

**PENGARUH TATA KELOLA INTERNAL TERHADAP ARUS KAS BEBAS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA:  
PERAN MEDIASI PEMBAYARAN DIVIDEN**

Skripsi



oleh :

Jessica Soerjanto

11150039

**FAKULTAS BISNIS  
UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA  
YOGYAKARTA  
2018**

**PENGARUH TATA KELOLA INTERNAL TERHADAP ARUS KAS BEBAS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA:  
PERAN MEDIASI PEMBAYARAN DIVIDEN**

Skripsi

Diajukan kepada Fakultas Bisnis Jurusan Manajemen  
Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta  
Untuk Memenuhi Sebagian Syarat-syarat  
Guna Memperoleh Gelar  
Sarjana Manajemen

Disusun oleh :  
Jessica Soerjanto  
11150039

**DUTA WACANA**

FAKULTAS BISNIS

UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA

YOGYAKARTA

2018/2019

## HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi dengan judul:

**PENGARUH TATA KELOLA INTERNAL TERHADAP ARUS KAS BEBAS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA:  
PERAN MEDIASI PEMBAYARAN DIVIDEN**

telah diajukan dan dipertahankan oleh:

**JESSICA SOERJANTO**

**11150039**

dalam Ujian Skripsi Program Studi S1 Manajemen

Fakultas Bisnis

Universitas Kristen Duta Wacana

dan dinyatakan DITERIMA untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh gelar  
Sarjana Manajemen pada tanggal **18 JAN 2019**

**Nama Dosen**

**Tanda Tangan**

1. Dr. Perminas Pangeran, S.E., M.Si.  
(Ketua Tim)
2. Dra. Umi Murtini, M.Si  
(Dosen Penguji)
3. Ari Christianti, S.E., MSM  
(Dosen Penguji)

  
  


Yogyakarta, **23 JAN 2019**

Disahkan Oleh:

Dekan,



Dr. Singgih Santoso, MM

Wakil Dekan I Manajemen,

Drs. Sisnuhadi, MBA., Ph.D.

## PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Saya menyatakan bahwa sesungguhnya skripsi dengan judul:

**“Pengaruh Tata Kelola Internal terhadap Arus Kas Bebas pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia: Peran Mediasi Pembayaran Dividen”**

Yang saya kerjakan untuk melengkapi sebagian syarat untuk menjadi Sarjana pada Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta, adalah bukan hasil tiruan atau duplikasi dari karya pihak lain di Perguruan Tinggi atau instansi manapun, kecuali bagian yang sumber informasinya sudah dicantumkan sebagaimana mestinya.

Jika kemudian hari didapati bahwa hasil skripsi ini adalah hasil plagiasi atau tiruan dari karya pihak lain, maka saya bersedia dikenai sanksi yakni pencabutan gelar saya.

Yogyakarta, 16 Januari 2019



METERAI  
TEMPEL  
6000  
ENAM RIBU RUPIAH  
JESSICA SOERJANTO

11150039

## HALAMAN MOTTO

- *Hadapi dengan positif dan berikan yang terbaik.*
- *Kerja keras dan sikap pantang menyerah tidak akan pernah mengecewakanmu.*
- *Jangan pernah bergantung pada diri sendiri maupun pada orang lain, namun bergantunglah pada Tuhan, maka Tuhan akan beri jalan.*
- *Hargai sesuatu mulai dari yang kecil, apabila kita tidak bisa menghargai yang kecil maka kita tidak pantas untuk sesuatu yang besar.*
- *Hidup ini tidaklah mudah, tapi kita punya Tuhan.*
- *Kerjakan segalanya dengan segenap hatimu, biar Tuhan sempurnakan semua.*

©UKDW

## HALAMAN PERSEMBAHAN

Puji dan syukur kepada Tuhan Yesus Kristus atas segala berkat dan cinta-Nya yang selalu melimpah bagi penulis sehingga laporan skripsi dengan judul “Pengaruh Tata Kelola Internal terhadap Arus Kas Bebas pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia: Peran Mediasi Pembayaran Dividen”. Penulis merasa bahwa tidak akan bisa menyelesaikan laporan ini dengan baik tanpa bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh sebab itu, pada kesempatan ini penulis hendak mempersembahkan Laporan Skripsi kepada:

- Tuhan Yesus Kristus, atas berkat dan kuasa-Nya sehingga penulis mampu mengerjakan skripsi pada semester ini dan menyelesaikannya dengan baik.
- *Papa, Mama, Koko*, dan adik-adik yang selalu memberikan dukungan dan menemani kepada penulis sejak dari awal penulis mengerjakan laporan skripsi hingga mampu menyelesaikan laporan skripsi ini.
- Bapak Dr. Perminas Pangeran, S.E., M.Si., selaku dosen pembimbing skripsi penulis yang sudah membimbing dan memberikan dukungan bagi penulis dari awal proses pengerjaan laporan skripsi hingga terselesainya laporan skripsi ini.
- Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana, yang sudah memfasilitasi penulis dan membantu penulis menyelesaikan proses selama pengerjaan skripsi hingga semua terselesaikan dengan baik dan lancar.
- Teman seperjuangan Skripsi di semester tujuh ini, yang sudah membantu memberikan informasi serta dukungan bagi penulis untuk menyelesaikan laporan skripsi ini.
- Teman-teman program studi manajemen angkatan 2015, yang telah memberi dukungan kepada penulis untuk menyelesaikan laporan skripsi ini.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis ucapkan kepada Tuhan Yesus Kristus atas berkat dan kasih-Nya yang sungguh melimpah sehingga penulis dapat menyelesaikan laporan skripsi dengan judul “Pengaruh Tata Kelola Internal terhadap Arus Kas Bebas Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia: Peran Mediasi Pembayaran Dividen”. Laporan ini bertujuan untuk menambah wawasan bagi siapa saja agar dapat mengetahui apakah ada pengaruh mediasi dari pembayaran dividen pada hubungan tata kelola internal dan arus kas bebas. Selain itu, laporan ini juga dibuat untuk memenuhi syarat guna memperoleh gelar Sarjana Manajemen di Universitas Kristen Duta Wacana.

