

PENGARUH MEDIASI *DIVIDEND PAYOUT* DALAM HUBUNGAN *INTERNAL GOVERNANCE* TERHADAP *FREE CASH FLOW*

Rosemary Desiree dan Elsa Imelda

Program Studi Sarjana Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara

e-mail: rosemary.125160217@stu.untar.ac.id

Abstract: *The purpose of this study is to obtain empirical evidence about the mediation effect of dividend payout on the relationship between internal governance and free cash flow on the manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange during 2016 – 2018 period. The research design used to test the direct and indirect effect of independent variables on the dependent variable through the mediating variable is a descriptive study with a purposive sampling method, amounted to 109 companies. Furthermore, the hypothesis testing is done by panel data regression model. For processing the data, this study used EViews 10 software. The results show that there are no significant effects on the impact of each board size, CEO duality, board independence, and managerial ownership to firm's free cash flow, there's a negative and significant effect on the impact of dividend payout on firm's free cash flow, and there are no mediating effects of dividend payout on the impact of each board size, CEO duality, board independence, and managerial ownership to firm's free cash flow.*

Keywords: *Internal Governance, Dividend Payout, Free Cash Flow.*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh mediasi dari kebijakan dividen dalam hubungan antara mekanisme tata kelola internal terhadap tingkat arus kas bebas perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016 - 2018. Desain penelitian yang digunakan untuk menguji pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel bebas terhadap variabel terikat melalui variabel mediasi ini merupakan penelitian deskriptif dengan metode *purposive sampling* dan dihasilkan sebanyak 109 perusahaan. Selanjutnya, untuk pengujian hipotesis dilakukan dengan model regresi data panel. Penelitian ini melakukan pengolahan data dengan menggunakan aplikasi *EViews 10*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah dewan komisaris, dualitas CEO, proporsi komisaris independen, dan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat arus kas bebas perusahaan secara individual, kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap tingkat arus kas bebas perusahaan, serta tidak ada pengaruh mediasi dari kebijakan dividen dalam hubungan jumlah dewan komisaris, dualitas CEO, proporsi komisaris independen, dan kepemilikan manajerial terhadap tingkat arus kas bebas secara individual.

Kata Kunci: Tata Kelola Internal, Kebijakan Dividen, Arus Kas Bebas.

LATAR BELAKANG

Free cash flow (arus kas bebas) merupakan sisa kas dari aktivitas operasional perusahaan yang dapat digunakan oleh manajemen untuk melakukan pembiayaan diskresioner maupun

untuk diretur kembali kepada pemegang saham. Dalam penggunaannya, *free cash flow* mengalami risiko kendali yang cukup tinggi. Menurut Jensen (1986), ketika perusahaan memiliki peluang investasi yang terbatas, kepemilikan uang tunai sebagian besar berisiko dialihkan oleh manajer dalam proyek yang menguntungkan mereka secara pribadi daripada dibagikan ke pemegang saham, demi mempertahankan kontrol manajemen akan arus kas perusahaan, sehingga pada akhirnya merusak kepentingan pemegang saham.

Purnamasari (2016) menyatakan bahwa perkembangan arus kas dan dividen perusahaan untuk perusahaan manufaktur di Indonesia sangat fluktuatif. Kenaikan jumlah kas yang dipegang perusahaan tidak menjamin adanya kenaikan pembagian dividen. Purnamasari menemukan bahwa pada tahun 2014, dari ratusan perusahaan sektor manufaktur, hanya tiga puluh empat perusahaan yang membagikan dividen, menurun dari tahun 2013 sebanyak enam puluh dua perusahaan, hal ini menyebabkan arus kas yang dipegang oleh manajemen menjadi semakin besar. Untuk itu, diperlukan tata kelola internal perusahaan yang baik dalam mengendalikan besarnya arus kas dalam perusahaan.

