oleh karena itu, nilai *leverage* yang tinggi tidak menjadi halangan perusahaan dalam membagikan dividennya

2. Likuiditas Berpengaruh Positif Terhadap Kebijakan Dividen

Likuiditas (CR) pada hasil pengujian memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.051680, yang berarti likuiditas (CR) memiliki hubungan searah dengan kebijakan dividen (DPR). Nilai *p-value* pada variabel likuiditas (CR) lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05 yaitu sebesar 0.0000 ($0.00 < 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa likuiditas yang diproksikan oleh CRR berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis H2 yang diajukan yaitu likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen didukung.

Hal ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (John & Muthusam, 2010; Lopolusi, 2013; Azhariyah et al., 2018). Begitu juga dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (Puspaningsih & Pratiwi, 2017; Wijayanto & Putri, 2018; Arilaha, 2009; Ginting, 2018). Namun, sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Gunawan & Tobing (2018); Krisardiyansah & Amanah (2020); Roy (2015); Ingrit et al. (2018); Sumiadji (2011); Sari & Sudjarni (2015) dimana menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pembayaran dividen yang menggunakan kas membuat posisi likuiditas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Posisi likuiditas juga dijadikan “sinyal” oleh investor sebagai tanda kondisi kesehatan keuangan suatu perusahaan. Maka untuk menjaga menjaga kepercayaan para pemegang saham perusahaan harus mengelola likuiditas mereka dengan baik. Cara menjaga agar likuiditas suatu perusahaan baik adalah dengan membayarkan kewajiban jangka pendek tepat waktu atau sesuai dengan waktu jatuh temponya. Ketika perusahaan sudah mampu membayarkan hutang jangka pendek mereka sesuai dengan jatuh tempo, maka kemungkinan perusahaan akan membagikan dividen dalam jumlah besar akan semakin tinggi (Ingrit et al., 2018).

3. Dividen Masa Lalu Berpengaruh Negatif Terhadap Kebijakan Dividen

Dividen masa lalu (PASTDIV) pada hasil pengujian memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.916295. Dari nilai koefisien positif tersebut dapat diartikan bahwa dividen masa lalu (PASTDIV) memiliki hubungan searah dengan kebijakan dividen (DPR). Selain itu, dividen masa lalu memiliki nilai p-value sebesar 0.0000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05 ($0.00 < 0.05$). Maka berdasarkan dari hasil pengujian berdasarkan nilai koefisien dan p-value dapat disimpulkan bahwa dividen masa lalu berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu, hipotesis H3 yang diajukan penulis yaitu dividen masa lalu berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tidak didukung.

Hasil pengujian ini bertolak belakang dengan penelitian Jabbouri (2016) dimana dividen masa lalu berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dapat diartikan meskipun Indonesia juga merupakan negara berkembang sama seperti MENA, akan tetapi pasar investasi di negara Indonesia menganggap bahwa stabilitas dividen penting. Sebagian besar manajer perusahaan juga menganggap bahwa pembagian dividen merupakan hal yang penting. Terbukti dengan hampir 83% manajer yang menjadi responden setuju dengan pernyataan perusahaan harus membuat target rasio pembayaran dividen dan secara berkala menyesuaikan pembayaran saat ini terhadap target (Baker & Powell, 2012). Selain itu 69,2% perusahaan memiliki target rasio pembayaran dividen yang jelas.

Namun sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Baker & Powell (2012) menyatakan bahwa manajer perusahaan yang membayarkan dividen dan terdaftar pada *Indonesia Stock Exchange* (IDX) setuju bahwa dividen masa lalu berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sebanyak lebih dari 90% responden setuju dengan pernyataan bahwa dividen umumnya mengikuti alur historis dividen yang mulus dibandingkan dengan pendapatan (Baker & Powell, 2012). Sejalan hasil penelitian oleh Baker et al. (2002) yang menyatakan bahwa dividen masa lalu dan laporan manajer mempengaruhi pertumbuhan dividen secara perlahan. Kemungkinan ini terjadi karena 12 perusahaan dalam penelitian ini mementingkan riwayat dari pembagian dividen mereka sebagai nilai perusahaan dimata investor. Selain itu juga kemungkinan perusahaan lebih baik mempertahankan tingkat pembagian dividen mereka pada tingkat yang dapat dipertahankan, dibandingkan membagikan dividen dengan tingkat tinggi yang sulit mereka pertahankan. Oleh karena itu, hasil dari penelitian ini adalah dividen masa lalu berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

4. *Good Corporate Governance* Memoderasi Hubungan antara *Leverage* dan Kebijakan Dividen

Good corporate governance dan *leverage* (DERGCG) pada Tabel 4.12 hasil pengujian memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0.032363. Dari nilai koefisien

dapat diartikan bahwa kebijakan dividen (DPR) memiliki hubungan yang tidak searah dengan *Good corporate governance* dan *leverage*. Selain itu, *Good corporate governance* dan *leverage* memiliki p-value sebesar 0.0000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05 ($0.00 < 0.05$). Maka berdasarkan dari hasil pengujian berdasarkan nilai koefisien dan p-value dapat disimpulkan bahwa *good corporate governance* sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap hubungan antara *leverage* dengan kebijakan dividen. Oleh karena itu, hipotesis H4 yang diajukan penulis yaitu *good corporate governance* moderasi hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen tidak didukung.

Good corporate governance (GCG) yang diproksikan dalam *board of commissioners, board of directors, independent commissioners, audit committee*, dan *institutional ownership* yang dimiliki perusahaan pada sampel penelitian ini menunjukkan bahwa GCG secara signifikan memoderasi hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen, dengan arah hubungan negatif. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Andriyanti & Wirakusuma (2014) dimana hasil pengujian menyatakan bahwa *good corporate governance* (GCG) sebagai variabel moderasi tidak memiliki pengaruh terhadap hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen.

Maka berdasarkan hasil pengujian ini variabel *good corporate governance* (GCG) dapat memoderasi hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen, namun memiliki arah hubungan yang berbeda. Kemungkinan hal ini terjadi karena penerapan GCG yang ketat perlu mengorbankan beberapa hal, seperti pembagian dividen ataupun hal lainnya. Seperti sampel data PT TRI Banyan Tirta TBK yang menunjukkan perusahaan memiliki nilai GCG yang baik yaitu 1.000, namun juga memiliki nilai *leverage* yang cukup tinggi diantara sampel data yang lain yaitu kisaran antara 1.423 hingga 1,966. Begitu juga dengan nilai kebijakan dividen yang dimana selama periode pengamatan perusahaan tidak membagikan dividen mereka. Sehingga nilai dari variabel kebijakan dividen PT TRI Banyan Tirta TBK adalah 0.000. Jika dilihat dari nilai kebijakan dividen, *leverage* dan GCG terdapat

kemungkinan perusahaan menetapkan untuk tidak membagikan dividen, salah satunya karena prinsip GCG yang mereka miliki.