Dalam penyusunan laporan skripsi ini tentu tidak lepas dari pengarahan, bimbingan serta dukungan dari berbagai pihak. Maka pada kesempatan ini penulis hendak mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang sudah membantu, membimbing dan memberi dukungan kepada penulis selama proses penyusunan laporan ini. Penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Tuhan Yesus Kristus atas berkat dan kasih-Nya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan laporan skripsi ini dengan baik dan tanpa halangan.
2. *Papa, Mama*, dan adik-adik yang selalu memberikan dukungan pada penulis selama mengerjakan skripsi hingga terselesainya laporan skripsi ini.
3. *Koko* Edwin yang selalu setia menemani dan memberi dukungan kepada penulis selama masa pengerjaan hingga laporan skripsi ini selesai.
4. Bapak Dr. Perminas Pangeran, S.E., M.Si. selaku dosen pembimbing yang selalu memberikan pengarahan, bimbingan serta dukungan mulai dari saat mulai proses pembuatan laporan skripsi hingga selesai.
5. Semua *staff* Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana yang sudah membantu penulis selama proses penyusunan laporan skripsi hingga terselesainya laporan ini.

Akhir kata, penulis hendak mengucapkan terima kasih juga kepada pihak-pihak yang sudah membantu dan memberikan dukungan kepada penulis yang mana

penulis tidak dapat menyebutkan satu per satu pihak yang terkait tersebut. Dalam penulisan laporan skripsi ini, penulis menyadari bahwa laporan ini masih jauh dari kata sempurna. Akan tetapi penulis sudah berusaha menyusun laporan dengan sebaik mungkin dan apabila ada kritik atau saran yang mampu membangun serta memperbaiki laporan ini tentu akan bermanfaat bagi penulis.

Yogyakarta, 16 Januari 2019

Penulis

Jessica Soerjanto

©UKDW



## DAFTAR ISI

HALAMAN COVER.....	
HALAMAN PENGAJUAN.....	
HALAMAN PENGESAHAN .....	i
PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN MOTTO.....	iii
HALAMAN PERSEMBAHAN .....	iv
KATA PENGANTAR .....	v
DAFTAR ISI .....	vii
DAFTAR TABEL.....	ix
DAFTAR GAMBAR .....	x
DAFTAR LAMPIRAN.....	xi
ABSTRAK.....	xii
ABSTRACT .....	xiii
<b>BAB 1 PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan Penelitian .....	5
1.4 Manfaat Penelitian .....	6
1.5 Batasan Masalah.....	7
<b>BAB 2 LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS.....</b>	<b>9</b>
2.1 Landasan Teori.....	9
2.1.1 Arus Kas Bebas.....	9
2.1.2 Kebijakan Dividen.....	15
2.1.3 Tata Kelola Internal .....	17
2.1.4 Penelitian Terdahulu.....	36
2.2 Pengembangan Hipotesis .....	38
2.2.1 Pengaruh Tata Kelola Internal: Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial terhadap Arus Kas Bebas .....	38
2.2.2 Pengaruh Pembayaran Dividen terhadap Arus Kas Bebas.....	40
2.2.3 Pengaruh Tata Kelola Internal: Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, terhadap Arus Kas Bebas melalui Pembayaran Dividen sebagai Mediasi .....	41
2.2.4 Kerangka Penelitian .....	43
<b>BAB 3 METODA PENELITIAN.....</b>	<b>45</b>
3.1 Metode Pengumpulan Data .....	45
3.2 Jenis dan Sumber Data .....	45
3.3 Populasi dan Sampel Penelitian .....	46
3.4 Definisi Operasional .....	49
3.4.1 Variabel Dependen .....	49
3.4.2 Variabel Independen .....	50