Guizani (2018), dalam studinya berargumen bahwa mekanisme tata kelola internal perusahaan ini mampu memengaruhi tingkatan arus kas bebas perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Dalam hal pengaruh tidak langsung, kebijakan dividen dirasa Guizani dapat menjadi mekanisme mediator yang baik dalam memediasi hubungan diantara tata kelola internal (*internal governance*) terhadap tingkatan arus kas bebas (*free cash flow*) perusahaan.

KAJIAN TEORI

Agency Theory yang dinyatakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan hubungan antara pemilik perusahaan, yakni pemegang saham, dengan manajemen perusahaan selaku agen dan *principal*. Pemilik perusahaan tentu berharap bahwa manajemen sebagai agen dari perusahaan mampu menjalankan wewenangnya demi kepentingan para pemegang saham. Akan tetapi, wewenang yang sudah diberikan ini tidak terlepas dari benturan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

Hypothesis Theory of Free Cash Flow yang dikemukakan Jensen (1986) berikutnya menunjukkan bahwa salah satu benturan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat terjadi saat dimana perusahaan dihadapkan pada sedikitnya kesempatan untuk berinvestasi, perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang positif cenderung melakukan investasi pada proyek yang memiliki nilai *net present value* (NPV) yang negatif, dibandingkan membayar retur kepada para pemilik saham.

Free cash flow adalah besarnya arus kas diskresioner yang dapat digunakan untuk mendanai investasi, melunasi hutang, membeli saham *treasury*, atau untuk menambah likuiditas (Kieso, 2014).

Dalam sistem *corporate governance* perusahaan terdapat beberapa mekanisme yang digunakan dalam mengendalikan manajemen untuk bekerja sesuai dengan kepentingan para pemegang saham. Termasuk didalamnya adalah mekanisme internal, seperti *board size*, *CEO duality*, *board independence*, dan *managerial ownership* yang akan digunakan dalam penelitian ini.

Board size merupakan ukuran dari banyaknya jumlah dewan komisaris dalam suatu perusahaan (Wardhani, 2007). Dewan komisaris sendiri merupakan individu-individu yang terpilih untuk merepresentasikan kepentingan dari pemegang saham perusahaan dan untuk memastikan bahwa manajemen telah bertindak demi kepentingan bersama bukan pribadi. Jensen (1993) menemukan bahwa semakin sedikit jumlah anggota dewan dalam suatu perusahaan, maka akan semakin baik pula kinerjanya dalam mengelola perusahaan, akan tetapi dalam penelitian Guizani (2018), *board size* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *free cash flow*. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris dari perusahaan tidak memengaruhi tingkat arus kas bebas perusahaan tersebut.

CEO duality dalam konteks Indonesia didefinisikan sebagai terdapatnya sistem kekerabatan diantara individu-individu yang menjabat di dewan direksi dengan dewan komisaris (Setyawan & Devie, 2017). Adanya hubungan kekeluargaan ini dapat menyebabkan fungsi yang dijalankan oleh masing-masing direksi dan komisaris tidak dapat terhindar dari bias dan benturan kepentingan. Dengan adanya pemisahan tugas antara CEO dengan COB, diharapkan risiko dari adanya benturan kepentingan dapat dihindari maupun dikurangi sehingga pada akhirnya dapat mengamankan FCF perusahaan (Al-Matari *et al*, 2012), akan tetapi dalam penelitian Guizani (2018), tidak ditemukan adanya pengaruh signifikan dari ketiadaan dualitas CEO terhadap tingkat arus kas bebas perusahaan.

Board independence adalah rasio jumlah komisaris independen terhadap seluruh jumlah anggota dewan komisaris yang ada dalam suatu perusahaan (Arieskawati, 2017). Komisaris independen sendiri merupakan komisaris yang tidak terafiliasi dengan pihak pemegang saham, anggota direksi, dan/atau anggota dewan komisaris lainnya dalam satu perusahaan yang sama (Brealey *et al*, 2011). Guizani (2018) menemukan bahwa semakin besar tingkat *board independence* dalam suatu perusahaan, maka *free cash flow* perusahaan akan semakin menurun, akan tetapi dalam studi Amina (2015), tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara *board independence* terhadap *free cash flow*.