5. *Good Corporate Governance* Memoderasi Hubungan antara Likuiditas dan Kebijakan Dividen

Good corporate governance dan likuiditas (CRGCG) pada hasil pengujian memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0.022649. Dari nilai koefisien dapat diartikan bahwa kebijakan dividen (DPR) memiliki arah hubungan yang berbeda dengan *Good corporate governance* dan likuiditas. Selain itu, *Good corporate governance* dan likuiditas memiliki nilai dengan p-value sebesar 0.0001 lebih kecil dari tingkat signifikan 0.05 ($0.00 < 0.05$). Maka berdasarkan dari hasil pengujian berdasarkan nilai koefisien dan p-value dapat disimpulkan bahwa *good corporate governance* sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap hubungan antara likuiditas dengan kebijakan dividen. Oleh karena itu, hipotesis H5 yang diajukan penulis yaitu *good corporate governance* moderasi hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen tidak didukung.

Likuiditas yang dimiliki oleh perusahaan digambarkan melalui mudahnya aktiva lancar diubah menjadi kas seperti surat berharga, piutang dan persediaan. Sementara rasio likuiditas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek secara tepat waktu (Sutrisno, 2012). Ketika perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendek mereka tepat waktu sesuai jatuh tempo, maka perusahaan juga akan mampu untuk membayarkan dividen mereka. Hal ini terjadi karena baik pembayaran dividen maupun kewajiban jangka pendek keduanya dibayarkan menggunakan kas. Maka tingginya nilai likuiditas dapat mencerminkan kinerja keuangan perusahaan yang baik.

Agar perusahaan dapat menjaga kinerja keuangan mereka tetap baik, penerapan *good corporate governance* dapat menjadi salah satu alternatifnya. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa *good corporate governance* (GCG) memoderasi hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen, dengan arah hubungan negatif.

Hal ini dapat dilihat dari sampel data perusahaan PT Delta Djakarta TBK yang memiliki nilai GCG 0.000, namun berdasarkan analisis statistik deskriptif menjadi perusahaan dengan nilai tertinggi dalam variabel likuiditas. Selain itu, untuk PT Delta Djakarta TBK juga selama periode pengamatan hampir selalu membagikan dividennya. Kemungkinan hal tersebut terjadi karena untuk memutuskan apakah akan membagikan dividen atau tidak, atau strategi untuk mengatur nilai likuiditas tidak memerlukan prosedur yang panjang dan rumit.

6. *Good Corporate Governance* Memoderasi Hubungan antara Dividen Masa Lalu dan Kebijakan Dividen

Good corporate governance dan dividen masa lalu (PASTDIVGCG) pada hasil pengujian memiliki nilai koefisien positif sebesar 0.244712. Dari nilai koefisien dapat diartikan bahwa kebijakan dividen (DPR) memiliki hubungan yang searah dengan *Good corporate governance* dan dividen masa lalu. Selain itu, *Good corporate governance* dan dividen masa lalu memiliki nilai p-value sebesar 0.0169 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05 ($0.0169 < 0.05$). Maka berdasarkan dari hasil pengujian berdasarkan nilai koefisien dan p-value dapat disimpulkan bahwa *good corporate governance* sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap hubungan antara dividen masa lalu dengan kebijakan dividen. Oleh karena itu, hipotesis H5 yang diajukan penulis yaitu *good corporate governance* moderasi hubungan antara dividen masa lalu dan kebijakan dividen didukung.

Hasil ini pengujian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Peni & Vähämaa (2012) bahwa *good corporate governance* dapat memoderasi pengaruh buruk dari krisis keuangan Tahun 2008 di *United States* terhadap kinerja keuangan bank. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel memiliki *corporate governance* yang kuat, karena di masa Pandemi Covid-19 yang terjadi masih bisa mengatasi masalah pembayaran dividen. Seperti pada perusahaan PT Mayora Indah TBK yang memiliki nilai 1.000 pada pengukuran variabel *good corporate*

governance, selama periode pengamatan memiliki nilai dividen masa lalu yang hampir selalu naik setiap tahunnya.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan karena adanya *research gap* pada pengaruh *leverage*, likuiditas dan dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen. Hal ini membuat penulis melakukan penelitian kembali pada variabel tersebut dan menambahkan *good corporate governance* (GCG) sebagai variabel moderasi. Dipilihnya GCG karena lambatnya pergerakan ekonomi global yang terjadi akibat dari Pandemi Covid19. Menurut Peni & Vähämaa (2012) penerapan GCG yang ketat dapat meminimalisir dampak buruk dari krisis keuangan pada laporan keuangan. Namun meskipun perekonomian global mengalami keterlambatan hal ini tidak menurunkan minat investor dalam berinvestasi. Oleh karena itu, penulis melakukan penelitian pengaruh *leverage*, likuiditas dan dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* (GCG) sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur makanan dan minuman selama periode 2016-2021. Alat yang digunakan dalam penelitian kali ini yaitu model ARCH-GARCH, sebagai alat statistik untuk menguji hipotesis penelitian. Kesimpulan yang dapat diambil berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan yaitu :

1. Variabel *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan karena perusahaan masih memprioritaskan para pemegang saham.
2. Variabel likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan karena keinginan perusahaan dalam menjaga kepercayaan investor terhadap mereka melalui likuiditas. Melalui tingginya nilai likuiditas maka dapat menandakan bahwa perusahaan mampu membayarkan dividen serta memiliki kinerja keuangan yang baik.
3. Variabel dividen masa lalu berpengaruh positif signifikan kebijakan dividen. Hal ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan di Indonesia menganggap pembagian dividen sebagai hal yang penting. Sehingga menjadikan pembagian

dividen sebagai prioritas dan menjadikan historis dividen sebagai tolak ukur keputusan kebijakan dividen.

4. Variabel *good corporate governance* (GCG) memoderasi hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen, dengan arah hubungan negatif. Hal ini karena tingginya nilai GCG dapat meningkatkan nilai *leverage* dan menurunkan nilai kebijakan dividen.
5. Variabel *good corporate governance* (GCG) memoderasi hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen, dengan arah hubungan negatif.
6. Variabel *good corporate governance* (GCG) moderasi secara positif signifikan hubungan antara dividen masa lalu dan kebijakan dividen. Hal ini karena *corporate governance* yang kuat dapat memoderasi dampak negatif dari perubahan keadaan seperti Pandemi Covid-19 yang berdampak secara perekonomian.