3.4.3	Variabel Mediasi.....	51
3.4.4	Variabel Kontrol.....	53
3.5	Statistik Deskriptif.....	54
3.6	Data Screening dan Transformasi Data .....	54
3.6.1	Normalitas .....	55
3.6.2	Transformasi Data.....	55
3.6.3	Data Outlier .....	56
3.7	Uji Asumsi Klasik .....	57
3.7.1	Uji Normalitas.....	58
3.7.2	Uji Autokorelasi.....	58
3.7.3	Uji Multikolinieritas .....	60
3.7.4	Uji Heteroskedastisitas.....	61
3.8	Uji Kelayakan Model.....	62
3.8.1	Outer Model .....	63
3.8.2	Inner Model.....	63
3.9	Model Empiris .....	65
3.9.1	<i>Path Analysis</i> .....	65
3.9.2	<i>Bootstrapping</i> .....	69
<b>BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>		<b>70</b>
4.1	Hasil Penelitian .....	70
4.1.1	Statistik Deskriptif.....	70
4.1.2	Data Screening dan Transformasi .....	72
4.1.3	Uji Asumsi Klasik .....	77
4.1.4	Uji Kelayakan Model.....	81
4.1.5	Model Empiris .....	87
4.1.6	Pengujian dengan Menyertakan Data <i>Outlier</i> .....	94
4.1.7	Pengujian Variabel Kontrol .....	98
4.2	Hasil Pembahasan .....	100
4.2.1	Pengaruh Tata Kelola Internal: Komisaris Independen terhadap Arus Kas Bebas .....	100
4.2.2	Pengaruh Tata Kelola Internal: Kepemilikan Manajerial terhadap Arus Kas Bebas .....	101
4.2.3	Pengaruh Pembayaran Dividen terhadap Arus Kas Bebas.....	102
4.2.4	Pengaruh Tata Kelola Internal: Komisaris Independen terhadap Arus Kas Bebas melalui Pembayaran Dividen sebagai Mediasi .....	103
4.2.5	Pengaruh Tata Kelola Internal: Kepemilikan Manajerial terhadap Arus Kas Bebas melalui Pembayaran Dividen sebagai Mediasi .....	104
<b>BAB 5 KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN .....</b>		<b>107</b>
5.1	Kesimpulan .....	107
5.2	Keterbatasan Penelitian.....	109
5.3	Saran.....	110
5.3.1	Bagi Penelitian Selanjutnya.....	110
5.3.2	Bagi Perusahaan .....	111
5.3.3	Bagi Investor .....	112
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>		<b>113</b>
<b>LAMPIRAN .....</b>		<b>116</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Ringkasan Proses Pengambilan Sampel .....	48
Tabel 3.2 Nama Perusahaan yang menjadi Sampel Data.....	49
Tabel 3.3 Definisi Operasional Variabel Independen .....	51
Tabel 3.4 Definisi Operasional Variabel Kontrol .....	54
Tabel 3.5 Bentuk Transformasi Data .....	56
Tabel 3.6 Ringkasan Pengambilan Keputusan Uji Asumsi Klasik .....	62
Tabel 3.7 Ringkasan Pengambilan Keputusan untuk <i>Outer Model</i> dan <i>Inner Model</i> .....	65
Tabel 4.1 Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	70
Tabel 4.2 Uji Normalitas Data .....	72
Tabel 4.3 Uji Normalitas Data setelah Transfromasi.....	75
Tabel 4.4 Nilai Skor Outlier.....	77
Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas .....	77
Tabel 4.6 Hasil Uji Autokorelasi .....	78
Tabel 4.7 Hasil Uji Durbin-Watson .....	79
Tabel 4.8 Hasil Uji Multikolinieritas .....	79
Tabel 4.9 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	80
Tabel 4.10 Ringkasan Hasil Pengambilan Keputusan Uji Asumsi Klasik.....	81
Tabel 4.11 Nilai VIF Evaluasi Outer Model.....	83
Tabel 4.12 Nilai R Square Evaluasi Inner Model .....	84
Tabel 4.13 Nilai R Square Adjusted Evaluasi Inner Model.....	84
Tabel 4.14 Nilai F Square Evaluasi Inner Model.....	85
Tabel 4.15 Model Summary IBM SPSS 23 .....	85
Tabel 4.16 Ringkasan Pengambilan Keputusan Outer Model dan Inner Model.....	86
Tabel 4.17 Hasil Uji <i>Path Coefficients</i> .....	89
Tabel 4.18 Hasil Uji <i>Indirect Effect</i> .....	92
Tabel 4.19 Hasil Uji <i>Total Effect</i> .....	93
Tabel 4.20 Hasil Uji <i>Path Coefficient</i> dengan Data Outlier.....	94
Tabel 4.21 Hasil Uji <i>Indirect Effect</i> dengan Data Outlier.....	95
Tabel 4.22 Hasil Uji <i>Total Effect</i> dengan Data Outlier .....	96
Tabel 4.23 Ringkasan Hasil Pengujian Variabel Kontrol .....	99

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Diagram Arus Kas Bebas di Indonesia .....	1
Gambar 2.1 Struktur <i>Board of Directors</i> dalam <i>One Tier System</i> .....	31
Gambar 2.2 Struktur Dewan Komisaris dan Dewan Direksi dalam <i>Two Tier System</i> .....	32
Gambar 2.3 Kerangka Penelitian .....	43
Gambar 3.1 Hasil Pengujian uji Durbin-Watson .....	59
Gambar 3.2 Bagan Penjelasan Variabel Mediator .....	66
Gambar 3.3 <i>Path Analysis</i> menggunakan PLS dalam SmartPLS 3.0 .....	68
Gambar 4.1 Grafik Variabel FCF (Arus Kas Bebas) .....	73
Gambar 4.2 Grafik Variabel SIZE (Ukuran Perusahaan) .....	73
Gambar 4.3 Grafik Variabel DPR (Pembayaran Dividen).....	74
Gambar 4.4 Grafik Variabel IND (Komisaris Independen).....	74
Gambar 4.5 Grafik Variabel MAN (Kepemilikan Manajerial).....	74
Gambar 4.6 Model <i>Partial Least Square</i> .....	82
Gambar 4.7 <i>Path Analysis</i> dengan <i>Partial Least Square</i> .....	88

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Perusahaan Manufaktur (2012-2017) .....	116
Lampiran 2 Sampel Perusahaan .....	118
Lampiran 3 Hasil Uji Statistik Deskriptif pada 9 perusahaan Manufaktur .....	119
Lampiran 4 Hasil Uji Normalitas Data .....	119
Lampiran 5 Hasil Uji Normalitas setelah di Transform.....	120
Lampiran 6 Hasil Uji Normalitas Residual .....	120
Lampiran 7 Hasil Uji Autokorelasi .....	121
Lampiran 8 Hasil Uji Multikolinieritas.....	121
Lampiran 9 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	121
Lampiran 10 Hasil Uji Multikolinieritas dengan SmartPLS .....	122
Lampiran 11 Hasil Uji R Square dengan SmartPLS .....	122
Lampiran 12 Hasil Uji Adjusted R Square dengan SmartPLS .....	122
Lampiran 13 Hasil Uji F Square dengan SmartPLS .....	123
Lampiran 14 Hasil Uji Koefisien Determinas.....	123
Lampiran 15 Hasil Uji <i>Path Analysis</i> dengan SmartPLS.....	123
Lampiran 16 Hasil Uji <i>Bootstrapping</i> dengan SmartPLS .....	124
Lampiran 17 Hasil Pengujian hanya Variabel Kontrol dengan SmartPLS .....	124
Lampiran 18 Hasil Pengujian Tanpa Variabel Kontrol dengan SmartPLS.....	124
Lampiran 19 Hasil Uji <i>Path Analysis</i> menyertakan data <i>outlier</i> dengan SmartPLS	125
Lampiran 20 Hasil Uji <i>Bootstrapping</i> menyertakan data <i>outlier</i> dengan SmartPLS	125
Lampiran 21 Kartu Konsultasi .....	126
Lampiran 22 Formulir Revisi Judul .....	128