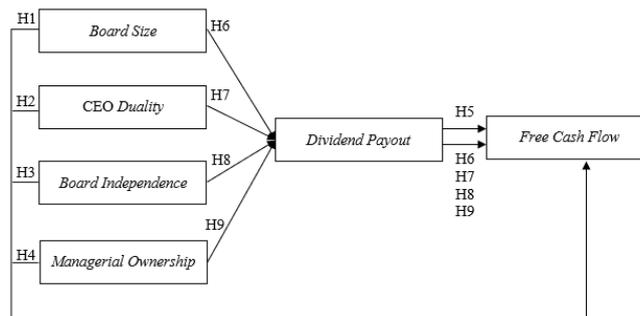
Managerial ownership adalah besarnya jumlah saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan dewan komisaris dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar (Sintyawati & Dewi, 2018). Kepemilikan manajerial ini dapat terjadi karena dua hal, yakni pembelian saham secara langsung oleh manajemen, ataupun diperoleh sebagai bentuk kompensasi yang diberikan perusahaan kepada karyawannya. Guizani (2018) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat pengaruh yang positif dan signifikan dari *managerial ownership* terhadap *free cash flow*. Hal ini berlawanan dengan penelitian Amina (2015), dimana *managerial ownership* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *free cash flow*.

Dividend payout adalah kebijakan yang diputuskan untuk menentukan apakah laba perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham atau akan ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*) (Dwi Sukirni, 2012). Dividen menurut Jensen (1986) merupakan mekanisme yang tepat untuk melakukan disiplin manajemen tanpa adanya campur tangan *shareholder*. Guizani (2018) menemukan bahwa kebijakan dividen ini mampu mengurangi tingkat arus kas bebas dalam perusahaan.

Selain pengaruh langsung dari mekanisme tata kelola internal perusahaan terhadap arus kas bebas, studi ini berusaha untuk mencari pengaruh mediasi dari kebijakan dividen didalam hubungan keduanya. Guizani (2018) dalam studinya tidak menemukan pengaruh mediasi dari

dividend payout dalam hubungan antara *board size* dan *CEO duality* terhadap *free cash flow*, akan tetapi berhasil menemukan pengaruh mediasi dalam *board independence* dan *managerial ownership*. *Board independence* mampu menurunkan nilai *free cash flow* dengan dimediasi oleh *dividend payout*. Hal ini berarti semakin besar tingkat *board independence*, semakin besar juga dividen yang dibagikan, sehingga pada akhirnya mampu mengurangi tingkat *free cash flow* perusahaan. Untuk *managerial ownership*, Guizani menemukan bahwa *dividend payout* mampu memediasi hubungan *managerial ownership* terhadap *free cash flow* secara positif, hal ini berarti semakin besar tingkat *managerial ownership* dalam perusahaan, semakin kecil nilai dividen yang akan dibagikan, sehingga tingkat *free cash flow* perusahaan akan semakin tinggi.

Model kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1.
Model Penelitian

Hipotesis yang disusun dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H1: *Board size* memengaruhi penurunan nilai *free cash flow*.
 H2: Ketiadaan *CEO duality* memengaruhi penurunan nilai *free cash flow*.
 H3: *Board independence* memengaruhi penurunan nilai *free cash flow*.
 H4: *Managerial ownership* memengaruhi penurunan/peningkatan nilai *free cash flow*.
 H5: *Dividend payout* memengaruhi penurunan nilai *free cash flow*.
 H6: *Board size* memengaruhi penurunan nilai *free cash flow* dengan dimediasi oleh *dividend payout*.
 H7: Ketiadaan *CEO duality* memengaruhi penurunan nilai *free cash flow* dengan dimediasi oleh *dividend payout*.
 H8: *Board independence* memengaruhi penurunan nilai *free cash flow* dengan dimediasi oleh *dividend payout*.
 H9: *Managerial ownership* memengaruhi penurunan/peningkatan nilai *free cash flow* dengan dimediasi oleh *dividend payout*.