5.2 Implikasi Penelitian

Hasil penelitian diharapkan dapat bermanfaat dan memberikan kontribusi baik akademi, perusahaan, dan investor seperti :

1. Bagi Akademis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan bagi akademis mengenai pengaruh *leverage*, likuiditas, dan dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* (GCG) sebagai variabel moderasi. Harapannya hasil dari penelitian ini dapat menjadi bahan rujukan untuk penelitian selanjutnya yang relevan. Pada penelitian ini menguji ketidak konsistenan hasil pengaruh *leverage*, likuiditas dan dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen dari penelitian Puspaningsih & Pratiwi (2017), Ginting (2018), Krisardiyansah & Amanah (2020), Roy (2015), Gunawan & Tobing (2018), Ingrid et al. (2018), Sumiadji (2011), Sari & Sudjarni (2015), John & Muthusam (2010), Lopolusi (2013), Azhariyah et al. (2018), Wijayanto & Putri (2018), Arilaha (2009), Baker et al. (2002), Baker & Powell (2012), Jabbouri (2016), Peni & Vähämaa (2012), Hermuningsih et al. (2020), Andriyanti &

Wirakusuma (2014), Sumani & Roziq (2020), Bildik et al. (2015), Nam et al. (2010). Selain itu, peneliti juga menambahkan variabel GCG sebagai variabel moderasi sebagai pembaharuan dalam penelitian. Maka diharapkan dapat menjadi bahan referensi pada penelitian berikutnya.

2. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat membantu perusahaan dalam pembuatan keputusan untuk kebijakan dividen, dengan mempertimbangkan variabel yang diteliti. Peneliti juga berharap hasil dari analisis pengaruh *leverage*, likuiditas dan dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen dengan *good corporate governance* (GCG) dapat menjadikan gambaran perusahaan mengenai peran GCG. Sehingga nantinya diharapkan perusahaan dapat memperhatikan *corporate governance* yang mereka memiliki.

3. Bagi Investor

Peneliti berharap hasil dari penelitian ini dapat membantu investor dalam membuat keputusan dalam berinvestasi, dengan mempertimbangkan variabel yang diteliti.

5.3 Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan serta saran yang dapat dilakukan pada penelitian selanjutnya, sebagai berikut :

1. Penelitian ini terbatas pada sampel data yang digunakan dalam pengujiannya. Untuk kedepannya peneliti dapat memperluas sampel data yang akan diuji, seperti memperluas sektor penelitian pada perusahaan manufaktur tekstil dan pakaian, otomotif, kimia, dan lain sebagainya.
2. Pada penelitian ini *current ratio* (CR) digunakan sebagai indikator pengukuran variabel likuiditas dengan rumus *current asset* dibagi dengan *current liabilities* dikali seratus persen. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan rasio kas dan setara kas sebagai total aset seperti yang dilakukan oleh Roy (2015).
3. Variabel *good corporate governance* (GCG) digunakan sebagai variabel moderasi pada penelitian ini. Untuk penelitian selanjutnya dapat mengubah

variabel moderasi seperti nilai perusahaan, kinerja perusahaan, atau variabel lainnya.

4. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel independen lainnya, seperti ukuran perusahaan, audit fee, *cash flow*, dan lain sebagainya.



DAFTAR PUSTAKA

- Aditia, D., Nasution, D., Sains, F. S., Pembangunan, U., Budi, P., & Utara, U. S. (2020). DAMPAK PANDEMI COVID-19 TERHADAP PEREKONOMIAN. *Jurnal Benefita*, 5(2), 212–224. <https://doi.org/10.22216/jbe.v5i2.5313>
- Ali, N. Y., Mohamad, Z., & Baharuddin, N. S. (2018). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence of Malaysian Listed Firms. *Journal of Global Business and Social Entrepreneurship (GBSE)*, 4(10), 35–44.
- Andriyanti, L., & Wirakusuma, M. G. (2014). Good Corporate Governance Memoderasi Profitabilitas, Leverage, Arus Kas Bebas Dengan Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi*, 8(2), 245–262.
- Arilaha, M. A. (2009). PENGARUH FREE CASH FLOW, PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, DAN LEVERAGE TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 13(1), 78–87. <https://doi.org/https://doi.org/10.26905/jkdp.v13i1.919>
- Azhariyah, A., Witjaksono, A. D., & Hartono, U. (2018). The Effect of Profitability , Leverage , Liquidity , Size , and Company Growth on the Dividend Payout Ratio in the Indonesian Capital Market 2013-2018. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)*, 4(1), 1351–1360. <https://doi.org/https://doi.org/10.33258/birci.v4i1.1761> 1351
- Badan Pusat Statistik*. (2021, February 5). <https://www.bps.go.id/pressrelease/2021/02/05/1811/ekonomi-indonesia-2020-turun-sebesar-2-07-persen--c-to-c-.html>
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2012). Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives. *Journal of Asia Business Studies*, 6(1), 79–92. <https://doi.org/10.1108/15587891211191399>
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. *JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCE*, 26(3), 267–283.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/3003330>
- Bildik, R., Fatemi, A., & Fooladi, I. (2015). Global dividend payout patterns: The US and the rest of the world and the effect of financial crisis. *Global Finance Journal*, 28, 38–67. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2015.11.004>

- BKPM. (2020, May 26). BKPM: Industri Makanan Paling Diminati di Sektor Manufaktur. *BKPM*.
- Daniri, M. A. (2005). *Good corporate governance : konsep dan penerapannya dalam konteks Indonesia* (1st ed.). Ray Indonesia.
- Duygun, M., Guney, Y., & Moin, A. (2018). Dividend policy of Indonesian listed firms: The role of families and the state. *Economic Modelling*, 75(July), 336–354. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.07.007>
- Engle, R. (2001). GARCH 101: The use of ARCH/GARCH models in applied econometrics. *Journal of Economic Perspectives*, 15(4), 157–168. <https://doi.org/10.1257/jep.15.4.157>
- Fahmi, I. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Alfabeta.
- Fauzia, M., & Sukmana, Y. (2021, March 2). *Satu Tahun Pandemi: Jumlah Pengangguran Nyaris 10 Juta, Angka Kemiskinan Tembus 10 Persen Halaman all - Kompas.com*. Kompas.Com. <https://money.kompas.com/read/2021/03/02/161627926/satu-tahun-pandemi-jumlah-pengangguran-nyaris-10-juta-angka-kemiskinan-tembus?page=all>
- Ginting, S. (2018). PENGARUH LIKUIDITAS, PROFITABILITAS. DAN LEVERAGE TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN PADA PERUSAHAAN LQ45 YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2012-2016. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil STIE MIKROSKIL*, 8(2), 195–204.
- Gunawan, F. S., & Tobing, W. R. L. (2018). THE EFFECT OF PROFITABILITY , LIQUIDITY AND INVESTMENT OPPORTUNITIES ON DIVIDEND POLICY. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15(5), 189–195.
- Gusni. (2017). The Determinants of Dividend Policy : A Study of Financial Industry in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21(4), 562–574. <https://doi.org/https://doi.org/10.26905/jkdp.v21i4.1521>
- Hartono, D. F., & Nugrahanti, Y. W. (2014). PENGARUH MEKANISME CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN PERBANKAN. *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan*, 3(2), 191–205.
- Hendratni, T. W., Nawasiah, N., Indriati, T., & Universitas, B. (2018). KINERJA KEUANGAN SEKTOR PERBANKAN YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2012-2016. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT*, 3(1), 37–52.