**PENGARUH TATA KELOLA INTERNAL TERHADAP ARUS KAS BEBAS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA:  
PERAN MEDIASI PEMBAYARAN DIVIDEN**

**Jessica Soerjanto**

**11150039**

Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis

Universitas Kristen Duta Wacana

Email: [jessnasewui@gmail.com](mailto:jessnasewui@gmail.com)

**ABSTRAK**

Keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan adalah hal yang penting sehingga memiliki arus kas bebas yang besar tentu semakin menunjang perusahaan dalam melakukan investasi. Akan tetapi, keberadaan arus kas yang besar dalam perusahaan berpotensi menimbulkan konflik keagenan. Tujuan penelitian ini untuk menguji pengaruh mediasi dari pembayaran dividen terhadap hubungan antara tata kelola internal (diproksikan dengan variabel komisaris independen dan kepemilikan manajerial) dan arus kas bebas. Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2017. Metode analisis yang digunakan adalah *Partial Least Square* (PLS-SEM). Hasil penelitian menunjukkan ada pengaruh mediasi penuh dari pembayaran dividen pada hubungan antara kepemilikan manajerial dan arus kas bebas. Komisaris independen berpengaruh positif terhadap arus kas bebas, namun tidak ditemukan efek mediasi dari komisaris independen terhadap arus kas melalui pembayaran dividen. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap arus kas bebas, dan pembayaran dividen berpengaruh negatif terhadap arus kas bebas.

Kata kunci: Tata kelola internal, pembayaran dividen, arus kas bebas, konflik keagenan.

**THE EFFECT OF INTERNAL GOVERNANCE ON FREE CASH FLOWS ON  
MANUFACTURING FIRM IN INDONESIA STOCK EXCHANGE: THE  
MEDIATING ROLE OF DIVIDEND PAYMENT**

**Jessica Soerjanto**

**11150039**

Management Studies Program Faculty of Business

Duta Wacana Christian University

Email: [jessnasewui@gmail.com](mailto:jessnasewui@gmail.com)

**ABSTRACT**

*The existence of free cash flow in the company is important so having a large amount of free cash flow certainly supports the company in making investments. However, the presence of large amount of free cash flows in the company turned out to lead to agency conflicts. The aim of this study is to examine the mediating effect of dividend payments on the relationship between internal governance (proxied by independent commissioner variables and managerial ownership) and free cash flow. The sample of this study is a manufacturing firm listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2012-2017. The analytical method used is Partial Least Square (PLS-SEM). The results of the study indicate that there is a full mediating effect of dividend payments on the relationship between managerial ownership and free cash flow. Independent commissioners have a positive effect on free cash flows, but no mediating effect of independent commissioners on cash flows has been found through dividend payments. Managerial ownership has a negative effect on free cash flow, and dividend payments have a negative effect on free cash flow.*

*Keywords: Internal governance, dividend payments, free cash flow, agency conflict.*

**PENGARUH TATA KELOLA INTERNAL TERHADAP ARUS KAS BEBAS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA:  
PERAN MEDIASI PEMBAYARAN DIVIDEN**

**Jessica Soerjanto**

**11150039**

Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis

Universitas Kristen Duta Wacana

Email: [jessnasewui@gmail.com](mailto:jessnasewui@gmail.com)

**ABSTRAK**

Keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan adalah hal yang penting sehingga memiliki arus kas bebas yang besar tentu semakin menunjang perusahaan dalam melakukan investasi. Akan tetapi, keberadaan arus kas yang besar dalam perusahaan berpotensi menimbulkan konflik keagenan. Tujuan penelitian ini untuk menguji pengaruh mediasi dari pembayaran dividen terhadap hubungan antara tata kelola internal (diproksikan dengan variabel komisaris independen dan kepemilikan manajerial) dan arus kas bebas. Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2017. Metode analisis yang digunakan adalah *Partial Least Square* (PLS-SEM). Hasil penelitian menunjukkan ada pengaruh mediasi penuh dari pembayaran dividen pada hubungan antara kepemilikan manajerial dan arus kas bebas. Komisaris independen berpengaruh positif terhadap arus kas bebas, namun tidak ditemukan efek mediasi dari komisaris independen terhadap arus kas melalui pembayaran dividen. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap arus kas bebas, dan pembayaran dividen berpengaruh negatif terhadap arus kas bebas.

Kata kunci: Tata kelola internal, pembayaran dividen, arus kas bebas, konflik keagenan.



**THE EFFECT OF INTERNAL GOVERNANCE ON FREE CASH FLOWS ON  
MANUFACTURING FIRM IN INDONESIA STOCK EXCHANGE: THE  
MEDIATING ROLE OF DIVIDEND PAYMENT**

**Jessica Soerjanto**

**11150039**

Management Studies Program Faculty of Business

Duta Wacana Christian University

Email: [jessnasewui@gmail.com](mailto:jessnasewui@gmail.com)

**ABSTRACT**

*The existence of free cash flow in the company is important so having a large amount of free cash flow certainly supports the company in making investments. However, the presence of large amount of free cash flows in the company turned out to lead to agency conflicts. The aim of this study is to examine the mediating effect of dividend payments on the relationship between internal governance (proxied by independent commissioner variables and managerial ownership) and free cash flow. The sample of this study is a manufacturing firm listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2012-2017. The analytical method used is Partial Least Square (PLS-SEM). The results of the study indicate that there is a full mediating effect of dividend payments on the relationship between managerial ownership and free cash flow. Independent commissioners have a positive effect on free cash flows, but no mediating effect of independent commissioners on cash flows has been found through dividend payments. Managerial ownership has a negative effect on free cash flow, and dividend payments have a negative effect on free cash flow.*

*Keywords: Internal governance, dividend payments, free cash flow, agency conflict.*

## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang Masalah

Keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan adalah hal yang penting. Menurut Rosdini (2009), porsi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada arus kas bebas ini. Selain itu, arus kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas (Arieska & Gunawan, 2011). Berikut adalah data mengenai jumlah arus kas bebas di perusahaan manufaktur Indonesia periode 2012 hingga 2017 yang digunakan sebagai sampel pada penelitian ini:



Gambar 1.1 Diagram Arus Kas Bebas di Indonesia

Di Indonesia sendiri dapat dilihat bahwa keberadaan arus kas bebas dalam perusahaan pada tahun 2012 hingga 2014 naik terus hingga cukup tinggi, namun pada tahun 2015 sempat turun cukup signifikan. Memiliki arus kas bebas yang besar tentu akan semakin menunjang perusahaan dalam melakukan investasi tambahan seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya. Akan tetapi,

keberadaan arus kas yang besar dalam perusahaan ternyata menimbulkan adanya konflik keagenan. Dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan Guizani (2018) rata-rata arus kas bebas penelitian tersebut, yaitu 4% lebih rendah daripada rata-rata arus kas bebas penelitian di Indonesia pada perusahaan manufaktur, yaitu 6%. Tingginya arus kas bebas ini memungkinkan perusahaan mengalami potensi konflik keagenan.

Ketika arus kas bebas tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan arus kas bebas tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan arus kas bebas dengan *return* yang lebih kecil (Smith & Kim, 1994). Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan *net present value* yang negatif. Tindakan yang dilakukan oleh manajer ini akhirnya menimbulkan konflik keagenan. Hal tersebut disebut konflik keagenan karena masalah ini muncul ketika timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Guizani (2018) mengatakan bahwa penting bagi perusahaan untuk menemukan cara membatasi arus kas bebas dalam menghadapi peluang investasi.

Fairchild (2010) menemukan cara membatasi arus kas bebas adalah dengan membayarkan kelebihan arus kas sebagai dividen. Arus kas yang besar ini dikembalikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dengan tujuan agar tidak disalahgunakan untuk kegiatan di luar kepentingan pemegang saham. Hal itu menjadi salah satu solusi untuk menurunkan risiko timbulnya konflik keagenan. Selain itu, banyak investor atau pemegang saham lebih suka pada dividen daripada menjadikan keuntungan tersebut menjadi laba yang ditahan karena lebih pasti. Pemegang saham

beranggapan bahwa laba ditahan yang diinvestasikan ke perusahaan selalu mengandung risiko yang tinggi serta bisa disalahgunakan atau diinvestasikan pada investasi yang hanya menguntungkan manajemen. Alasan lainnya, pembayaran dividen juga mendisiplinkan manajemen perusahaan. Singkatnya, pembayaran dividen dapat menurunkan laba ditahan sehingga meningkatkan kebutuhan manajer pergi ke pasar keuangan untuk mengumpulkan dana, di mana pemantauan dapat tetap dilakukan (Guizani, 2014). Adanya pemantau oleh pihak eksternal dianggap mampu mengurangi insentif manajer dalam melakukan investasi yang boros atau menguntungkan pihak manajemen. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penemuan dari Guizani (2018) yaitu pembayaran dividen adalah solusi terbaik untuk mengurangi dana arus kas bebas di perusahaan karena semua dana didistribusikan yang berfungsi sebagai mekanisme pendisiplinan, sehingga mengurangi biaya agensi.

Di sisi lain, ada juga beberapa penelitian yang menemukan bahwa masalah keagenan dapat dikurangi dengan memiliki tata kelola perusahaan yang baik. Pada penelitian Guizani (2018) menemukan bahwa mekanisme tata kelola yang baik dapat menurunkan masalah keagenan dengan cara mengurangi jumlah arus kas bebas yang tersedia. Hal ini juga didukung penelitian dari McKnight & Weir (2009) berpendapat bahwa ada berbagai struktur tata kelola optimal yang konsisten dengan pemaksimalan hasil kinerja (penghematan biaya agensi). Dari penelitian yang terdahulu membuat Guizani (2018) menyarankan bahwa struktur tata kelola perusahaan tertentu muncul untuk mengurangi masalah yang terkait dengan investasi berlebih. Mitton (2004) menyebutkan tata kelola yang baik memicu pembayaran dividen yang tinggi.

Secara keseluruhan, penelitian sebelumnya hanya meneliti pada hubungan antara tata kelola dan arus kas bebas. Pada penelitian terdahulu dalam Guizani (2018)

menemukan bahwa ada beberapa karakteristik tata kelola perusahaan yang diketahui memiliki efek pada arus kas bebas. Pada penelitian Kouki & Guizani (2009) menemukan hubungan antara arus kas bebas dan pembayaran dividen guna menghindari biaya agensi. Dari penelitian sebelumnya ada beberapa hal yang masih kurang jelas yaitu apakah pembayaran dividen itu memiliki efek tertentu bagi tata kelola perusahaan dengan arus kas bebas. Masalah tersebut kemudian dijawab pada penelitian Guizani (2018) yang menemukan ada efek tidak langsung antara tata kelola internal dengan arus kas bebas melalui pembayaran dividen. Dari penelitian tersebut Guizani (2018) juga menemukan adanya efek mediasi dari pembayaran dividen terhadap hubungan antara tata kelola dan arus kas bebas.

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang sudah dilakukan oleh Guizani (2018). Meskipun demikian, ada beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan sebelumnya seperti penelitian ini hanya berfokus pada kepemilikan manajerial dan komisaris independen yaitu proksi dari tata kelola perusahaan, penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur dan menggunakan perusahaan yang berada di Indonesia. Namun, persamaannya adalah penelitian ini juga menggunakan arus kas bebas sebagai variabel dependen serta pembayaran dividen sebagai variabel mediasinya.