METODOLOGI

Penelitian ini memiliki populasi penelitian perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016-2018. Desain pengambilan sampel adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan yang terdaftar di BEI secara berturut-turut tahun 2016-2018, (2) penyajian laporan keuangan dengan mata uang Rupiah (IDR), dan (3) konsisten dalam menyajikan laporan keuangan yang berakhir pada 31 Desember. Perusahaan yang masuk dalam kriteria ini sebanyak 109 perusahaan.

Terdapat enam variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yakni *free cash flow* sebagai variabel terikat; *board size*, *CEO duality*, *board independence*, dan *managerial ownership* sebagai variabel bebas; dan *dividend payout* sebagai variabel mediasi. *Free cash flow* diukur dengan model Miguel dan Pindado (2001) serta Cardoso *et al* (2014) yang dimodifikasi oleh Guizani (2018).

$$FCF = \frac{CF}{Tobin's\ Q_{t-1}}$$

Cash flow diukur dengan mengurangi pendapatan sebelum beban bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi perusahaan (EBITDA) dengan pajak, bunga hutang, total dividen, lalu dibagi dengan total aset. Tobin's Q diukur dengan menjumlahkan nilai pasar dari ekuitas (*market value of equity*) dengan nilai buku dari hutang (*book value of debt*) lalu hasilnya dibagi dengan nilai buku dari aset. Nilai Tobin's Q yang digunakan adalah nilai tahun-1 tiap-tiap data penelitian yang digunakan.

Board size diukur dengan banyaknya jumlah dewan komisaris dalam perusahaan (Wardhani, 2007).

$$BS = \sum \text{Jumlah Anggota Dewan Komisaris}$$

CEO duality diukur dengan variabel *dummy*, dimana nilai 1 akan diberikan jika terdapat dualitas CEO (hubungan kekerabatan antara dewan komisaris dengan dewan direksi), dan nilai 0 diberikan jika tidak terdapat dualitas CEO (Setyawan & Devie, 2017).

Board independence diukur dengan proporsi jumlah komisaris independen dibagi dengan jumlah anggota dewan komisaris dalam perusahaan (Wardhani, 2007).

$$IND = \frac{\sum \text{Jumlah Komisaris Independen}}{\sum \text{Total Anggota Dewan Komisaris}}$$

Managerial ownership diukur dengan banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh dewan komisaris dan dewan direksi terhadap total saham beredar (Wardhani, 2007).

$$MAN = \frac{\sum \text{Jumlah saham yang dimiliki dewan komisaris dan direksi}}{\sum \text{Total saham beredar}}$$

Dividend payout diukur dengan total dividen atas laba suatu tahun yang telah diumumkan dibagi dengan pendapatan yang diperoleh perusahaan pada tahun tersebut (Guizani, 2018).

$$DIV = \frac{\text{Dividen}}{\text{Pendapatan}}$$

Penelitian ini menggunakan Uji Statistik Deskriptif untuk menggambarkan garis besar data, kemudian melakukan uji asumsi klasik, yakni Uji Normalitas, Uji Autokorelasi, Uji Heteroskedastisitas, dan Uji Multikolinieritas. Model yang digunakan adalah model regresi data panel, yakni model gabungan antara data *cross section* dan *time series*. Untuk menentukan model mana yang paling tepat, dilakukan Uji *Chow*, Uji Hausman, dan Uji *Lagrange Multiplier*. Uji analisis data akan menggunakan Uji Simultan dan Uji Koefisien Determinasi, dan untuk pengujian hipotesa akan dilakukan Uji-t dan Uji Sobel.