- Hermuningsih, S., Kusuma, H., & Cahyarifida, R. A. (2020). Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Study from Indonesian Manufacturing Firms. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 827–834. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.827>
- Ingrit, Siregar, H., & Syarifuddin, F. (2018). Factors Influencing Dividend Policy on Mining Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2015 Factors Influencing Dividend Policy on Mining Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2015. *International Journal of Administrative Science & Organization*, 24(2). <https://doi.org/10.20476/jbb.v24i2.9494>
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM : MANAGERIAL BEHAVIOR , AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics* 3, 3(4), 305–360. [https://doi.org/doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- John, S. F., & Muthusamy, K. (2010). Leverage , Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry. *Asian Journal of Business Management Studies*, 1(1), 26–30. [http://idosi.org/ajbms/1\(1\)10/4.pdf](http://idosi.org/ajbms/1(1)10/4.pdf)
- Krisardiyansah, & Amanah, L. (2020). Pengaruh free cash flow , profitabilitas, likuiditas dan leverage terhadap kebijakan dividen. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(7). <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2959>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(No. 2), 97–113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lopolusi, I. (2013). ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN SEKTOR MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI PT BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–18. <https://journal.ubaya.ac.id/index.php/jimus/article/view/339>
- Lubis, T. A. (2016). *Manajemen Investasi dan Perilaku Keuangan Pendekatan Teoritis dan Empiris* (A. Fahmi (Ed.); 1st ed.). Salim Media Indonesia (Anggota IKAPI).
- Monks, R. G. ., & Minow, N. (2003). *Corporate Governance 3rd Eddition* (3rd ed.). Wiley-Blackwell;

- Nam, J., Wang, J., & Zhang, G. (2010). The impact of the dividend tax cut and managerial stock holdings on corporate dividend policy. *Global Finance Journal*, 21(3), 275–292. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2010.09.005>
- Nurhaliza, S. (2021, January 18). *Dominasi Generasi Milenial, Jumlah Pasar Modal Tembus 4 Juta*. IDX Channel.COM; [idxchannel.com](https://www.idxchannel.com). <https://www.idxchannel.com/amp/market-news/didominasi-generasi-milenial-jumlah-investor-pasar-modal-tembus-4-juta>
- Peni, E., & Vähämaa, S. (2012). Did Good Corporate Governance Improve Bank Performance during the Financial Crisis? *Journal of Financial Services Research*, 41(1–2), 19–35. <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0108-9>
- Pourheydari, O. (2009). A survey of management views on dividend policy in Iranian firm. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 2(1), 20–31. <https://doi.org/10.1108/17538390910946249>
- Pradana, S. W. L., & Sanjaya, I. P. S. (2017). DAMPAK PROFITABILITAS, ALIRAN KAS BEBAS, DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP PEMBAYARAN DIVIDEN PERUSAHAAN PERBANKAN. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21(040), 113–124. <https://doi.org/https://doi.org/10.26905/jkdp.v21i1.1232>
- PT Bursa Efek Indonesia. (2020). Tutup Tahun 2020 dengan Optimisme Pasar Modal Indonesia Lebih Baik. In *PT Bursa Efek Indonesia*. <https://www.idx.co.id/berita/press-release-detail/?emitenCode=1444>
- Puspaningsih, A., & Pratiwi, R. G. (2017). Determinan kebijakan dividen di Indonesia: good corporate governance (GCG) sebagai variabel intervening. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 12(2), 118–129. <https://doi.org/10.20885/jaai.vol21.iss2.art4>
- Republik Indonesia. *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*. Lembaran Negara RI Tahun 2007 Nomor 106, Tambahan Lembaran Negara RI Nomor 4756. Sekretariat Negara. Jakarta.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/3003485>
- Roy, A. (2015). Dividend policy, ownership structure and corporate governance: an empirical analysis of Indian firms. *Indian Journal of Corporate Governance*, 8(1), 1–33. <https://doi.org/10.1177/0974686215574422>
- Sampurna, C. D., & Widyarti, E. T. (2015). PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET, DEBT TO EQUITY RATIO, GROWTH, EARNINGS PER SHARE, TOTAL ASSETS TURNOVER TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO (Pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEI Periode 2011-2013). *DIPONEGORO JOURNAL OF MANAGEMENT*, 4(2), 1–15.

<http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/dbr>

- Sari, K. A. N., & Sudjarni, L. K. (2015). PENGARUH LIKUIDITAS, LEVERAGE, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(10), 3346–3374.
- Sartono, A. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi ke 4*. BPFE.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D* (2nd ed.). Alfabeta.
- Sumani, S., & Roziq, A. (2020). Reciprocal Capital Structure and Liquidity Policy : Implementation of Corporate Governance toward Corporate Performance. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 85–93. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no9.085>
- Sumiadji. (2011). ANALISIS VARIABEL KEUANGAN YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DEVIDEN. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 3(2), 129–138. <https://doi.org/https://doi.org/10.15294/jda.v3i2.1952>
- Sutrisno. (2012). *Manajemen Keuangan, Teori Konsep dan Aplikasi Edisi Ke 1*. Ekonesia.
- Widarjono, A. (2005). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. Ekonesia.
- Wijayanto, E., & Putri, A. N. (2018). Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Rasio Leverage, Rasio Profitabilitas Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Aktual Akuntansi Keuangan Bisnis Terapan (AKUNBISNIS)*, 1(2), 105–118. <https://doi.org/10.32497/akunbisnis.v1i2.1223>

LAMPIRAN

LAMPIRAN 1 Daftar Nama Perusahaan Sampel

No.	Nama Perusahaan	KODE
1.	PT FKS Food Sejahtera TBK	AISA
2.	PT TRI Banyan Tirta TBK	ALTO
3.	PT Wilmar Cahaya Indonesia TBK	CEKA
4.	PT Delta Djakarta TBK	DLTA
5.	PT Indofood CBP Sukses Makmur TBK	ICBP
6.	PT Indofood Sukses Makmur TBK	INDF
7.	PT Multi Bintang Indonesia TBK	MLBI
8.	PT Mayora Indah TBK	MYOR
9.	PT Prasadha Aneka Niaga TBK	PSDN
10.	PT Nippon Indosari Corpindo TBK	ROTI
11.	PT Sekar Bumi TBK	SKBM
12.	PT Sekar Laut TBK	SKLT
13.	PT Siantar TOP TBK	STTP
14.	PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company TBK	ULTJ