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan di atas, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai **“Pengaruh Tata Kelola Internal terhadap Arus Kas Bebas pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia: Peran Mediasi dari Pembayaran Dividen”**.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka dapat dirumuskan beberapa faktor permasalahan dalam penelitian ini yaitu:

- a. Apakah kepemilikan manajerial dan komisaris independen berpengaruh pada tingkat arus kas bebas di perusahaan?
- b. Apakah pembayaran dividen berpengaruh pada tingkat arus kas bebas di perusahaan?
- c. Apakah ada pengaruh mediasi dari pembayaran dividen pada hubungan tata kelola internal (kepemilikan manajerial dan komisaris independen) dan arus kas bebas di perusahaan?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka penelitian ini bertujuan untuk:

- a. Menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan komisaris independen pada tingkat arus kas bebas di perusahaan.
- b. Menguji pengaruh pembayaran dividen secara berkala pada tingkat arus kas bebas di perusahaan.
- c. Menguji pengaruh mediasi dari pembayaran dividen pada hubungan tata kelola internal (kepemilikan manajerial dan komisaris independen) dan arus kas bebas di perusahaan.

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah, rumusan masalah dan tujuan penelitian maka penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

a. Bagi Perusahaan

Penelitian ini dapat memberikan panduan bagi perusahaan dalam pengimplementasian kebijakan tata kelola internal yang baik untuk melindungi kepentingan pemegang saham dan memberikan solusi yaitu pembayaran dividen kepada perusahaan dalam usaha membatasi arus kas bebas. Hasil dari penelitian ini diharapkan mampu menunjukkan pengaruh tata kelola internal serta pengaruh pembayaran dividen terhadap kontribusinya dalam mengurangi jumlah arus kas bebas di perusahaan sehingga mengurangi tingkat terjadinya konflik keagenan di perusahaan.

b. Bagi Pemerintah

Penelitian ini menawarkan wawasan bagi pemerintah atau pembuat kebijakan negara yang tertarik dalam mengembangkan tata kelola perusahaan agar mampu mengatasi konflik keagenan yang menjadi masalah utama pada suatu perusahaan.

c. Bagi Akademisi

Kontribusi penelitian ini untuk akademisi adalah memberikan bukti empiris mengenai bagaimana kebijakan dividen dan mekanisme tata kelola internal dapat menyelesaikan masalah agensi melalui membatasi arus kas bebas di perusahaan serta pengaruh mediasi dari pembayaran dividen pada hubungan tata kelola internal (kepemilikan manajerial dan komisaris

independen) dan arus kas bebas di perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan mampu memberikan tambahan wawasan sebagai dasar penelitian selanjutnya.

d. Bagi Peneliti

Peneliti mampu menerapkan dan mengembangkan ilmu yang telah di dapat dari bangku kuliah dalam memahami bagaimana kebijakan dividen dan mekanisme tata kelola internal dapat menyelesaikan masalah agensi melalui membatasi arus kas bebas di perusahaan serta pengaruh mediasi dari pembayaran dividen pada hubungan tata kelola internal (kepemilikan manajerial dan komisaris independen) dan arus kas bebas di perusahaan.

### 1.5 Batasan Masalah

Penelitian ini memiliki beberapa batasan untuk menghindari agar tidak terjadi permasalahan yang meluas. Batasan penelitian tersebut antara lain:

- a. Penelitian ini hanya menggunakan dua variabel untuk tata kelola internal yaitu kepemilikan manajerial dan komisaris independen.
- b. Penelitian ini memiliki satu variabel dependen yaitu arus kas bebas dan satu variabel mediasi yaitu pembayaran dividen.
- c. Variabel kontrol yang digunakan pada penelitian ini adalah, *firm size* dan *leverage*.
- d. Penelitian ini berfokus pada perusahaan non-keuangan khususnya perusahaan manufaktur. Hal ini dikarenakan pada perusahaan keuangan seperti perbankan dan asuransi berada di bawah pengawasan pemerintah sehingga, pasti memiliki tata kelola yang baik. Dengan tata kelola yang baik membuat konflik agensi lebih sedikit ditemui. Sementara itu, pada perusahaan non-keuangan cenderung



lebih memiliki peluang terjadinya konflik agensi karena penerapan tata kelola yang baik belum optimal seperti perusahaan keuangan.

- e. Penelitian ini juga hanya menggunakan perusahaan manufaktur di Indonesia yang sudah menerapkan *Good Corporate Governance* (GCG).

©UKDW

## BAB 5

### KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis mengenai pengaruh tata kelola internal terhadap arus kas bebas pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia: peran mediasi pembayaran dividen periode tahun 2012-2017, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Kehadiran komisaris independen berpengaruh positif terhadap tingkat arus kas bebas. Hal ini dapat diartikan bahwa kehadiran komisaris independen di perusahaan Indonesia ternyata tidak menurunkan tingkat arus kas bebas. Dengan kehadiran komisaris independen justru berpeluang meningkatnya tingkat arus kas bebas, kemungkinan yang dapat terjadi yaitu komisaris independen tidak menjalankan tugas pengawasannya dengan baik dan cenderung pasif. Komisaris independen yang pasif tentu tidak berupaya untuk mengurangi tingkat arus kas bebas, sehingga tingkat arus kas bebas berpotensi meningkat. Arus kas bebas di Indonesia pada penelitian ini memiliki rata-rata sebesar 0,0593 jika dibulatkan menjadi 6% sementara pada penelitian Guizani (2018) rata-rata arus kas bebas sebesar 0,038 jika dibulatkan menjadi 4%. Pada penelitian sebelumnya, arus kas bebas sebesar 4% sudah menimbulkan konflik keagenan, sehingga berpacu pada penelitian tersebut maka arus kas bebas di Indonesia dianggap tinggi karena  $6% > 4%$ .
2. Kepemilikan manajerial yang besar berpengaruh negatif terhadap tingkat arus kas bebas. Hal ini dapat diartikan bahwa kepemilikan manajerial yang

besar rupanya mampu menurunkan tingkat arus kas bebas karena apabila manajemen mempunyai kepemilikan saham di perusahaan akan cenderung bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham karena terdapat kesamaan kepentingan antara keduanya. Namun, pada perusahaan Indonesia, kepemilikan manajerial dapat berpengaruh negatif terhadap tingkat arus kas bebas karena rata-rata jumlah kepemilikannya masih kecil dibandingkan rata-rata jumlah kepemilikan manajerial pada negara lain.