HASIL UJI STATISTIK

Uji statistik deskriptif dilakukan dengan tujuan untuk memberikan gambaran akan ringkasan data yang digunakan dalam penelitian, seperti nilai mean, minimum, maksimum, dan standar deviasi. Hasil statistik deskriptif dari sampel perusahaan manufaktur selama

periode 2016-2018 menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* memiliki nilai minimum sebesar -0.01583, nilai maksimum sebesar 0.103434, mean sebesar 0.041200 dan standar deviasi sebesar 0.026124. Variabel *dividend payout* memiliki nilai minimum sebesar -0.21504, nilai maksimum sebesar 1.973924, mean sebesar 0.258871 dan standar deviasi sebesar 0.292187. variabel *board size* memiliki nilai minimum sebesar 2.000000, nilai maksimum sebesar 12.000000, mean sebesar 4.230159 dan standar deviasi sebesar 1.881606. Variabel CEO *duality* memiliki nilai minimum sebesar 0.000000, nilai maksimum sebesar 1.000000, mean sebesar 0.444444 dan standar deviasi sebesar 0.497893. Variabel *board independence* memiliki nilai minimum sebesar 0.200000, nilai maksimum sebesar 1.000000, mean sebesar 0.405628 dan standar deviasi sebesar 0.113510. Variabel *managerial ownership* memiliki nilai minimum sebesar 0.000000, nilai maksimum sebesar 0.739182, mean sebesar 0.049559 dan standar deviasi sebesar 0.110343.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa data penelitian telah terbebas dari masalah asumsi klasik, yakni normalitas, autokorelasi, heteroskedastisitas, dan multikolinearitas. Uji normalitas dilakukan dengan uji *Jarque-Bera*. Nilai prob. *Jarque-Bera* sebesar 0.135431(>0.05) menunjukkan bahwa data telah terdistribusi dengan normal. Uji autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai *Durbin-Watson* yang ada dalam model regresi. Nilai *Durbin-Watson* sebesar 1.242911(-2<1.242911<+2) menunjukkan bahwa penelitian terbebas dari masalah autokorelasi. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan uji *White*. Nilai prob. *Obs*R-squared* sebesar 0.0991(>0.05) menunjukkan bahwa penelitian ini terbebas dari masalah autokorelasi. Uji multikolinearitas dilakukan dengan membuat matriks autokorelasi. Dari hasil matriks korelasi, didapatkan seluruh koefisien korelasi antar variabel bebas >0.8, sehingga penelitian ini juga terbebas dari masalah multikolinearitas.

Langkah selanjutnya, dilakukan uji regresi data panel untuk melihat model yang paling baik digunakan diantara *common effect model* (CEM), *fixed effect model* (FEM), dan *random effect model* (REM). Terdapat empat model persamaan regresi yang akan dilakukan uji regresi data panel, yakni regresi variabel bebas terhadap variabel terikat (model 1), regresi variabel bebas terhadap variabel mediasi (model 2), regresi variabel mediasi terhadap variabel terikat (model 3), dan regresi variabel bebas dan mediasi terhadap variabel terikat (model 4). Uji yang dilakukan untuk menentukan model data panel ini adalah uji *chow*, uji Hausman, dan uji *Lagrange-Multiplier*. Dalam uji *chow*, nilai probabilitas yang diperoleh dari keempat model sebesar 0.00000 (<0.05), karenanya model yang paling baik dipilih adalah FEM. Dalam uji Hausman, seluruh nilai probabilitas dari keempat model regresi memiliki nilai yang lebih besar dari 0.05 (>0.05), karenanya model yang paling baik adalah REM. Dalam uji *Lagrange-Multiplier*, dihasilkan nilai probabilitas untuk keempat model sebesar 0.00000 (<0.05), sehingga model terbaik yang dipilih adalah REM. Dari ketiga uji tersebut, dapat disimpulkan model persamaan regresi yang terbaik adalah REM.