LAMPIRAN 2 Daftar Perhitungan Mekanisme *Corporate Governance*

No.	KODE	TAHUN	BOC	INDCOM	BOD	AUCOM	INST
1.	AISA	2016	4	0.25	3	4	0.57
2.	AISA	2017	4	0.25	4	4	0.56
3.	AISA	2018	2	0.50	2	3	0.32
4.	AISA	2019	1	2.00	2	3	0.39
5.	AISA	2020	4	0.75	3	3	0.65
6.	ALTO	2016	2	0.50	2	3	0.81
7.	ALTO	2017	1	1.00	2	3	0.38
8.	ALTO	2018	1	1.00	2	3	0.39
9.	ALTO	2019	1	1.00	2	3	0.41
10.	ALTO	2020	1	1.00	2	3	0.40
11.	CEKA	2016	2	0.50	4	3	0.92
12.	CEKA	2017	2	0.50	4	3	0.92
13.	CEKA	2018	2	0.50	4	3	0.92
14.	CEKA	2019	2	0.50	4	3	0.92
15.	CEKA	2020	2	0.50	4	3	0.92
16.	DLTA	2016	3	0.67	5	3	0.58
17.	DLTA	2017	3	0.67	5	3	0.58
18.	DLTA	2018	3	0.67	5	3	0.58
19.	DLTA	2019	3	0.67	5	3	0.58
20.	DLTA	2020	3	0.67	5	3	0.58
21.	ICBP	2016	3	1.00	9	3	0.81
22.	ICBP	2017	3	0.67	9	3	0.81

23.	ICBP	2018	3	1.00	8	3	0.81
24.	ICBP	2019	3	1.00	10	3	0.81
25.	ICBP	2020	3	1.00	10	3	0.81
26.	INDF	2016	5	0.60	10	3	0.50
27.	INDF	2017	5	0.60	10	3	0.50
28.	INDF	2018	5	0.60	9	3	0.50
29.	INDF	2019	5	0.60	8	3	0.50
30.	INDF	2020	5	0.60	8	3	0.50
31.	MLBI	2016	4	0.75	4	3	0.82
32.	MLBI	2017	4	0.75	4	3	0.82
33.	MLBI	2018	4	0.75	4	3	0.82
34.	MLBI	2019	5	0.60	5	3	0.82
35.	MLBI	2020	4	0.75	4	3	0.82
36.	MYOR	2016	3	0.67	5	3	0.59
37.	MYOR	2017	3	0.67	5	3	0.59
38.	MYOR	2018	3	0.67	5	3	0.59
39.	MYOR	2019	3	0.67	5	3	0.59
40.	MYOR	2020	3	0.67	5	3	0.59
41.	PSDN	2016	4	0.50	5	3	0.74
42.	PSDN	2017	4	0.50	5	3	0.66
43.	PSDN	2018	4	0.50	5	3	0.66
44.	PSDN	2019	4	0.50	5	3	0.66
45.	PSDN	2020	4	0.50	5	3	0.68
46.	ROTI	2016	2	0.50	5	3	0.69

47.	ROTI	2017	2	0.50	5	3	0.64
48.	ROTI	2018	2	0.50	5	3	0.73
49.	ROTI	2019	2	0.50	5	3	0.73
50.	ROTI	2020	2	0.50	5	3	0.77
51.	SKBM	2016	2	0.50	8	3	0.69
52.	SKBM	2017	2	0.50	8	3	0.77
53.	SKBM	2018	2	0.50	8	3	0.77
54.	SKBM	2019	2	0.50	8	3	0.77
55.	SKBM	2020	2	0.50	8	3	0.77
56.	SKLT	2016	2	0.50	5	3	0.84
57.	SKLT	2017	2	0.50	5	3	0.84
58.	SKLT	2018	2	0.50	5	3	0.84
59.	SKLT	2019	2	0.50	5	3	0.84
60.	SKLT	2020	2	0.50	5	3	0.84
61.	STTP	2016	2	0.50	4	3	0.57
62.	STTP	2017	2	0.50	4	3	0.57
63.	STTP	2018	2	0.50	4	3	0.57
64.	STTP	2019	2	0.50	4	3	0.57
65.	STTP	2020	2	0.50	4	3	0.57
66.	ULTJ	2016	2	0.50	3	3	0.37
67.	ULTJ	2017	2	0.50	3	3	0.37
68.	ULTJ	2018	2	0.50	3	3	0.37
69.	ULTJ	2019	2	1.00	3	3	0.37
70.	ULTJ	2020	2	1.00	3	3	0.21

LAMPIRAN 3 Daftar Hasil Perhitungan Manufaktur

No.	KODE	TAHUN	SALES	ASSET	EQUITY
1.	AISA	2016	6,545,680,000,000	9,254,539,000,000	4,264,400,000,000
2.	AISA	2017	1,950,589,000,000	1,981,940,000,000	(3,347,901,000,000)
3.	AISA	2018	1,583,265,000,000	1,816,406,000,000	(3,450,942,000,000)
4.	AISA	2019	1,510,427,000,000	1,868,966,000,000	(1,657,853,000,000)
5.	AISA	2020	1,283,331,000,000	2,011,557,000,000	828,257,000,000
6.	ALTO	2016	296,471,502,365,000	1,165,093,632,823,000	480,841,418,401,000
7.	ALTO	2017	262,143,990,839,000	1,109,383,971,111,000	419,284,788,700,000
8.	ALTO	2018	290,274,839,317,000	1,109,843,522,344,000	387,126,677,545,000
9.	ALTO	2019	343,971,642,312,000	1,103,450,087,164,000	380,730,523,614,000
10.	ALTO	2020	321,502,485,934,000	1,105,874,415,256,000	372,883,080,340,000
11.	CEKA	2016	4,115,541,761,173,000	1,425,964,152,418,000	887,920,113,728,000
12.	CEKA	2017	4,257,738,486,908,000	1,392,636,444,501,000	903,044,187,067,000
13.	CEKA	2018	3,629,327,583,572,000	1,168,956,042,706,000	976,647,575,842,000
14.	CEKA	2019	3,120,937,098,980,000	1,393,079,542,074,000	1,131,294,696,834,000
15.	CEKA	2020	3,634,297,273,749,000	1,566,673,828,068,000	1,260,714,994,864,000
16.	DLTA	2016	774,968,268,000	1,197,796,650,000	1,012,374,008,000
17.	DLTA	2017	777,308,328,000	1,340,842,765,000	1,144,645,393,000
18.	DLTA	2018	893,006,350,000	1,523,517,170,000	1,284,163,814,000
19.	DLTA	2019	827,136,727,000	1,425,983,722,000	1,213,563,332,000
20.	DLTA	2020	546,336,411,000	1,225,580,913,000	1,019,898,963,000
21.	ICBP	2016	34,375,236,000,000	28,901,948,000,000	18,500,823,000,000
22.	ICBP	2017	35,606,593,000,000	31,619,514,000,000	20,324,330,000,000