3. Pembayaran dividen khususnya dividen tunai berpengaruh negatif terhadap tingkat arus kas bebas. Hal ini dapat diartikan bahwa kelebihan arus kas bebas yang ada pada perusahaan digunakan untuk membayar dividen, maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen tunai membuat semakin rendah tingkat arus kas bebasnya.
4. Tidak ada efek mediasi dari pembayaran dividen terhadap hubungan antara kehadiran komisaris independen dengan tingkat arus kas bebas. Hal ini disebabkan karena kehadiran komisaris independen tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen padahal hal tersebut merupakan salah satu syarat pengujian mediasi bahwa variabel independen harus signifikan terhadap variabel mediasinya. Selain itu, pada uji *bootstrapping* juga tidak ditemukan pengaruh tidak langsung antara kehadiran komisaris independen dengan arus kas bebas yang memperkuat alasan tidak adanya efek mediasi dalam hubungan tersebut.
5. Ada pengaruh mediasi dari pembayaran dividen terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dan arus kas bebas. Kepemilikan manajerial yang besar berpengaruh positif terhadap arus kas bebas melalui pembayaran

dividen sebagai variabel mediasi. Artinya kepemilikan manajerial menaikkan tingkat arus kas bebas dengan pembayaran dividen rendah. Namun, jika tujuannya adalah menurunkan tingkat arus kas bebas untuk menekan risiko terjadinya konflik keagenan maka rasio pembayaran dividen harus tinggi. Karena terdapat pengaruh mediasi, maka hasil dari penelitian juga dapat dijelaskan bahwa untuk menurunkan tingkat arus kas bebas, rasio pembayaran dividen haruslah tinggi sehingga perlu menurunkan kepemilikan manajerial. Perubahan arah koefisien ini disebabkan adanya pengaruh mediasi dari pembayaran dividen.

6. Variabel pembayaran dividen berperan sebagai variabel mediasi pada hubungan antara kepemilikan manajerial dan arus kas bebas serta memiliki bentuk mediasi penuh atau mediasi sempurna. Hal tersebut dibuktikan dari hasil analisis dimana yang awalnya kepemilikan manajerial signifikan terhadap arus kas bebas, kemudian menjadi tidak signifikan setelah hadirnya variabel mediasi yaitu pembayaran dividen. Sementara, pembayaran dividen tetap signifikan terhadap arus kas bebas.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan seperti:

- Proksi dari variabel tata kelola internal yang digunakan pada penelitian ini hanya dua yaitu komisaris independen dan kepemilikan manajerial. Padahal masih banyak proksi dari variabel tata kelola internal yang mungkin juga bisa berpengaruh.

- Penelitian ini hanya berfokus pada perusahaan manufaktur saja. Kemungkinan hasil yang diperoleh akan lebih baik jika bisa dikembangkan menggunakan perusahaan lainnya.
- Sampel yang digunakan pada penelitian ini terlalu sedikit sehingga menimbulkan kesenjangan data dan membuat hasil menjadi kurang maksimal. Sample yang sedikit ini disebabkan beberapa perusahaan di Indonesia tidak konsisten melakukan pembayaran dividen secara berkala setiap tahunnya dan juga pada tahun 2012 beberapa perusahaan masih belum memiliki kepemilikan manajerial.
- Penelitian ini tidak memperhatikan faktor-faktor lain yang mempengaruhi tingkat arus kas bebas secara lebih besar.
- Penelitian ini tidak menguji pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan sehingga tidak dapat mengetahui secara pasti apakah kenaikan arus kas bebas tersebut membawa dampak yang positif atau dampak yang negatif.

### **5.3 Saran**

#### **5.3.1 Bagi Penelitian Selanjutnya**

Pada penelitian ini hanya menggunakan variabel-variabel yang terbatas, selain itu proksi untuk tata kelola internal yang digunakan hanya dua. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan bisa menambah proksi-proksi lain untuk tata kelola internal serta menambah variabel-variabel lain yang mungkin memiliki pengaruh yang besar terhadap tingkat arus kas bebas. Kemudian penelitian hanya berfokus pada perusahaan manufaktur membuat hasil penelitian ini tidak dapat digeneralkan untuk semua jenis perusahaan. Akan lebih baik untuk penelitian selanjutnya bisa juga menggunakan perusahaan-perusahaan yang lain. Penelitian ini membatasi waktu pengamatan yaitu

enam tahun mulai dari tahun 2012 hingga tahun 2107. Batasan waktu pengamatan membuat data sampel yang diperoleh juga sedikit sehingga hasil menjadi kurang maksimal. Apabila waktu pengamatan bisa dilakukan lebih lama dan bisa mendapatkan data sampel yang lebih banyak, hasil yang diperolehpun akan lebih maksimal lagi. Penelitian ini juga hanya berpacu penelitian Guizani (2018) saja, namun akan lebih bagus apabila untuk penelitian mendatang bisa menggunakan atau menyatukan beberapa penelitian agar model penelitian bisa lebih kompleks dan lengkap lagi. Pada penelitian selanjutnya juga diharapkan dapat menguji tingkat arus kas bebas yang optimal agar dapat melakukan pengklasifikasian tingkat arus kas bebas. Sehingga dapat diketahui tingkat arus kas mana yang dapat memicu terjadinya konflik keagenan pada perusahaan.

### **5.3.2 Bagi Perusahaan**

Perusahaan-perusahaan khususnya di Indonesia bisa mulai mempertimbangkan untuk mulai mendorong para manajemen untuk membayar dividen yang tinggi karena pembagian dividen yang besar akan memberikan sinyal bagus mengenai kinerja masa yang akan datang sehingga meningkatkan reputasi perusahaan dimata investor. Selain itu, pembagain dividen yang tinggi dapat menurunkan tingkat arus kas bebas yang bisa menjadi solusi bagi perusahaan untuk menghindari terjadinya konflik keagenan. Tindakan ini didukung dari hasil penelitian yang menunjukkan bahwa jika tujuannya menurunkan tingkat arus kas bebas maka rasio pembayaran dividen harus tinggi dan perlu menurunkan kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Penting pula bagi perusahaan untuk memilih komisaris independen dengan seksama agar yang menjabat pada posisi komisaris independen bisa

menjalankan tugas pengawasannya dengan baik sehingga memberikan kontribusi yang positif kepada perusahaan.