Berdasarkan analisis regresi yang dilakukan dengan menggunakan *random effect model* pada tabel 1, diperoleh persamaan regresi untuk keempat model sebagai berikut:

- (1) $FCF = 0.047699 + 0.000945BS + 0.001988DUAL - 0.026883IND + 0.009739MAN + \varepsilon$
- (2) $DIV = 0.009034 + 0.024283BS + 0.001412DUAL + 0.334645IND - 0.107125MAN + \varepsilon$
- (3) $FCF = 0.045788 - 0.015221DIV + \varepsilon$

$$(4) \text{ FCF} = 0.047241 + 0.001345\text{BS} + 0.002099\text{DUAL} - 0.020969\text{IND} + 0.007913\text{MAN} - 0.014646\text{DIV} + \varepsilon$$

Keterangan:

FCF : *Free Cash Flow*

MAN : *Managerial ownership*

BS : *Board size*

DIV : *Dividend payout*

DUAL : *CEO duality*

ε : *Error Term*

IND : *Board independence*

Tabel 1.

Hasil Analisis Regresi

Variable	Model 1 (Y=FCF)		Model 2 (Y=DIV)		Model 3 (Y=FCF)		Model 4 (Y=FCF)	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	0.047699	0.0000	0.009034	0.9280	0.045788	0.0000	0.047241	0.0000
BS	0.000945	0.4384	0.024283	0.0710	-	-	0.001345	0.2747
DUAL	0.001988	0.6812	0.001412	0.9791	-	-	0.002099	0.6646
IND	-0.026883	0.0947	0.334645	0.0388	-	-	-0.020969	0.1947
MAN	0.009739	0.6198	-0.107125	0.6126	-	-	0.007913	0.6867
DIV	-	-	-	-	-0.015221	0.0153	-0.014646	0.0225
R ²	0.016902		0.031039		0.022683		0.036743	
Adj. R ²	0.000981		0.015347		0.018774		0.017164	
F-statistic	1.061616		1.978042		5.802369		1.876704	
Prob(F-stat.)	0.376109		0.098420		0.016729		0.098956	

Sumber: diolah dengan *EViews 10*

Uji koefisien determinasi ganda dilakukan untuk melihat besarnya pengaruh dari model regresi dalam memengaruhi variabel terikat. Nilai *Adj. R²* untuk model regresi 1 sebesar 0.000981, yang berarti variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, dan *managerial ownership* hanya mampu menjelaskan variabel *free cash flow* sebesar 0.0981%, dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lainnya. Dalam model regresi 2, nilai *Adj. R²* adalah sebesar 0.015347. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, dan *managerial ownership* hanya mampu menjelaskan variabel *dividend payout* sebesar 1.5347%, dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lainnya. Nilai *Adj. R²* untuk model regresi 3 sebesar 0.018774. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *dividend payout* hanya mampu menjelaskan variabel *free cash flow* sebesar 1.8774%, dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lainnya. Dalam model regresi 4, nilai *Adj. R²* adalah sebesar 0.017164. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, *managerial ownership*, dan *dividend payout* hanya mampu menjelaskan variabel *free cash flow* sebesar 1.7164%, dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lainnya.

Uji simultan atau seringkali disebut dengan uji F merupakan pengujian yang dilakukan untuk melihat pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat secara simultan atau bersama-sama. Uji F dilakukan untuk model 1, 2, dan 4, mengingat model 3 hanya terdiri dari satu variabel saja. Nilai prob. F-statistik untuk model regresi 1 sebesar 0.376109 (>0.05), sehingga dapat disimpulkan variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, dan *managerial ownership* secara simultan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel *free cash flow*. Nilai prob. F-statistik untuk model regresi 2 sebesar 0.098420 (>0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, dan *managerial ownership* secara simultan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel *dividend payout*. Nilai prob. F-statistik untuk model regresi 4 sebesar 0.376109

(>0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, *managerial ownership*, dan *dividend payout* secara simultan juga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel *free cash flow*.

Uji-t dilakukan untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara individual. Dari tabel 1, tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara *board size*, *CEO duality*, *board independence*, dan *managerial ownership* terhadap *free cash flow*. Hal ini dilihat dari masing-masing nilai prob. keempatnya dalam model 1 yang lebih besar dibandingkan 5%, sehingga H1, H2, H3, dan H4 ditolak. Untuk variabel *dividend payout*, terdapat pengaruh negatif signifikan dari *dividend payout* terhadap *free cash flow*. Hal ini dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0.0153 pada model 3 yang lebih rendah dibandingkan dengan 5% dan koefisien yang bernilai minus, sehingga H5 tidak ditolak.