23.	ICBP	2018	38,413,407,000,000	34,367,153,000,000	22,707,150,000,000
24.	ICBP	2019	42,296,703,000,000	38,709,314,000,000	26,671,104,000,000
25.	ICBP	2020	46,641,048,000,000	103,588,325,000,000	50,318,053,000,000
26.	INDF	2016	66,659,484,000,000	82,174,515,000,000	43,941,423,000,000
27.	INDF	2017	70,186,618,000,000	87,939,488,000,000	46,756,724,000,000
28.	INDF	2018	73,394,728,000,000	96,537,796,000,000	49,916,800,000,000
29.	INDF	2019	76,592,955,000,000	96,198,559,000,000	54,202,488,000,000
30.	INDF	2020	81,731,469,000,000	163,136,516,000,000	79,138,044,000,000
31.	MLBI	2016	3,263,311,000,000	2,275,038,000,000	82,064,000,000
32.	MLBI	2017	3,389,736,000,000	2,510,078,000,000	1,064,905,000,000
33.	MLBI	2018	3,574,801,000,000	2,889,501,000,000	1,167,536,000,000
34.	MLBI	2019	3,711,405,000,000	2,896,950,000,000	1,146,007,000,000
35.	MLBI	2020	1,985,009,000,000	2,907,425,000,000	1,433,406,000,000
36.	MYOR	2016	18,349,959,898,358,000	12,922,421,859,142,000	6,265,255,987,065,000
37.	MYOR	2017	20,816,673,946,473,000	14,915,849,800,251,000	7,354,346,366,072,000
38.	MYOR	2018	24,060,802,395,725,000	17,591,706,426,634,000	8,542,544,481,694,000
39.	MYOR	2019	25,026,739,472,547,000	19,037,918,806,473,000	9,911,940,195,318,000
40.	MYOR	2020	24,476,953,742,651,000	19,777,500,514,550,000	11,271,468,049,958,000
41.	PSDN	2016	932,905,806,441,000	653,809,571,083,000	280,298,186,058,000
42.	PSDN	2017	1,399,580,416,996,000	691,014,455,523,000	299,519,909,843,000
43.	PSDN	2018	1,334,070,483,011,000	697,657,400,651,000	242,897,129,653,000
44.	PSDN	2019	1,224,283,552,949,000	763,492,320,252,000	175,963,488,806,000
45.	PSDN	2020	895,456,045,999,000	765,375,539,783,000	120,151,540,897,000
46.	ROTI	2016	2,521,920,968,213,000	2,919,640,858,718,000	1,442,751,772,026,000

47.	ROTI	2017	2,491,100,179,560,000	4,559,573,709,411,000	2,820,105,715,429,000
48.	ROTI	2018	2,766,545,866,684,000	4,393,810,380,883,000	2,916,901,120,111,000
49.	ROTI	2019	3,337,022,314,624,000	4,682,083,844,951,000	3,092,597,379,097,000
50.	ROTI	2020	3,212,034,546,032,000	4,452,166,671,985,000	3,227,671,047,731,000
51.	SKBM	2016	1,501,115,928,446,000	1,001,657,012,004,000	368,389,286,646,000
52.	SKBM	2017	1,841,487,199,828,000	1,623,027,475,045,000	1,023,237,460,399,000
53.	SKBM	2018	1,953,910,957,160,000	1,771,365,972,009,000	1,040,576,552,571,000
54.	SKBM	2019	2,104,704,872,583,000	1,820,383,352,811,000	1,035,820,381,000,000
55.	SKBM	2020	3,165,530,224,724,000	1,768,660,546,754,000	961,981,659,335,000
56.	SKLT	2016	833,850,372,883,000	568,239,939,951,000	296,151,295,872,000
57.	SKLT	2017	914,188,759,779,000	636,284,210,210,000	307,569,774,228,000
58.	SKLT	2018	1,045,029,834,378,000	747,293,725,435,000	339,236,007,000,000
59.	SKLT	2019	1,281,116,255,236,000	790,845,543,826,000	380,381,947,966,000
60.	SKLT	2020	1,253,700,810,596,000	773,863,042,440,000	406,954,570,727,000
61.	STTP	2016	2,629,107,367,897,000	2,337,207,195,055,000	1,168,512,137,670,000
62.	STTP	2017	2,825,409,180,889,000	2,342,432,443,196,000	1,384,772,068,360,000
63.	STTP	2018	2,826,957,323,397,000	2,631,189,810,030,000	1,646,387,946,952,000
64.	STTP	2019	3,512,509,168,853,000	2,881,563,083,954,000	2,148,007,007,980,000
65.	STTP	2020	3,846,300,254,825,000	3,448,995,059,882,000	2,673,298,199,144,000
66.	ULTJ	2016	4,685,988,000,000	4,239,200,000,000	3,471,467,000,000
67.	ULTJ	2017	4,879,559,000,000	5,175,896,000,000	4,197,711,000,000
68.	ULTJ	2018	5,472,882,000,000	5,555,871,000,000	4,774,956,000,000
69.	ULTJ	2019	6,223,057,000,000	6,608,422,000,000	5,655,139,000,000
70.	ULTJ	2020	5,967,362,000,000	8,754,116,000,000	4,781,737,000,000

LAMPIRAN 4 Daftar Hasil Pengujian Efisiensi *Corporate Governance* (CGEff)

No.	KODE	CGEff				
		2016	2017	2018	2019	2020
1.	AISA	1.000	1.000	1.000	1.000	0.001
2.	ALTO	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
3.	CEKA	1.000	1.000	1.000	0.889	0.945
4.	DLTA	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
5.	ICBP	0.003	0.003	0.003	0.003	0.005
6.	INDF	0.012	0.011	0.010	1.000	0.500
7.	MLBI	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
8.	MYOR	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
9.	PSDN	0.298	0.439	0.440	0.349	0.233
10.	ROTI	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
11.	SKBM	0.482	0.552	0.630	0.602	0.823
12.	SKLT	0.255	0.252	0.318	0.365	0.326
13.	STTP	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
14.	ULTJ	1.000	1.000	0.014	1.000	1.000