### **5.3.3 Bagi Investor**

Para investor yang memiliki keinginan untuk menanamkan modalnya pada suatu perusahaan dapat mempertimbangkan untuk memilih perusahaan yang teratur membayar dividen serta rasio pembayaran dividennya tinggi. Hal ini diharapkan agar modal yang ditanamkan investor tidak disalahgunakan oleh manajemen. Hal ini dapat membuat investor bisa merasa aman dalam berinvestasi pada perusahaan tersebut. Apabila perusahaan memiliki kelebihan arus kas bebas, maka perusahaan akan menggunakan kelebihanannya untuk membayar dividen yang lebih tinggi ke investor daripada menggunakannya untuk investasi yang menguntungkan diri sendiri.

## DAFTAR PUSTAKA

- Andriyanti, L., & Wirakusuma, M. G. (2014). Good Corporate Governance Memoderasi Profitabilitas, Leverage, Arus Kas Bebas dengan Kebijakan Dividen . *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 8.2, 245-262.
- Arieska, M., & Gunawan, B. (2011). Pengaruh Aliran Kas bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 13, No. 1*, 13-23.
- Bouckova, M. (2015). Management Accounting and Agency Theory. *Procedia Economics and Finance* 25, 5-13.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Manajemen Keuangan Edisi Kedelapan*. Jakarta: Erlangga.
- Budiarti, E., & Sulistyowati, C. (2014). Struktur Kepemilikan dan Struktur Dewan Perusahaan. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan Tahun 7. No. 3*, 161-177.
- Emirzon, J. (2006). Regulatory Driven dalam Implementasi Prinsip-Prinsip Good Corporate Governance pada Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Manajemen & Bisnis Sriwijaya Vol. 4, No 8*, 92-114.
- Fairchild, R. (2010). Dividend policy, signaling and free cash flow: an integrated approach. *Managerial Finance*, 394-413.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. (2000). *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance ( Tata Kelola Perusahaan )*. Jakarta: Forum for Corporate Governance in Indonesia.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I., & Latan, H. (2015). *Partial Least Square Konsep, Teknik dan Aplikasi menggunakan Program SmartPLS 3.0 Edisi 2*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Guizani, M. (2018). The mediating effect of dividend payout on the relationship between internal governance and free cash flow. *Emerald Publishing Limited VOL. 18 NO. 4 2018*, 748-770.
- Hapsari, A. A. (2015). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Jumlah Pemegangan Kas di Perusahaan. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia* , 97-112.
- Hartono, J. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.



- Hendro, & Wardhani, R. (2015). Pengaruh Agency Cost of Free Cash Flow Terhadap Tingkat Konservatisme dan Pengujian Efek Moderasi Kebijakan Hutang, Pendistribusian Kas, Persistensi Kas, dan Tata Kelola Perusahaan . *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 17, No. 1, 41-56.
- Hsu, W.-H. L., Wang, G. Y., & Hsu, Y.-P. (2012). Testing Mediator and Moderator Effect of Independent Director on Firm Performance. *International Journal of Mathematical Models and Methods in Applied Sciences Issue 5*, Vol. 6, 698-705.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics 3* , 305-360.
- John, K., & Knyazeva, A. (2006). Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. *SSRN Electronic Journal*, 1-47.
- Jones, S., & Sharma, R. (2001). The impact of free cash flow, financial leverage and accounting regulation on earnings management in. *Managerial Finance*, Vol. 27 Iss 12, 18-39.
- Kaihatu, T. S. (2006). Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia . *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 8 No. 1, 1-9.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). *Pedoman Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: Komite Nasional Kebijakan Governance.
- Kouki, M., & Guizani, M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market . *European Journal of Scientific Research* , 42-53 .
- Maassen, G. F. (2000). *An International Comparison of Corporate Governance Models*. Amsterdam-the Netherlands: Spencer Stuart.
- McKnight, P., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 139-158.
- Murtini, U., & Rante, G. (2015). Pengaruh Leverage, dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen dengan Profitabilitas sebagai Variabel Kontrol. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*, Vol. 10, No. 1, 43-56.

- Novitasari, B. (2017). *Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Cash Holdings Pada Perusahaan Old Economy Dan New Economy Listed*. Retrieved from Sistem Informasi Tugas Akhir Universitas Kristen Duta Wacana: <http://sinta.ukdw.ac.id>
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. France: Organization for Economic Co-operation and Development.
- Olufawoye, O. H., Iyoha, A.-O. I., & Izedonmi, F. (2017). Agency Cost and Dividend Policy: Evidence From Nigeria. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 306-333.
- Oppler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 3-46.
- Ozili, P. K. (2009). Treatment of Outliers in Panel Data Set. Retrieved January 16, 2019, from [http://www.researchgate.net/post/Treatment\\_of\\_outliers\\_in\\_panel\\_data\\_set](http://www.researchgate.net/post/Treatment_of_outliers_in_panel_data_set)
- Pradnyani, N. L., Badera, I. D., & Astika, I. B. (2013). Good Corporate Governance sebagai Prediktor Kinerja Keuangan dan Implikasinya pada kebijakan Dividen. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 581-597.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 159-189.
- Rosdini, D. (2009). Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Policy. *Unpad Repository*, 1-17.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2013). *Research Methods for Business*. Inggris: John Wiley & Sons Ltd.
- Sindhu, M. I. (2014). Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size. *Research Journal of Finance and Accounting*, 16-23.
- Smith, R. L., & Kim, J. H. (1994). The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack of Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: Alfabeta.
- Uraya, A. S., & Tuasikal, A. (2003). Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*.