Tabel 2.
Uji Sobel

Variabel <i>Internal Governance</i> x <i>Dividend Payout</i>	t hitung
<i>Board Size</i>	-1.45606353
<i>CEO Duality</i>	-0.02614835
<i>Board Independence</i>	-1.58180301
<i>Managerial Ownership</i>	0.49635636

Sumber: diolah dengan danielsoper.com

Uji Sobel dilakukan untuk melihat pengaruh tidak langsung dari variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, *managerial ownership* terhadap *free cash flow* melalui *dividend payout*. Berdasarkan tabel 4.2 diatas, diketahui bahwa *dividend payout* tidak mampu menjadi mediator dalam hubungan dari *board size*, *CEO duality*, *board independence*, *managerial ownership* terhadap *free cash flow* sebab nilai t hitung ini lebih kecil dibandingkan besar nilai t tabel senilai 1.96, sehingga H6, H7, H8, dan H9 ditolak.

DISKUSI

Dari hasil statistik dengan uji parsial (uji t), diketahui bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel *board size* terhadap *free cash flow*. Hal ini dapat disebabkan karena dewan komisaris dianggap tidak memiliki pengetahuan dan wewenang yang cukup dalam upaya penurunan tingkat arus kas bebas perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Guizani (2018), tetapi bertentangan dengan Senjaya dan Yadnyana (2016). *CEO duality* ditemukan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *free cash flow*. Dominasi hubungan kekerabatan dalam perusahaan juga memiliki kemungkinan untuk menyulitkan pihak ketiga dalam upaya mengamankan arus kas perusahaan. Hasil ini kembali sejalan dengan penelitian Guizani (2018), tetapi bertentangan dengan teori agensi Jensen dan Meckling (1976). *Board independence* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *free cash flow*. Komisaris independen merupakan komisaris yang tidak terafiliasi oleh pihak manapun dalam perusahaan, oleh karenanya dianggap tidak cukup mengetahui kondisi keuangan perusahaan sehingga sulit memengaruhi kendali tingkat arus kas perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Amina (2015), tetapi tidak dengan penelitian Guizani (2018). *Managerial ownership* ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap *free cash flow*.

Rendahnya tingkat kepemilikan manajerial di perusahaan juga menyebabkan lemahnya pengaruh kepemilikan manajerial dalam mengupayakan kenaikan maupun penurunan *free cash flow*. Hasil ini sejalan dengan penelitian Amina (2015), tetapi kembali bertentangan dengan penelitian Guizani (2018). Hasil statistik uji parsial juga menemukan pengaruh negatif signifikan dari *dividend payout* terhadap *free cash flow*. Hal ini menunjukkan bahwa dividen merupakan mekanisme yang tepat dalam mengupayakan penurunan tingkat arus kas bebas perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Guizani (2018), tetapi tidak dengan penelitian Sumarni dan Kartikaningdyah (2018).

Dari hasil uji Sobel, diketahui bahwa *dividend payout* tidak mampu menjadi mediator dalam hubungan antara tiap-tiap variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, *managerial ownership* terhadap *free cash flow*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Guizani (2018) dimana *dividend payout* tidak mampu menjadi mediator dalam hubungan antara masing-masing variabel *board size* dan *CEO duality* terhadap *free cash flow*. Akan tetapi hasil ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Guizani lainnya dimana *dividend payout* mampu menjadi mediator untuk pengaruh *board independence* dalam upaya menurunkan *free cash flow* dan untuk pengaruh *managerial ownership* dalam peningkatan *free cash flow*. Hal ini dapat disebabkan karena adanya kemungkinan perusahaan melakukan kebijakan pembayaran dividen dengan rasio yang tetap, sehingga tidak dapat memberikan pengaruh yang signifikan dalam upaya penurunan tingkat arus kas bebas perusahaan, dan pada akhirnya tidak mampu menjadi mediator dalam pengaruh variabel *internal governance* terhadap *free cash flow*.