LAMPIRAN 5 Data Penelitian Variabel Dependen

No.	KODE	Kebijakan Dividen (DPR)				
		2017	2018	2019	2020	2021
1.	AISA	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2.	ALTO	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
3.	CEKA	0.249	0.641	0.276	0.327	0.000
4.	DLTA	0.745	1.133	0.982	1.613	0.000
5.	ICBP	0.472	0.561	0.451	0.381	0.392
6.	INDF	0.495	0.637	0.422	0.378	0.320
7.	MLBI	0.000	0.922	0.082	0.000	1.503
8.	MYOR	0.379	0.378	0.337	0.565	0.396
9.	PSDN	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
10.	ROTI	0.210	0.348	0.522	1.348	1.306
11.	SKBM	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
12.	SKLT	0.188	0.174	0.243	0.243	0.391
13.	STTP	0.000	0.000	0.159	0.000	0.000
14.	ULTJ	0.164	0.200	0.135	0.850	0.000

LAMPIRAN 6 Data Penelitian Variabel Independen

No.	KODE	Tahun	DER	CR	PastDiv	DER* GCG	CR* GCG	PastDiv* GCG
1.	AISA	2016	1.170	2.380	0.000	1.170	2.380	0.000
2.	AISA	2017	-1.592	0.210	0.000	-1.592	0.210	0.000
3.	AISA	2018	-1.526	0.150	0.000	-1.526	0.150	0.000
4.	AISA	2019	-2.127	0.410	0.000	-2.127	0.410	0.000
5.	AISA	2020	1.429	0.810	0.000	0.001	0.001	0.000
6.	ALTO	2016	1.423	0.750	0.000	1.423	0.750	0.000
7.	ALTO	2017	1.646	1.070	0.000	1.646	1.070	0.000
8.	ALTO	2018	1.867	0.760	0.000	1.867	0.760	0.000
9.	ALTO	2019	1.898	0.880	0.000	1.898	0.880	0.000
10.	ALTO	2020	1.966	0.830	0.000	1.966	0.830	0.000
11.	CEKA	2016	0.606	2.190	0.000	0.606	2.190	0.000
12.	CEKA	2017	0.542	2.220	0.119	0.542	2.220	0.119
13.	CEKA	2018	0.197	5.110	0.202	0.197	5.110	0.202
14.	CEKA	2019	0.231	4.800	0.416	0.206	4.267	0.369
15.	CEKA	2020	0.243	4.660	0.389	0.229	4.404	0.367
16.	DLTA	2016	0.183	7.600	0.524	0.000	0.000	0.000
17.	DLTA	2017	0.171	8.640	0.471	0.000	0.000	0.000
18.	DLTA	2018	0.186	7.200	0.606	0.000	0.000	0.000
19.	DLTA	2019	0.175	8.050	0.815	0.000	0.000	0.000
20.	DLTA	2020	0.202	7.500	0.953	0.000	0.000	0.000
21.	ICBP	2016	0.562	2.410	0.511	0.002	0.007	0.002
22.	ICBP	2017	0.556	2.430	0.625	0.002	0.007	0.002

23.	ICBP	2018	0.513	1.950	0.641	0.002	0.006	0.002
24.	ICBP	2019	0.451	2.540	0.621	0.001	0.008	0.002
25.	ICBP	2020	1.059	2.260	0.495	0.005	0.011	0.002
26.	INDF	2016	0.870	1.510	0.322	0.010	0.018	0.004
27.	INDF	2017	0.877	1.520	0.441	0.010	0.017	0.005
28.	INDF	2018	0.934	1.070	0.501	0.009	0.011	0.005
29.	INDF	2019	0.775	1.270	0.496	0.775	1.270	0.496
30.	INDF	2020	1.061	1.370	0.518	0.531	0.685	0.259
31.	MLBI	2016	1.772	0.680	0.276	0.000	0.000	0.000
32.	MLBI	2017	1.357	0.830	0.265	0.000	0.000	0.000
33.	MLBI	2018	1.475	0.780	0.265	0.000	0.000	0.000
34.	MLBI	2019	1.528	0.730	0.573	0.000	0.000	0.000
35.	MLBI	2020	1.028	0.890	0.335	0.000	0.000	0.000
36.	MYOR	2016	1.063	2.250	0.260	1.063	2.250	0.260
37.	MYOR	2017	1.028	2.390	0.307	1.028	2.390	0.307
38.	MYOR	2018	1.059	2.650	0.315	1.059	2.650	0.315
39.	MYOR	2019	0.923	3.430	0.368	0.923	3.430	0.368
40.	MYOR	2020	0.755	3.690	0.364	0.755	3.690	0.364
41.	PSDN	2016	1.333	1.060	0.000	0.397	0.316	0.000
42.	PSDN	2017	1.307	1.160	0.000	0.574	0.509	0.000
43.	PSDN	2018	1.872	1.020	0.000	0.824	0.449	0.000
44.	PSDN	2019	3.339	0.760	0.000	1.165	0.265	0.000
45.	PSDN	2020	5.370	0.770	0.000	1.251	0.179	0.000
46.	ROTI	2016	1.024	2.960	0.128	1.024	2.960	0.128

47.	ROTI	2017	0.617	2.260	0.132	0.617	2.260	0.132
48.	ROTI	2018	0.506	3.570	0.153	0.506	3.570	0.153
49.	ROTI	2019	0.514	1.690	0.269	0.514	1.690	0.269
50.	ROTI	2020	0.379	3.830	0.360	0.379	3.830	0.360
51.	SKBM	2016	1.719	1.110	0.116	0.829	0.535	0.056
52.	SKBM	2017	0.586	1.640	0.049	0.324	0.905	0.027
53.	SKBM	2018	0.702	1.380	0.000	0.442	0.869	0.000
54.	SKBM	2019	0.757	1.330	0.000	0.456	0.801	0.000
55.	SKBM	2020	0.839	1.360	0.000	0.690	1.119	0.000
56.	SKLT	2016	0.919	1.320	0.145	0.234	0.337	0.037
57.	SKLT	2017	1.069	1.260	0.117	0.269	0.318	0.029
58.	SKLT	2018	1.203	1.220	0.113	0.383	0.388	0.036
59.	SKLT	2019	1.079	1.290	0.171	0.394	0.471	0.062
60.	SKLT	2020	0.902	1.540	0.202	0.294	0.502	0.066
61.	STTP	2016	1.000	1.650	0.000	1.000	1.650	0.000
62.	STTP	2017	0.692	2.640	0.000	0.692	2.640	0.000
63.	STTP	2018	0.598	1.850	0.000	0.598	1.850	0.000
64.	STTP	2019	0.342	2.850	0.000	0.342	2.850	0.000
65.	STTP	2020	0.290	2.410	0.053	0.290	2.410	0.053
66.	ULTJ	2016	0.215	4.840	0.035	0.215	4.840	0.035
67.	ULTJ	2017	0.233	4.190	0.036	0.233	4.190	0.036
68.	ULTJ	2018	0.164	4.444	0.090	0.002	0.062	0.001
69.	ULTJ	2019	0.169	4.444	0.157	0.169	4.444	0.157
70.	ULTJ	2020	0.831	2.403	0.166	0.831	2.403	0.166

LAMPIRAN 7

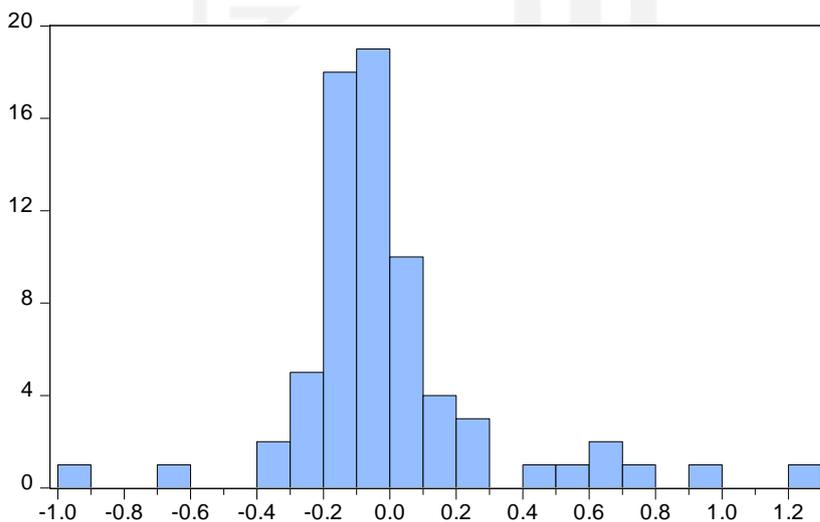
OLS

Dependent Variable: DPR
 Method: Least Squares
 Date: 08/10/22 Time: 18:40
 Sample: 1 70
 Included observations: 70

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.073063	0.095873	0.762083	0.4489
DER	-0.001818	0.069402	-0.026194	0.9792
CR	0.063793	0.031334	2.035898	0.0460
PASTDIV	0.469359	0.281099	1.669730	0.0999
DERGCG	-0.038756	0.097470	-0.397618	0.6923
CRGCG	-0.041677	0.048794	-0.854139	0.3963
PASTDIVGCG	0.668185	0.500716	1.334459	0.1869

R-squared	0.356097	Mean dependent var	0.307400
Adjusted R-squared	0.294773	S.D. dependent var	0.393460
S.E. of regression	0.330419	Akaike info criterion	0.717729
Sum squared resid	6.878132	Schwarz criterion	0.942579
Log likelihood	-18.12051	Hannan-Quinn criter.	0.807042
F-statistic	5.806798	Durbin-Watson stat	1.995147
Prob(F-statistic)	0.000073		

Uji Normalitas



Series: Residuals	
Sample 1 70	
Observations 70	
Mean	-4.60e-17
Median	-0.055883
Maximum	1.217794
Minimum	-0.998447
Std. Dev.	0.315726
Skewness	1.158744
Kurtosis	7.431247
Jarque-Bera	72.93621
Probability	0.000000

Uji Multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.009192	5.893356	NA
DER	0.004817	5.008143	2.806314
CR	0.000982	5.928072	2.339887
PASTDIV	0.079017	5.223010	2.743484
DERGCG	0.009500	3.835491	2.817325
CRGCG	0.002381	5.916362	3.297014
PASTDIVGCG	0.250716	3.450755	2.544468

Uji Autokorelasi

F-statistic	0.411023	Prob. F(2,61)	0.6648
Obs*R-squared	0.930787	Prob. Chi-Square(2)	0.6279

Uji Heteroskedastisitas

F-statistic	2.732116	Prob. F(6,63)	0.0201
Obs*R-squared	14.45333	Prob. Chi-Square(6)	0.0250

Uji ARCH LM

F-statistic	17.25005	Prob. F(1,65)	0.0001
Obs*R-squared	14.05170	Prob. Chi-Square(1)	0.0002

LAMPIRAN 8

ARCH 1

Dependent Variable: DPR

Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)

Date: 08/11/22 Time: 01:56

Sample: 1 70

Included observations: 70

Convergence achieved after 56 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

GARCH = C(8) + C(9)*RESID(-1)^2

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.058366	0.005054	-11.54824	0.0000
DER	0.015972	0.004347	3.674152	0.0002
CR	0.070268	0.006062	11.59060	0.0000
PASTDIV	0.670107	0.026636	25.15779	0.0000
DERGCG	-0.044189	0.006453	-6.848026	0.0000
CRGCG	-0.027938	0.006052	-4.616134	0.0000
PASTDIVGCG	0.428853	0.058247	7.362683	0.0000
Variance Equation				
C	-3.36E-05	0.000209	-0.161046	0.8721
RESID(-1)^2	4.982951	1.103593	4.515207	0.0000
R-squared	0.317721	Mean dependent var		0.307400
Adjusted R-squared	0.252742	S.D. dependent var		0.393460
S.E. of regression	0.340123	Akaike info criterion		-0.539808
Sum squared resid	7.288065	Schwarz criterion		-0.250716
Log likelihood	27.89329	Hannan-Quinn criter.		-0.424977
Durbin-Watson stat	1.922986			

GARCH (1,1)

Dependent Variable: DPR

Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)

Date: 07/13/22 Time: 11:49

Sample: 1 70

Included observations: 70

Failure to improve likelihood (non-zero gradients) after 306 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

GARCH = C(8) + C(9)*RESID(-1)^2 + C(10)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.040424	0.003590	-11.25876	0.0000
DER	0.011012	0.001367	8.054629	0.0000
CR	0.051680	0.006468	7.990132	0.0000
PASTDIV	0.916295	0.083223	11.01010	0.0000
DERGCG	-0.032363	0.001806	-17.91690	0.0000
CRGCG	-0.022649	0.005695	-3.976745	0.0001
PASTDIVGCG	0.244712	0.102420	2.389293	0.0169

Variance Equation				
C	9.78E-06	7.48E-05	0.130764	0.8960
RESID(-1)^2	5.671174	1.392257	4.073367	0.0000
GARCH(-1)	-0.003934	0.006105	-0.644416	0.5193

R-squared	0.302955	Mean dependent var	0.307403
Adjusted R-squared	0.236569	S.D. dependent var	0.393446
S.E. of regression	0.343771	Akaike info criterion	-0.656101
Sum squared resid	7.445263	Schwarz criterion	-0.334888
Log likelihood	32.96355	Hannan-Quinn criter.	-0.528511
Durbin-Watson stat	1.918479		

Residual GARCH (1,1)