PENUTUP

Berdasarkan penelitian yang dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016-2018, hasil penelitian menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *board size*, *CEO duality*, *board independence*, *managerial ownership* terhadap *free cash flow*, terdapat pengaruh negatif signifikan dari *dividend payout* terhadap *free cash flow*, dan tidak terdapat pengaruh mediasi dari *dividend payout* dalam hubungan masing-masing variabel *board size*, *CEO duality*, *board independence*, *managerial ownership* terhadap *free cash flow*.

Keterbatasan yang ada dalam penelitian kali ini adalah: (1) periode sampel yang diambil hanya selama tiga tahun, yakni 2016-2018, (2) variabel yang dipakai hanya terdiri dari empat variabel bebas, yakni *board size*, *CEO duality*, *board independence*, *managerial ownership*, dan satu variabel mediasi *dividend payout* dalam melihat hubungannya dengan variabel terikat *free cash flow*, (3) sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya berasal dari perusahaan manufaktur.

Saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya adalah mengupayakan penambahan periode yang diteliti, menambah variabel tata kelola perusahaan yang lain seperti kepemilikan institusional, jumlah direksi, jumlah komite audit. Saran selanjutnya adalah melakukan penelitian terhadap sektor industri lainnya, seperti sektor keuangan, nonkeuangan, atau sektor jasa.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Matari, Yahya Ali, *et al* (2012). Board of directors, audit committee characteristics and performance of Saudi Arabia listed companies. *International Review of Management and Marketing* 2(4). 241-251.
- Amina, Hamdouni (2015). Free cash flow, governance, and financial policy: interactions and efficiency of governance mechanisms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* 7(1). 32-51.
- Arieskawati & Nurul Hasanah Uswati Dewi (2017). Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap kebijakan cash holdings. Surabaya: Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, & Franklin Allen (2011). *Principles of Corporate Finance: tenth edition*. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Cardoso, Fabricio Terci, Antonio Lopo Martinez & Aridelmo J. C. Teixeira (2014). Free cash flow and earnings management in brazil: the negative side of financial slack. *Global Journal of Management and Business Research* 14(1). 85-96.
- Guizani, Moncef (2018). The mediating effect of dividend payout on the relationship between internal governance and free cash flow. *Corporate Governance* 18(4). 748-770.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76(2). 323-329.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48(3). 831-880.
- Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4). 305-360.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Wygant, & Terry D. Warfield (2014). *Intermediate Accounting: IFRS edition (2nd edition)*. United States: John Wiley & Sons Ltd.
- Miguel, Alberto de & Julio Pindado (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance* 7. 77-99.
- Purnamasari, Lidya Ayu (2016). Pengaruh arus kas bebas, hutang dan laba terhadap dividen pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2014. *Jurnal Manajemen Bisnis* 6(1). 83-91.
- Senjaya, Sheryl Yuliana & I Ketut Yadnyana (2016). Analisis pengaruh investment opportunity set, cash conversion cycle dan corporate governance structure terhadap cash holdings. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 5(8). 2549-2578.
- Setyawan, Angelia Meysi & Devie (2017). Pengaruh CEO duality terhadap firm value dengan financial performance sebagai variabel intervening. *Business Accounting Review* 4(1). 325-336.
- Sintyawati, Ni Luh Ary & Made Rusmala Dewi S. (2018). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan leverage terhadap biaya keagenan pada perusahaan manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud* 7(2). 993-1020.
- Sukirni, Dwi (2012). Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden dan kebijakan hutang analisis terhadap nilai perusahaan. *Accounting Analysis Journal* 1(2). 2-12.

- Sumarni, Titin & Ely Kartikaningdyah (2018). Pengaruh dividend payout dan leverage terhadap free cash flow. *Journal of Applied Managerial Accounting* 2(2). 194-205.
- Wardhani, Ratna (2007). Mekanisme corporate governance dalam perusahaan yang mengalami permasalahan keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 4(1). 95-114.